

Zárótanulmány

Elemző vizsgálat és módszertani ajánlások megfogalmazása: hogyan segítheti a Kormány a gazdasági szereplők versenyképesség javítására törekvő összefogásait

(Magánszemélyek kis- és középvállalkozásokban történő tulajdonszerzésének ösztönzése kormányzati eszközökkel)

témájú kutatáshoz

Muníció Bt. 2011

Elemző vizsgálat és módszertani ajánlások megfogalmazása: hogyan segítheti a Kormány a gazdasági szereplők versenyképesség javítására törekvő összefogásait (Magánszemélyek kis- és középvállalkozásokban történő tulajdonszerzésének ösztönzése kormányzati eszközökkel)

Zárótanulmány

Megrendelő:

Foglalkoztatási Hivatal

Szerződő partner:

Muníció Oktató, Tanácsadó, Szolgáltató Bt.

Kutatásvezető:

Mike Károly

Kutatók:

Czinkóczy Zoltán

Herczeg Bálint

A kutatás „A partnerség és a párbeszéd szakmai hátterének megerősítése, közös kezdeményezések támogatása” című, TÁMOP 2.5.2. kiemelt program támogatásával valósul meg.

Tartalomjegyzék

Vezetői összefoglaló	7
Bevezetés.....	11
1. Ki fog vállalkozásokba befektetni?	14
1.1. Mibe fektetik megtakarításaikat a magyar háztartások?.....	14
1.1.1 A magyar háztartások pénzügyi és ingatlanvagyon.....	14
1.1.2 Tulajdoni részesedések a magyar háztartások vagyonán belül.....	16
1.2 A családtagoktól az üzleti angyalokig: kik és miért lesznek informális befektetők?	19
1.2.1 Az informális tőkebefektetők alaptípusai.....	19
1.2.2 Az informális tőkebefektetések hozamai.....	23
1.2.3 Az üzleti angyalok személyes jellemzői.....	25
1.2.4 A magántőke-befektetők hozzáadott értéke	27
1.2.5 Az informális befektetők motivációi.....	28
1.3 Összegzés	30
1.4 Irodalom	31
2. Szükségük van-e a kis és közepes vállalkozásoknak informális magántőke-befektetőkre? 34	
2.1. A kis- és középvállalkozások szerepe a gazdaságban	34
2.2. Finanszírozási rés	36
2.2.1 A vállalat életciklusa és finanszírozása	36
2.2.2 Érettebb vállalkozások finanszírozása magántőkeből: franchise, részvénykibocsátás, kkv-tőzsde	39
2.3. Informális befektetések nagyságrendje	40
2.3.1 Informális tőkebefektetések magyarországi nagyságrendje	41
2.4 Összegzés	42
2.5 Irodalom	42
3. Hogyan kezelik az informális magántőke-befektetők a befektetéssel járó kockázatokat? .. 45	
3.1 Milyen kockázatokkal szembesülnek a magántőke-befektetők?.....	45
3.2 Hogyan mérsékelik a befektetők a kockázataikat?.....	47
3.3 Különbségek a formális és az informális befektetők kockázatkezelési stratégiái között	49
3.4 Összegzés	51
3.5 Irodalom.....	51
4. Milyen állami és piaci intézmények támogathatják a magántőke-befektetéseket?..... 53	
4.1 Kormányzat által fenntartott vagy támogatott üzletiangyal-hálózatok.....	53
4.1.1 Mi a céljuk az üzletiangyal-hálózatoknak?	53
4.1.2 Sikeresek-e a hálózatok?	54
4.1.3 Magyar tapasztalatok	56
4.1.4 Tovább lépési lehetőségek	57
4.1.5 Magyar lehetőségek	59
4.2 Angyalklubok és egyéb szerveződések	59
4.2.1 Nemzetközi tapasztalatok.....	59
4.2.2 Magyar lehetőségek	61
4.3 A pénzügyi közvetítők szerepe: profitorientáltak üzletiangyal-hálózatok	61
4.3.1 Nemzetközi tapasztalatok.....	61
4.3.2 Magyar lehetőségek	63
4.4 Junior tőzsdék	64
4.4.1 Nemzetközi példák.....	64
4.4.2 Mi kell egy junior tőzsde sikeréhez?.....	66
4.4.3 Magyarországi alkalmazhatóság	67
4.5 Javaslatok	68
4.6 Irodalom	69
5. Adózás és állami támogatások	72
5.1 Általános adózási szabályok	72
5.1.1 Hátrányos adószabályok a befektető szempontjából.....	72
5.1.2 Hátrányos adószabályok a vállalkozó szempontjából	75
5.1.3 Eszközök az adószabályokból fakadó hátrányok mérséklésére: nemzetközi tapasztalatok.....	76
5.1.4 Lehetséges változtatások a magyar adórendszerben	78

5.2 Magántőke-befektetések után járó adókedvezmények	78
5.2.1 Elméleti megfontolások, nemzetközi tapasztalatok	78
5.2.2 Lehetséges adókedvezmények a magyar rendszerben	81
5.3 Állami garanciák és támogatások	82
5.3.1 Nemzetközi tapasztalatok	82
5.3.2 Lehetséges támogatási formák Magyarországon	83
5.4 Javaslatok	83
5.5 Irodalom	84
6. Jogi szabályozás: befektetői szerződések és társasági formák	86
6.1 Szerződéses megoldások a befektetői kockázatok kezelésére	86
6.2 Külföldi tapasztalatok	90
6.2.1 Szerződéses megoldások	90
6.2.2 Szabályozási, jogalkalmazási problémák	91
6.3 Hazai jogi szabályozás	92
6.3.1 Általános megfontolások	92
6.3.2 Társasági jog	93
6.3.3 Kötelmi (szerződési) jog	97
6.3.4 Jogérvényesítés	101
6.4 Speciális társasági formák és részvénykibocsátási szabályok magántőke-befektetők számára	104
6.4.1 Befektetési társaságok	105
6.4.2 A részvénykibocsátás szabályozása	106
6.5 Szerződéses gyakorlatok	108
6.5.1 A mintadokumentumok szerepe	108
6.5.2 Külföldi példák	108
6.5.3 Hazai lehetőségek	110
6.6 Javaslatok	110
6.6.1 Társasági jog	110
6.6.2 Szerződési jog	111
6.6.3 Speciális társasági formák és részvénykibocsátási szabályok magántőke-befektetők számára	111
6.6.4 Jogérvényesítés	112
6.6.5 Mintaszerződések és egyéb mintadokumentumok	112
6.7 Irodalom	112
Melléklet a 6. fejezethez	115
7. Összefoglalás	117
7.2 Kiket ösztönözzünk tulajdonszerzésre?	117
7.3 Milyen vállalkozásokban támogassuk a befektetők tulajdonszerzését?	118
7.4 Hogyan támogathatja a kormányzat a magánbefektetéseket?	118
7.4.1 Közvetlen pénzügyi ösztönzők (adózás és támogatás)	118
7.4.2 Intézményi ösztönzők	119

Táblázatok jegyzéke

1. táblázat. Különböző vagyonelemek aránya a háztartások pénzügyi vagyonán belül (2009-es adatok, százalék)	15
2. táblázat. A háztartások pénzügyi vagyonának részvényekben és üzletrészekben tartott aránya (2009-es adatok, százalék).....	16
3. táblázat. Informális befektetők kategóriái	20
4. táblázat. Különböző befektetői szerepek.....	21
5. táblázat. A magyar informális tőkebefektetők klaszterei (Szerb – Rappai [2004])	22
6. táblázat. Különböző informális befektető csoportok hozamai	23
7. táblázat. Az informális és formális kockázati tőke beruházások hozamának összehasonlítása	24
8. táblázat. Az üzleti angyalok néhány jellemzőjének nemzetközi összehasonlítása	26
9. táblázat. Befektető klaszterek karakterisztikái (Sullivan – Miller [1996])	29
10. táblázat. A befektetés magyar, német és amerikai üzleti angyalok körében.....	30
11. táblázat. Vállalatok iparági eloszlása az EU-27-ben 2007-ben.....	35
12. táblázat. Kis- és középvállalatok megoszlása a régi (EU-15) és az új (EU-12) EU tagországok között 2007-ben.....	35
13. táblázat. Kockázati tőke kereslete és kínálata	37
14. táblázat. Tranzakciós költségek és kockázatok a befektetés különböző szakaszaiban	46
15. táblázat. Információs problémák kontrollálásának kivitelezhetősége	47
16. táblázat. Üzleti angyalok befektetéseinek kategóriái a kockázatkezelés módja szerint.....	50
17. táblázat. Néhány üzleti angyal-hálózat szponzorai 2005-ben	62
18. táblázat. Különbségek a Londoni Értéktőzsdén az Alternative Investment Market és a Main Market között	64
19. táblázat. BÉT részvény kategóriák	67

Ábrajegyzék

1. ábra. Különböző vagyonelemek aránya a háztartások pénzügyi vagyonán belül (2009-es adatok, százalék) kelet-közép-európai országokban.	15
2. ábra. Magyar háztartások részvény és üzletrész vagyonának időbeli alakulása	17
3. ábra. Az informális tőkebefektetési ráta alakulása (2001–2004 átlag)	18
4. ábra. Az angyalbefektető közreműködése a finanszírozást kapott vállalkozásnál.....	28
5. ábra. A befektetési lehetőségekről szerzett információ forrásai	57

VEZETŐI ÖSSZEFOGLALÓ

A kutatás arra a kérdésre kereste a választ, hogyan lehetne előmozdítani, hogy a tehetősebb, de nem feltétlenül gazdag polgárok megtakarításaikat olyan hazai kis és közepes vállalkozásokba fektessék, amelyek céljaival azonosulni tudnak, és amelyekre társtulajdonosokként tekintenek. Az ezt támogató kormányzati programok hozzájárulhatnak a vállalkozói és tulajdonosi szemlélet terjedéséhez, a tulajdonos polgárság megerősödéséhez. Lehetővé tehetik a hazai megtakarítások hazai, jellemzően helyben történő befektetését, egyszersmind enyhíthetik a kkv-k, különösen az induló vállalkozások tőkehiányát, és előmozdíthatják a lokális gazdasági hálózatok fejlődését.

Az elkészült háttéranyag feltérképezi a hazai vállalkozásokba történő magánbefektetések jelenlegi hazai gyakorlatát és kormányzati ösztönzésének lehetőségeit és korlátait. Az alábbiakban a tanulmány legfontosabb megállapításait, javaslatait foglaljuk össze.

Felkészült befektetők ösztönzése

A vállalkozásokba történő tőkebefektetés kockázata általában jelentős. Ezért fontos, hogy olyan személyeket ösztönözzünk, akik reálisan fel tudják mérni és megfelelő eszközökkel kezelni, mérsékelni tudják a felmerülő kockázatokat. Az elsődlegesen ösztönzendő befektetői csoportot ezért a kellő üzleti tapasztalattal rendelkező vállalkozók és menedzserek képezik. Az informális magánbefektetőknek ezt a kategóriáját tág értelemben vett *üzleti angyaloknak* nevezhetjük. A befektetői kör bővítésének egyik lehetséges módja, hogy a finanszírozott vállalkozást aktívan felügyelő üzleti angyalokhoz szindikátusi formában *passzívabb résztulajdonosok* társuljanak, akik megbízottjukként tekintenek az üzleti angyalra. Az üzleti angyalok (és passzív társaik) kockázatos induló vagy a fejlődésükhöz menedzsment-tudást igénylő vállalkozásokba fektetnek be. Stabil, régóta működő vállalkozások esetében is felmerül a külső tőkebevonás lehetősége nagyobb fejlesztések esetén. Több európai országban létezik közepes vállalatok számára elérhető junior tőzsde vagy alternatív befektetési piac is. De a részvénykibocsátás tőzsdén kívüli, rugalmasabb formái is megfontolásra érdemesek.

A tulajdonosi kör bővülésének további módja, ha egy sikeres vállalkozás úgy terjeszkedik földrajzilag, hoz létre új telephelyeket, működési egységeket, hogy ezek működtetésére új tulajdonosokat von be. Egyfajta tág értelemben vett „franchise” rendszer jöhet így létre. A franchise-ba vevőkkel bővíthet a tulajdonos-vállalkozók köre.

Kormányzati támogatás pénzügyi ösztönzőkkel (adózás és támogatás)

A tőkebefektetés adóteher-csökkentésének talán legkevesebb nem kívánt mellékhatással járó módja, ha a jogrendszer lehetővé teszi a kisebb befektetők számára is reális alternatívát jelentő közvetítő intézmények, kockázati tőke-társaságok létrehozását, amelyek mentesek a társasági adó alól és portfólió-elven adóznak.

Az adókedvezmények terén megfontolandó lehetőség a tartós befektetések után járó (TBSZ) kedvezmény kiterjesztése a magánszemélyek által vállalkozásoknak nyújtott hitelekre és tulajdoni részesedésekből származó árfolyamnyereségre. Az adóelkerülés kivédése szempontjából ugyanakkor jobb megoldásnak tűnik, hogy azok a befektetők kapjanak adókedvezményt, aki megfelelően ellenőrzött közvetítőn (kockázati-tőketársaságon) keresztül

fektetnek be – feltéve, hogy a jogrend megfelelő szabályozás mellett lehetővé teszi ilyen közvetítők létrehozását (lásd a lentiekben).

Más országokban az állami támogatási programok nem régóta működnek, és nincsenek igazán megbízható információk a sikerességükről. Erősen kétséges, hogy képesek és ösztönzöttek-e a projektek megfelelő kiválogatására. Figyelemre méltó konstrukció a litván, ahol a saját személyes reputációjukat és pénzüket is kockára tevő üzletembereket bízták meg egy üzleti angyal alap irányításával.

Kormányzati támogatás intézményi ösztönzőkkel

A kormányzat elsődlegesen a megfelelő intézményi környezet kialakításával segíti elő a kkv-kba történő magánbefektetéseket.

A befektető és a vállalkozó egymásra találását, a bizalom kialakulását és fennmaradását az intézményi környezet több eleme is elősegítheti, így (1) egyes piaci közvetítők, (2) vállalkozói szerveződések, hálózatok, (3) befektetéseket támogató állami intézmények, (4) a tulajdonszerzést szabályozó szerződési és társasági jogszabályok, és (4) nagyobb kkv-k számára elérhető tőzsde kialakítása.

Piaci közvetítők. A nemzetközi példák alapján a bankok fontos közvetítő szerepet tölthetnek be az üzleti angyal jellegű befektetők és a finanszírozásra vágyó vállalkozások között. A bankok mindkét félről részletes, hiteles információkkal rendelkezhetnek, így egyfajta minőségbiztosítási szerepet tölthetnek be az informális kockázati tőkepiacon. A kormányzat e téren kezdeményező szerepet játszhat: egyeztetés szükséges a bankokkal, hogy tudnak-e hasonló konstrukciókat ajánlani a magyar környezetben.

Vállalkozói szerveződések, hálózatok. Észak-Amerikában és Nyugat-Európában az üzleti angyal piac fejlődésének legújabb fázisát az angyal-szindikátusok vagy strukturált angyalcsoportok jelentik. Az intézményi keretnek képesnek kell lennie arra, hogy a következő funkciókat ellássa: (1) a „klubtagok” megfelelő szelekciója; (2) a klubon belüli bizalmi légkör megteremtése; (3) a befektetéseket támogató döntés-előkészítés menedzselése; (4) a csoportos befektetéseket megkönnyítő jogi forma kialakítása; (5) a befektetők és a finanszírozott vállalkozók, illetve cégek megbízhatóságáról, teljesítményéről megbízható információk generálása és terjesztése.

Támogatást jelenthet, ha eleve meglévő lokális vagy ágazati szerveződések (kamara, vállalkozói klub, szövetség) vállalja fel az üzleti angyalok megszervezésének funkcióját. További alternatíva, hogy a települési vagy kistérségi szintű kormányzat karolja fel az ügyet. Ennek különösen olyan befektetések esetén lehet értelme és haszna, amelyek helyi gazdaságfejlesztési célokat szolgálnak (például a befektető vállalkozók által is használt infrastruktúrát javítják). Olyan konstrukcióra van szükség, ahol egy-egy vezető magánbefektető vállalja az egyes befektetési projektek vezetését, saját reputációját és pénzét is kockára téve. Megfontolásra érdemes, hogy a kormányzat kísérleti jelleggel támogassa, hogy nagyobb települési önkormányzatok és vállalkozói szervezetek „angyalklubok” számára megfelelő intézményi kereteket alakítsanak ki.

Befektetéseket támogató állami intézmények. Az államilag üzemeltetett „párosító” hálózatok hatékonysága a nemzetközi tapasztalatok szerint alacsony. Talán a leghasznosabb támogatási forma, ha célzottan kisebb pénzügyi segítséget nyújtanak a befektetők és a vállalkozás közötti együttműködés kialakításához vagy ellenőrzik, minősítik a forrást kérő vállalkozásokat. Az ilyen programok a nyugat-európai tapasztalatok szerint lokális közegben működnek jól. Ezért

az angyalklubokhoz hasonlóan érdemes lehet meglévő lokális vagy ágazati szerveződések megbízni a kialakításukkal, menedzselésükkel.

Szerződési és társasági jog. A befektetők alapvető kockázatkezelési eszköze a társaság működésében való aktív részvétel, ami a jogosultságok jelentős aránytalanságát eredményezheti. Ezen kívül a különböző jogosultságok elosztása általában a társaság teljesítményének függvényében változik. Szükségesnek látszik ezért a rugalmasságot korlátozó társasági jogi rendelkezések enyhítése. A Zrt. esetében különösen a részvényfajtákra vonatkozó korlátozások, a tagkizárás tilalma, a pénzügyi segítségnyújtás tilalma és visszaváltható részvény visszavételekor a tőkeleszállítás előírása szorul újragondolásra. Érdemes megvizsgálni annak lehetőségét, hogy Kft. esetében is lehessen felhatalmazást adni feltételes tőkeemelésre. További fontos cél a felek közötti szindikátusi szerződés kikényszeríthetősége. A befektetők védelmét az szolgálná, ha a szindikátusi szerződés tartalma az explicit törvényi tiltások kivételével minden esetben kikényszeríthető lenne.

Kiemelten fontos lenne olyan kockázati tőke-társaság szabályozási hátterének a megteremtése, amelyek rugalmas közvetítőként szolgálhatnak a magántőke-befektetők és a finanszírozott vállalkozások között. A tapasztalatok szerint az a jogrendszer tekinthető igazán kedvezőnek, amely többféle intézményi formát kínál eltérő nagyságrendű befektetések kezelésére. A szabályozás egyszerűségét is szem előtt tartva, Magyarországon érdemes lehet egyrészt növelni a kockázati tőkealap szabályozásának rugalmasságát, másrészt bevezetni kisebb csoportos befektetésekre használható kockázati tőke-társaság intézményt.

A szerződési jog egyik régóta vitatott rendelkezése a vételi opció ötéves határidőhöz kötése. A befektetésekkel járó kockázatok megfelelően rugalmas kezelését segítené a vételi jogra vonatkozó időkorlát eltörlése.

A befektetésekből kikötött jogok érvényesítésében fontos szerepet játszhatnak a választottbírók. A költséghatékonyság és a jó ítélezési minőség irányába mutató ösztönzőket elsősorban az intézményi versenytől várhatunk. Jelenleg a törvény csak a kamarák és külön nevesített intézmények számára engedi választottbírók felállítását. Megfelelő törvényi felügyelet mellett érdemes lenne a szervezetek nevesítése helyett tetszőleges szervezetnek megengedni, hogy a (jelenleg is létező) törvényi előírásokat betartva szabadon állandó választottbírókat hozhasson létre.

A nyilvános mintaszerződéseknek és egyéb mintadokumentumoknak nagy szerep juthat az magántőke-befektetéseket övező általános információhiány csökkentésében. Komoly pozitív hatása lehetne a jogbiztonság szempontjából, ha a jogszabályalkotásért felelős kormányzat és az igazságszolgáltatás találna egy elfogadható eljárást arra, hogy előzetesen jóváhagyjon, minősítsen mintaszerződések.

Érettebb, de a tőzsdéi méretet el nem érő cégeknél a magántőke bevonásának módja lehet a tőzsdén kívüli részvénykibocsátás egy válogatott befektetői körnek. A zártkörű kibocsátás létező szabályozásából kiindulva teremthetők kedvezőbb keretek a tőkét kereső vállalkozások és informális magánbefektetők egymásra találásához. Egy lehetséges eszköz a minősített befektetői kategória jelenleginél jóval tágabb definiálása, és annak lehetővé tétele, hogy a nekik szóló részvénykibocsátási ajánlatok „zártkörűnek” minősüljenek, vagyis enyhe szabályozói elvárások alá essenek.

Az üzleti angyal befektetők számára fontos kiszállási lehetőséget, nagyobb kkv-k számára pedig tőkebevonási lehetőséget egy jól szabályozott tőzsde, és különösen egy hozzá kapcsolódó alternatív (vagy „junior”) befektetési piac.

BEVEZETÉS

A tanulmány célja annak feltérképezése, hogyan lehetne kormányzati eszközökkel elősegíteni, hogy a hazai középosztály tagjai tulajdonrészt szerezzenek kis és közepes méretű hazai vállalkozásokban, ezáltal erősíteni a tulajdonosi szemléletet, továbbá enyhíteni a vállalkozások finanszírozási problémáin, javítani versenyképességén.

A kutatás során a következő módszereket alkalmaztuk: (1) a meglévő kutatások eredményeinek összegzése, (2) információgyűjtés hazai és külföldi kormányzati programokról és magánkezdeményezésekről, (3) az alternatív intézményi megoldások közgazdasági elemzése, értékelése. Konzultációkat folytattunk továbbá érintett hazai szereplőkkel, szakemberekkel.¹

A tanulmány logikája, a problémák feleltetése alapvetően az új intézményi közgazdaságtan szemléletét követi, de az elemzés során nagyban támaszkodunk a meglehetősen heterogén elméleti és módszertani háttérű vállalkozás- és tőkepiaci kutatásokra is. Először az informális magántőke-befektetések kínálatát és keresletét vizsgáljuk meg, majd a befektető és a vállalkozó közötti szerződéses együttműködés problémáit. Ezután sorra vesszük azokat a piaci és állami intézményeket, amelyek támogathatják, ösztönözhetik ezt az együttműködést.

A kormányzati programjavaslatok megfogalmazása során alapvetően három típusú kormányzati programra összpontosítunk:

- 1) Tudástranszfer: nemzetközi tapasztalatok, jogi lehetőségek, ötletek, egyéb információk eljuttatása a potenciális magánbefektetőkhez, illetve az őket támogató intézményekhez.
- 2) Kormányzati ösztönzők: olyan szabályozási, fejlesztéspolitikai változtatások, amelyek elhárítják a magánbefektetések előtti akadályokat, illetve ösztönözik őket.
- 3) Kormányzati megállapodások a lokális gazdaságszervező aktorokkal: a magántőke-befektetések lokális, regionális jellegénél fogva a támogató intézményi keretet elsősorban a helyi vállalkozói közösségek és a velük együttműködő önkormányzatok jelenthetik; a kormányzat ezeket ösztönözheti innovatív megoldások kidolgozására, működtetésére.

Az 1. fejezetben a kis- és közepes vállalkozásokban történő tulajdonszerzés kínálati oldalát vizsgáljuk meg. A magánszemélyek megtakarításait számos különböző befektetési formában helyezhetik el, amelyek közül az egyik a kkv-kba történő magánbefektetés. Arra keressük a választ, milyen jelentősége lehet ennek a befektetési formának a nemzetgazdaság szintjén, és melyek azok a társadalmi csoportok, amelyeknek a személyes vagyonportfoliójában helyet kaphat a magántőke-befektetés.

Először bemutatjuk, mit tudhatunk meg a nemzetgazdaság szintjén aggregált adatokból. A nemzetközi összehasonlítások alapján általános képet alkothatunk arról, hol tart és milyen irányba fejlődhet Magyarország a magántőke-befektetések terén. Az aggregátumok ugyanakkor nem sokat mondanak arról, valójában kik is az informális – vagyis a szabályozott

¹ A tanulmány megírása folyamán értékes észrevételeket és javaslatokat kaptunk a következő személyektől, akiknek ezúton is köszönetet mondunk: Balás Gábor, Baranyai Gábor, Budai Judit, Csizsák András, Csuhaj V. Imre, Detrekői László, Doszpod Endre, Gereben András, Jandácsik Gábor, Karsai Judit, Menyhárd Attila Rajné, Adamecz Ildikó, Reszegi László, Szalai Ákos, Szepesi Balázs, Török József és Veress Gábor.

piacokon és formális kockázati tőkealapokon kívüli – tőkebefektetők. Ezért számba vesszük azokat a fontosabb esettanulmányokat, amelyek a hazai és külföldi befektetői csoportokról, kategóriákról készültek. Mivel a nem szervezett piacokon működő befektetők általában nehéz rátalálni, a viselkedésükről nem állnak rendelkezésre megbízható hivatalos adatok, a szakirodalom sokszor bevallottan a sötétben tapogatózik. (Maga a téma is viszonylag újnak számít a vállalkozás-, illetve a tőkepiac-kutatáson belül.) Ennek ellenére kirajzolódni látszik az informális befektetői piacnak néhány olyan jellemzője, amely nem ország-, illetve ágazatspecifikus. A hazai és a nemzetközi irodalom alapján ezért megfogalmazhatunk óvatos állításokat a jelenlegi hazai magánbefektetőkről és arról, hogy a jövőben milyen csoportok vonhatók be potenciálisan ebbe a körbe.

Az informális tőkebefektetések kínálati oldalát a kis- és közepes vállalkozások jelentik. Szükségük van-e nekik a magántőkére, és ha igen, milyen mennyiségben és feltételekkel? Hogy választ kapjunk erre a kérdésre, a *2. fejezetben* először is röviden áttekintjük a kv-k nemzetgazdasági szerepét, majd megvizsgáljuk a finanszírozási igényeiket. Arra vagyunk kíváncsiak, a többi finanszírozási forma hagy-e olyan „részt”, amelyet az informális magánbefektetők sikeresen betölthetnek. Amellett érvelünk, hogy egy vállalkozás finanszírozási igényei és lehetőségei szorosan összefüggenek a vállalkozás életciklusával. Az informális befektetők legjobban az induló vállalatok igényeihez illeszkednek.

Az informális befektetések volumenét az informális tőkepiac keresleti és kínálati oldala együtt alakítja ki. A fejezetet ennek a „piaci egyensúlynak” a bemutatásával zárjuk. Áttekintjük a befektetések nagyságrendjét a fontosabb nemzetközi és a rendelkezésre álló hazai tanulmányok alapján.

A *3. fejezetben* áttekintjük a fontosabb befektetői kockázatokat, továbbá azok egyéni kezelésének módszereit. Ez az elemzés kiindulópontként szolgál a csoportos kockázatkezelési technikák, valamint a kockázatkezelést támogató intézmények megértéséhez is, amelyek a *4. fejezet* tárgyát képezik. Az írásos szerződések a legfontosabb és szabályozási eszközökkel is befolyásolható kockázatkezelési technikák közé tartoznak. Ezeket és a támogató (vagy éppen gátló) háttér-jogszabályokat az utolsó fejezetben vizsgáljuk meg részletesebben.

A magántőke-befektetők nem intézményi vákuumban lépnek fel. Számos intézmény támogathatja célzottan a működésüket – ezeket vesszük sorra a *4. fejezetben*. A támogatás mindenekelőtt azt jelenti, hogy segíti számukra kezelni a befektetéssel együtt járó kockázatokat. A legtöbbet elemzett és legjobban „látható” támogató intézmények a legtöbb országban a kormányzati által támogatott vagy fenntartott „üzleti angyal hálózatok”. Legalább ilyen fontosak a jellemzően befektetői önszerveződésen alapuló „angyalklubok”, „angyalszindikátusok”. A klasszikus, szabályozott pénzügyi közvetítők (bankok és más pénzügyi szolgáltatók) szintén szerepet játszhatnak az informális magánbefektetők és a tőkére vágyó vállalkozók egymásra találásában.

Az informális befektetéseket támogató intézmények mellett a *4. fejezetben* térünk ki egy olyan sajátos intézményi megoldásra, amely a közepes vállalkozásokban való tulajdonszerzést szervezett, formalizált keretek között segítheti elő. Ez a „junior tőzsde” vagy „alternatív befektetési piac”. Megvizsgáljuk, vannak-e jól működő nemzetközi példák, és reális-e egy ilyen intézmény meghonosítása hazánkban.

Az *5. fejezetben* az informális magántőke-befektetések adózási vonatkozásait mutatjuk be. Felvázoljuk, hogy a befektető szemszögéből a magántőke-befektetéseknek, illetve a vállalkozás szempontjából a részvény vagy üzletrész formájában történő forrásbevonásnak milyen alternatívái lehetnek, és az egyes befektetési döntésekre milyen adózási rendelkezések

vonatkoznak. Az egyes elméleti ösztönzési lehetőségek ismertetése után felsoroljuk azokat a területeket, ahol javítani lehetne a magántőke-befektetések hátrányos adójogi megítélésén. A fejezetben foglaltakkal kapcsolatban előrebocsátandó, hogy a befektetések adórendszeren keresztül történő ösztönzése a külföldi szakirodalom és a gyakorlati tapasztalatok alapján is rendkívül ambivalens terület. Fontos azonban, hogy az adórendszer ne torzítson olyan módon, hogy hátrányba hozza a közvetlen magánbefektetéseket a többi befektetési formával szemben.

A magántőke-befektetésekkel járó kockázatok kezelésében fontos szerep jut az írásos szerződéseknek. A *6. fejezetben* összefoglaljuk, elméletileg milyen szerződéses eszközök játszhatnak szerepet a kockázatkezelésben. Áttekintjük a szerződéses gyakorlatokról elérhető (igen korlátozott) empirikus irodalmat. Ezután részletesen megvizsgáljuk, hogy a magyar jogi környezet mennyire segíti elő a hatékony szerződéses gyakorlatokat. Javaslatokat fogalmazunk meg arra, hogyan támogathatná hathatósabban a jogi szabályozás az informális tőkebefektetéseket. Végül kiemelt figyelmet szentelünk azoknak a technikáknak, amelyek közvetlenül a szerződéses (nem pedig a jogi szabályozás) szintjén próbálnak segíteni. Ide sorolhatók egyrészt a különböző információs programok (például szerződésminták, szerződési útmutatók publikálása), valamint a szerződések érvényesítését megkönnyítő intézményi megoldások.

1. KI FOG VÁLLALKOZÁSOKBA BEFEKTETNI?

Ebben a fejezetben a kis- és közepes vállalkozásokban történő tulajdonszerzés kínálati oldalát vizsgáljuk meg. A magánszemélyek megtakarításaikat számos különböző befektetési formában helyezhetik el, amelyek közül az egyik a kkv-kba történő magánbefektetés. Arra keressük a választ, milyen jelentősége lehet ennek a befektetési formának a nemzetgazdaság szintjén, és melyek azok a társadalmi csoportok, amelyeknek a személyes vagyontőkeportfoliójában helyet kaphat a magántőke-befektetés.

Először bemutatjuk, mit tudhatunk meg a nemzetgazdaság szintjén aggregált adatokból. A nemzetközi összehasonlítások alapján általános képet alkothatunk arról, hol tart és milyen irányba fejlődhet Magyarország a magántőke-befektetések terén. Az aggregátumok ugyanakkor nem sokat mondanak arról, valójában kik is az informális – vagyis a szabályozott piacokon és formális kockázati tőkealapokon kívüli – tőkebefektetők. Ezért számba vesszük azokat a fontosabb esettanulmányokat, amelyek a hazai és külföldi befektetői csoportokról, kategóriákról készültek. Mivel a nem szervezett piacokon működő befektetőkre általában nehéz rátalálni, a viselkedésükről nem állnak rendelkezésre megbízható hivatalos adatok, a szakirodalom sokszor bevallottan a sötétben tapogatózik. (Maga a téma is viszonylag újnak számít a vállalkozás-, illetve a tőkepiac-kutatáson belül.) Ennek ellenére kirajzolódni látszik az informális befektetői piacnak néhány olyan jellemzője, amely nem ország-, illetve ágazatspecifikus. A hazai és a nemzetközi irodalom alapján ezért megfogalmazhatunk óvatos állításokat a jelenlegi hazai magánbefektetőkről és arról, hogy a jövőben milyen csoportok vonhatók be potenciálisan ebbe a körbe.

1.1. Mibe fektetik megtakarításaikat a magyar háztartások?

Első lépésként azt tekintjük át, mit tudunk a magyar háztartások megtakarítási szokásairól. Elsősorban arra vagyunk kíváncsiak, kik azok, akik tőzsdén nem jegyzett vállalatokba fektetik vagyontukát, és kik lehetnének azok, akiket valamilyen gazdaságpolitikai eszközzel ilyen befektetésre lehetne ösztönözni.

1.1.1 A magyar háztartások pénzügyi és ingatlanvagyonára

A magyar háztartások nettó pénzügyi vagyona nemzetközi összehasonlításban alacsony: a rendelkezésre álló jövedelem 98 százaléka szemben a hasonló országok egyensúlyi szintjeként becsült 150 százalékkal (*Vadas [2007]*). Ezzel szemben az ingatlan vagyon aránya a vagyonton belül nagyon magas (3,5-szöröse a pénzügyi vagyonnak, a következő ilyen magas arány Olaszországban található). A háztartások a fő vagyoneleme az ingatlan. *Vadas [2007]* az ingatlanok eladási árai alapján a háztartások ingatlanvagyonának 2006-os értékét 40 000 milliárd forintra becsülte.

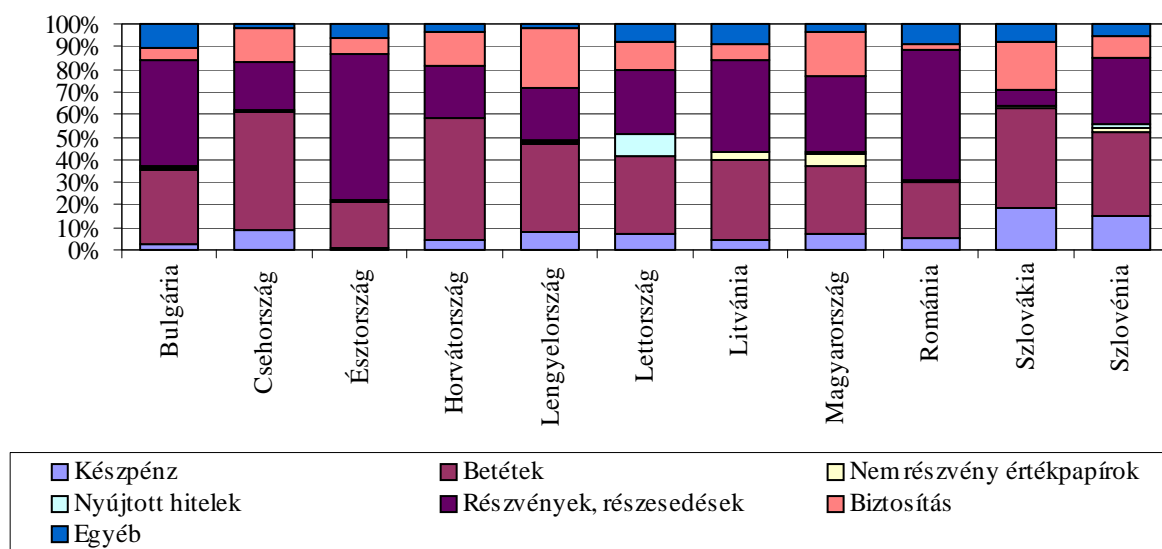
Ha a vagyonméret mellett megnézzük a pénzügyi vagyon szerkezetét, azt látjuk, hogy a magyar háztartások pénzügyi vagyonának szerkezete nem tér el jelentősen az európai országok vagyonszerkezetétől (*1. táblázat* és *1. ábra*). Annyi különbséget találunk, hogy viszonylag magas a készpénz aránya (csak Lengyelországban, Csehországban, Szlovéniában és Szlovákiában magasabb), a betétek aránya pedig viszonylag alacsony. A nem részvény értékpapírok és a biztosítások aránya is alacsonyabb az EU átlagánál, miközben a részesedések és részvények értéke magasabb.

1. táblázat. Különböző vagyonelemek aránya a háztartások pénzügyi vagyonán belül (2009-es adatok, százalék)

	Készpénz	Betétek	Nem részvény értékpapírok	Nyújtott hitelek	Részvények részesedések	Biztosítástechnikai tartalékok	Egyéb követelések
Ausztria	3,3	44,4	9,3	0,0	21,6	19,4	1,9
Belgium	2,5	29,4	9,1	0,0	33,0	25,0	1,1
Bulgária	2,5	33,3	0,1	0,8	47,2	5,7	10,4
Ciprus	1,9	62,5	3,3	0,0	20,9	8,2	3,2
Csehország	8,6	52,1	0,9	0,2	21,4	14,6	2,2
Dánia	0,8	20,6	4,8	0,0	22,9	49,1	1,7
Egyesült Királyság	1,1	27,7	0,8	0,4	13,8	53,2	3,0
Észtország	1,1	20,3	0,4	0,1	64,8	7,4	5,9
Finnország	1,7	34,7	2,0	0,1	39,5	19,5	2,6
Franciaország	1,2	27,9	1,6	0,6	23,9	38,8	6,0
Görögország	2,1	70,5	6,3	0,0	13,8	4,0	3,4
Hollandia	1,8	22,1	2,9	0,2	12,5	59,7	0,8
Horvátország	4,4	54,0	0,0	0,1	23,3	14,5	3,7
Írország	3,4	38,2	0,1	0,0	18,3	39,2	0,8
Lengyelország	8,2	38,8	0,6	1,2	22,8	26,5	1,9
Lettország	7,3	34,6	0,1	9,4	28,6	12,2	7,8
Litvánia	4,8	34,7	4,1	0,0	40,8	7,1	8,6
Luxembourg	3,9	46,7	15,9	0,6	18,5	14,4	0,0
Magyarország	7,5	30,0	5,2	0,8	33,4	19,7	3,4
Németország	4,1	34,2	7,8	n.a.	19,7	33,5	0,7
Norvégia	1,8	31,0	0,8	2,2	14,1	37,0	13,3
Olaszország	3,0	27,2	19,9	0,4	29,0	17,6	2,9
Portugália	1,0	36,0	5,3	7,6	28,0	18,0	4,2
Románia	5,2	24,8	0,7	0,1	57,9	2,3	9,0
Spanyolország	5,2	41,8	2,9	0,0	32,2	14,9	3,1
Svédország	1,3	17,4	2,9	0,2	35,7	40,9	1,5
Szlovákia	18,4	44,2	1,3	0,2	7,0	21,0	7,9
Szlovénia	14,8	37,6	1,3	2,4	28,6	9,8	5,5
EU átlag	n.a.	n.a.	6,1	0,4	22,5	34,9	2,8

Adatok forrása: Eurostat adatokból készített saját táblázat.

1. ábra. Különböző vagyonelemek aránya a háztartások pénzügyi vagyonán belül (2009-es adatok, százalék) kelet-közép-európai országokban.



Forrás: Eurostat adatokból készített saját ábra.

1.1.2 Tulajdoni részesedések a magyar háztartások vagyonán belül

Mivel az informális befektetőket vizsgáljuk, ezért a továbbiakban a vállalkozásokban szerzett tulajdoni részesedésekre koncentrálunk. Nemzetközi összehasonlításban (2. táblázat) a magyar háztartások tőzsdei és nem tőzsdei részvénytulajdona a portfolión belül viszonylag kis súllyal szerepel, ellenben az üzletrészek rendkívül magas arányt mutatnak. Csak Romániában és Bulgáriában tartják a háztartások a pénzügyi vagyonuk nagyobb részét üzletrészekben. Ha a vagyonelemek időbeli alakulását vizsgáljuk (2. ábra), akkor látható, hogy a nem tőzsdei részvény- és az üzletrész-vagyon egyenletes ütemben nőttek az utóbbi 15 évben, és 2010-re elérték az 1200, illetve 6000 milliárd forintos értéket. A tőzsdei részvényvagyon követi a tőzsdei ciklusokat: az ábrán is jól láthatók az 1998-as orosz válság, a 2001. évi „dotcom” és a 2008 őszi válság okozta visszaesések. A nem tőzsdei részvényeket, részesedéseket ezek a hatások kevésbé érintik.

2. táblázat. A háztartások pénzügyi vagyonának részvényekben és üzletrészekben tartott aránya (2009-es adatok, százalék)

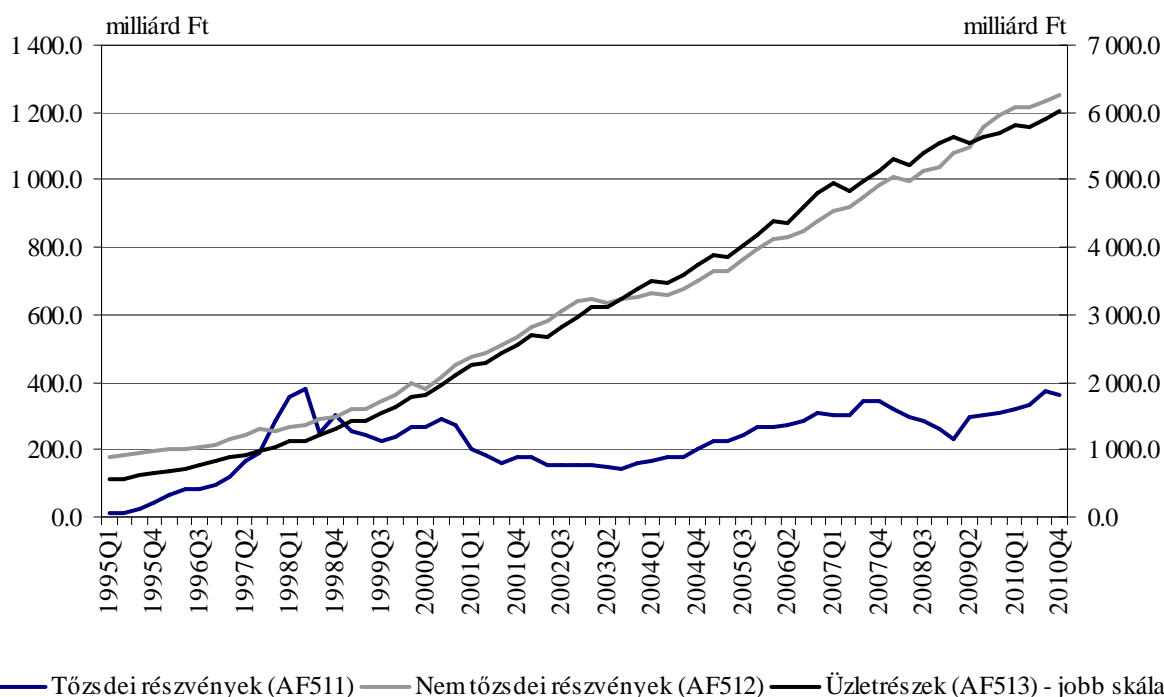
	Tőzsdei részvények ^a	Nem tőzsdei részvények	Üzletrészek
Ausztria	3.70	1.10	8.10
Belgium	4.10	11.00	4.50
Bulgária	2.20	13.50	31.00
Ciprus	7.50	13.40	0.00
Csehország	1.40	8.10	6.20
Dánia	4.10	7.10	5.10
Egyesült Királyság	3.70	5.40	2.20
Észtország	0.90	61.20	2.40
Finnország	13.30	13.20	5.20
Franciaország	3.30	9.00	3.80
Görögország	8.30	3.70	0.00
Hollandia	4.80	4.40	0.60
Horvátország	3.20	3.30	13.50
Írország	2.90	15.50	n.a.
Lengyelország	4.10	6.00	6.60
Litvánia	1.80	37.50	0.80
Luxembourg	4.40	0.00	0.00
Magyarország	1.10	4.40	21.00
Németország	3.30	0.60	3.90
Norvégia	2.40	6.50	0.30
Portugália	2.50	11.00	9.90
Románia	13.10	16.80	26.10
Spanyolország	6.60	13.80	3.40
Svédország	9.90	0.00	17.90
Szlovénia	5.60	2.90	14.30

Adatok forrása: Eurostat adatokból készített saját táblázat.

^a A részvények részvénytársasági formában működő vállalatok által kibocsátott értékpapírok. Az egyéb részesedések (üzletrészek) egyéb társasági formájú vállalatok (magyar esetben szövetkezetek, kft.-k, bt.-k, kkt.-k, kht.-k stb.) passzívái, melyek jogi értelemben nem értékpapírok, a statisztika azonban tulajdonviszonyt megtestesítő pénzügyi instrumentumnak tekinti őket.

A rendelkezésre álló makrostatisztikai adatok idáig terjednek, tehát csak a háztartási szektor aggregált vagyona ismert. Nincs információnk sem a vagyoni helyzet jövedelem szerinti eloszlásáról, sem pedig arról, hogy az üzletrész-vagyon mekkora része „saját” vállalatban birtokolt részesedés, és mekkora része a bevont befektetők által birtokolt üzletrész. Piackutatási felmérésekből tudjuk azonban, hogy saját bevallása szerint a lakosságnak alig több mint 20 százaléka rendelkezik pénzügyi megtakarításokkal². Ennek alapján valószínűsíthető, hogy az üzletrész-vagyon nagy része nem befektetést jelent, hanem „saját” vállalat tulajdonlását.

2. ábra. Magyar háztartások részvény és üzletrész vagyonának időbeli alakulása



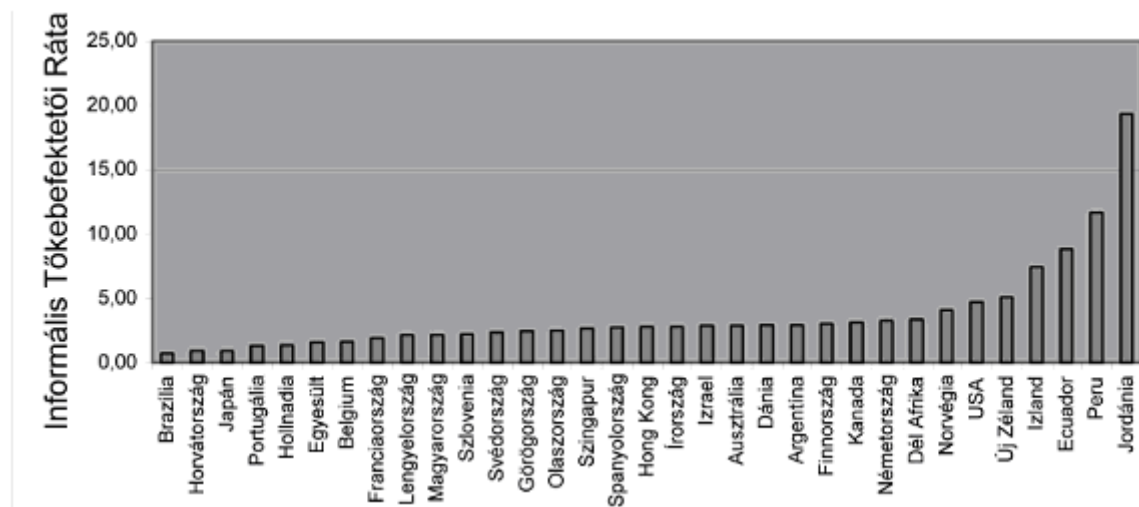
Forrás: MNB adatokból készített saját ábra.

Ezt a sejtést erősíti meg a Global Entrepreneurship Monitor (GEM) nemzetközi kutatás Magyarországra vonatkozó jelentése (Szerb [2005]), amely az informális befektetések mértékéről ad képet. A felmérés során definiáltak egy informális tőkebefektetési rátát, amely azt mutatja, hogy 18–65 éves felnőtt korosztály hány százaléka fektetett be a felmérést megelőző három évben olyan tőzsdén nem jegyzett cégbe, amely nem volt a sajátja. A 3. ábra az informális tőkebefektetési ráta nemzetközi összehasonlítását mutatja. Ebből látható, hogy Magyarországon a fenti definíció alapján a lakosság 2,2 százaléka tekinthető informális befektetőnek, ami nagyjából 144 000 személynek felel meg. Ez alatta marad a 2,91 százalékos világtátlagnak, de nem különbözik lényegesen az európai átlagtól (Makra – Kosztópulosz [2004]). Az eredmények további érdekessége, hogy az angolszász országok általában a lista elején találhatóak, kivéve az Egyesült Királyságot, ahol kisebb az informális tőkebefektetők aránya, mint Magyarországon. Ez elsőre meglepőnek tűnik, mivel Európában sokan a brit

² A Raiffeisen Bank és a GfK Hungária Piackutató Intézet 2010 eleji reprezentatív felmérése alapján a lakosság csupán 22,3 százaléka rendelkezik saját vélekedése szerint pénzügyi megtakarítással. Az arány kiszámolásához azokat vagyonelemeket vették csak pénzügyi megtakarításnak, amelyeket a megkérdezett annak tekintett. A felmérés egésze nem publikus, csak a sajtón keresztül ismerhetők meg részletek, lásd: http://hvg.hu/gazdasag/20100427_Raiffeisen_GfK_lakossagi_megtakaritas.

informális tőkepiacot tekintik a legfejlettebbnek. A magyarázat az, hogy a felmérés az egészen kicsi – jellemzően családi, rokoni, baráti – befektetéseket is számba veszi, amelyek mellett valójában eltölpül az „üzleti angyal” típusú, komolyabb befektetések száma. Az informális befektetési piacoknak éppen ezért a másik fontos jellemzője a tőkebefektetési ráta mellett a befektetett összegek nagysága. A magyar informális befektetési piac ebből a szempontból igen rosszul teljesít: a befektetett összegek rendkívül alacsonyak. *Szerb et al.* [2007] becslése szerint a GDP 0,23 százalékát teszik ki, szemben a 0,93 százalékos EU-átlaggal. A GEM-felmérésben részt vevő országok közül csak Brazíliában alacsonyabb az átlagos tőkebefektetés mértéke.

3. ábra. Az informális tőkebefektetési ráta alakulása (2001–2004 átlag)



Forrás: Szerb – Rappai [2005], 80. o.

Ha a 2001–2006. közötti GEM-felmérések összegzését tekintjük (*Kosztópulosz-Makra* [2007]), akkor az arányok tovább romlanak, ugyanis 2006-ra az informális tőkebefektetési ráta a 2001-es 2,2 százalékról 0,8 százalékra csökkent. Így a befektető személyek becsült száma is 105 000-re apadt.

Összegezve, a háztartások által birtokolt üzletrészek aránya rendkívül magas a pénzügyi vagyonekon belül, ám ezek nagy része „saját” vállalkozások tulajdonlását jelenti. Magyarországon az európai átlag körüli létszámú informális befektető van jelen, de ők meglehetősen alacsony összegeket bocsátanak a vállalkozók rendelkezésére. Ennek alapján a lehetséges gazdaságpolitikai cél nem az informális befektetők létszámának növelése, hanem a befektetett összegek nagyságának emelése. Ez úgy történhet, hogy a szűkebb rokoni-baráti körön kívül ösztönözzük a komolyabb, valódi befektetést jelentő tulajdonszerzést. Milyen egyéb vagyonelemek rovására történhet a megtakarítások ilyen átcsoportosítása? A legnagyobb „tartalék” talán az ingatlanvagyonban van. Ha az ingatlanba fektetett megtakarításoknak a tulajdonosaik akár csak egészen kis részét is a vállalkozások tőkefinanszírozásába csoportosítanák át, az utóbbi területén számottevő változást hozna.

1.2 A családtagoktól az üzleti angyalokig: kik és miért lesznek informális befektetők?

1.2.1 Az informális tőkebefektetők alaptípusai

Az informális tőkebefektetők legszembetűnőbb és legtöbbet elemzett csoportját az „üzleti angyalok” képezik. Az elnevezéssel eredetileg az újonnan induló informatikai cégekben fantáziát meglátó vagyonos magánszemélyeket illették, de ma már jóval általánosabb értelemben használják. Az üzleti angyalokat sokféleképpen definiálják. *Kosztópulosz* [2004a] az irodalmat áttekintve a következő jellemzőkkel ragadja meg őket: az üzleti angyalok „magánszemélyek, saját forrásaik felhasználásával töltenek be finanszírozó szerepkört”, mindeközben „tapasztalt vállalkozók, menedzserek, akik aktív közreműködésükkel szellemi tőkét is fektetnek a vállalkozásba”, „vagyonosak” és „részesedés [...] ellenében történő tőkejuttatás[uk] nem pénzügyi közvetítőkön keresztül történik, hanem közvetlen és személyes formában” (329–330. o.). *Makra* [2008] a fenti definíciókat azzal egészíti ki, hogy az üzleti angyalok olyan vállalatokba fektetnek be, amelyekkel azt megelőzően nem álltak családi vagy tulajdonosi kapcsolatban.

Az üzleti angyalok tulajdonképpen az informális tőkebefektetők közül a legfelkészültebbek, legprofesszionálisabbak, akik személyes humántőkéjükkel is jelentősen hozzájárulnak a finanszírozott vállalkozás sikeréhez.³ Érdekes őket egyfelől a formális kockázati tőkebefektetőkkel (*venture capital*) összevetni, másfelől pedig a többi informális befektető típust hozzájuk képest meghatározni.

Az üzleti angyal a formális kockázati tőkéshez hasonlóan elsősorban

- olyan zártkörűen működő társaságba fektet be, amely kiemelkedő növekedési potenciállal rendelkezik;
- részesedést szerez a céltársaságban, vagy hitelt nyújt, illetve ezek kombinációjával biztosít plusz finanszírozási forrást;
- a pénzügyi befektetés mellett szakmai és üzletvezetési téren is hozzáadott értéket szolgáltat;
- általában néhány éves időtávra fektet be, és a befektetés hozamát a cégből történő kiszálláskor, árfolyamnyereség formájában realizálja.

A kockázati tőke formális ágát az országos, vagy akár több országra kiterjedő regionális szinten szervezett kockázati tőkealapok és alapkezelők alkotják, amelyek leginkább intézményi befektetőktől gyűjtött forrásokat fektetnek be. A hazai piacon ugyanakkor jelen van néhány olyan kisebb alapkezelő is, ami az alapkezelő társaság tulajdonosainak magánvagyonával végez befektetéseket. Ezek az alapkezelők tulajdonképpen átmenetet képeznek a kockázati tőke formális és informális szegmensei között. Az utóbbiba tartozó üzleti angyalok saját személyes tapasztalatuk kiaknázásával és aktív közreműködéssel fektetik be rendelkezésre álló tőkéjüket.

Ha az üzleti angyalokat a többi informális befektetővel akarjuk összehasonlítani, hasznos kiindulópont *Sørheim – Landström* [2001] gyakran idézett tanulmánya, amely a hozzáértés és a beruházási aktivitás dimenziói mentén csoportosította a norvég informális befektetőket. A szerzők a kérdőíves felmérésre válaszoló 425 norvég befektetőből klaszterelemzéssel négy csoportot képeztek, amelyeket a következő nevekkel illettek: kereskedők, lottózó befektetők, analitikus befektetők és üzleti angyalok (3. táblázat). A *lottózó befektetőknek* csak

³ *Kosztópulosz – Makra* [2007] ezt úgy fogalmazza meg, hogy az üzleti angyalok az informális tőkebefektetők elitje.

korlátozottan vannak vállalkozói tapasztalataik. Alacsonyabb jövedelemmel és vagyonnal rendelkeznek, mint a többi befektető, aminek csak kicsi részét fektetik be tőzsdén nem jegyzett vállalatokba. Információikat leggyakrabban a médiából szerzik, ritkán fektetnek be más beruházókkal együtt, és a vállalatok irányításában is csak nagyon korlátozottan vesznek részt.

3. táblázat. Informális befektetők kategóriái

		Hozzáértés	
		alacsony	magas
Befektetési aktivitás	magas	Kereskedő befektetők	Üzleti angyalok
	alacsony	Lottózó befektetők	Elemző befektetők

Forrás: *Sørheim – Landström* [2001], 358. o.

A *kereskedő befektetőket* kiemeli a magas befektetői aktivitásuk, amelynek során átlagosan 4,5 üzletet kötöttek a kérdőíves felmérést megelőző 3 évben. Aktivitásuk ellenére nem rendelkeznek jelentős menedzseri vagy befektetési tapasztalatokkal. Viszonylag nagy a jövedelmük és a vagyonuk, amelynek jelentős részét fektetik a kiválasztott vállalatokba. A vállalatok irányításában korlátozottan vesznek részt. A befektetéseiket 3 évnél rövidebb ideig hajlandók tartani.

Az *elemző befektetőket* alacsony befektetési aktivitás, de viszonylag nagy befektetési és vállalat irányítási gyakorlat és hozzáértés jellemzi. Vagyonuknak csak kicsi részét fektetik tőzsdén nem jegyzett vállalatokba. A befektetési lehetőségekre legtöbbször barátok és ismerősök hívják fel a figyelmüket, és nagyon gyakran velük közösen fektetnek be a kiválasztott vállalatokba. Elsősorban regionális keretek között működnek.

Az *üzleti angyaloknak* egyszerre magas a befektetési aktivitása, átlagosan 7,3 befektetést hoztak tető alá a vizsgált 3 évben, emellett jelentős tapasztalatokkal rendelkeznek mind vállalatok vezetésében, mind pedig a befektetések értékelésében. Az üzleti angyalok esetében is gyakori, hogy közösen fektetnek be vállalatokba (ebben az együttműködésben lehetnek vezető befektetők vagy követhetnek egy másik vezető befektetőt). A befektetési lehetőségekről híreket leggyakrabban személyes vagy szakmai hálózatokon keresztül szerzik. Ezen felül hosszabb a befektetési horizontjuk, és nagyobb mértékben vesznek részt a vállalatok irányításában.

Más csoportosítást alkalmaz kanadai tapasztalatai alapján *Robinson – Cottrell* [2007], akik az informális befektetők három kategóriáját emelik ki: a kapcsolatorientált, a lehetőségorientált és az angyal befektetőket. Első kettő inkább kis összegeket szeret befektetni, otthonához közel és velük már korábbról kapcsolatban lévő személyek vállalkozásaiba. A lehetőségorientált csoportot az különbözteti meg, hogy ők elsősorban induló vállalkozásokat preferálnak. *Erikson et al.* [2003] pedig a norvég üzleti angyaloktól azokat az informális befektetőket különböztette meg, akik elsősorban családi vállalkozásokba fektetnek be. Eredményeik szerint a „családi angyaloknak” (*family angels*) ténylegesen eltér a viselkedésük: korábbi szakaszban finanszírozzák a vállalkozásokat, kevésbé diverzifikálják a portfóliójukat, és sokkal nagyobb mértékben vesznek részt a finanszírozott vállalat ügyeinek intézésben. A kilépési stratégiájuk is eltér, ugyanis a legtöbbször egyáltalán nem akarják eladni a részesedésüket.

Ezek a kategorizálások azonban figyelmen kívül hagyják az informális befektetők legszámosabb szegmensét, akik rokoni vagy baráti szívből adnak kölcsön vagy nyújtanak tőketámogatást egy-egy vállalkozáshoz („love money”). A Global Entrepreneurship Monitor nemzetközi összehasonlító vizsgálata alapján átlagosan az informális befektetők 50 százaléka rokonoknak, 29 százaléka barátoknak, szomszédoknak, 11 százaléka munkatársaknak ad kölcsön, és csak 8 százaléka idegeneknek (*Bygrave et al.* [2003]). Magyarországon különösen nagy azoknak az aránya, akik előzetes szoros személyes kapcsolataikba „ágyazzák” a befektetéseiket. A 2001. és 2004. közötti GEM alapján 125 magyar informális befektető közül mindössze 2 fektetett be olyan személy vállalkozásába, akit nem ismert.

Az üzleti angyalok és a családi, baráti segítségnyújtók között talán a legfontosabb különbség, hogy az előbbiek saját vállalkozói-menedzseri tapasztalataikkal is segíteni tudják a vállalkozásokat. A tudásuk egyszersmind a rossz üzleti tervek kiszűrését és a támogatott vállalkozó hathatós ellenőrzését is lehetővé teszi. Ebből kiindulva a befektetők egy olyan általánosabb tipológiáját is felírhatjuk, amely a pénzügyi mellett a nem pénzügyi segítségnyújtást is figyelembe veszi. *Avdaitchikova* [2008] a svéd üzleti angyalok körében négy befektetői szerepet különített el annak alapján, milyen pénzügyi és nem pénzügyi forrásokkal járultak hozzá a befektető a vállalat működéséhez (4. táblázat). A befektető nyújthat tudást vagy tőkét vagy mindkettőt. Ha mindkét dimenzió mentén alacsony a befektető hozzájárulása, akkor „mikro-befektetőként” nem befolyásolja a vállalat működését.

4. táblázat. Különböző befektetői szerepek

		Nem pénzügyi forrásokkal történő hozzájárulás	
		Alacsony	magas
Pénzügyi forrásokkal történő hozzájárulás	magas	Tőkét nyújtó szerep	Klasszikus üzleti angyal szerep
	alacsony	Mikro befektető szerep	Tudást nyújtó szerep

Forrás: *Avdaitchikova* [2008], 62. o.

Ha az informális befektetők egészen tág körét vizsgáljuk, akkor is felfedezhetjük ezeket a különböző befektetői jellemzőket, szerepköröket. A GEM adatok alapján *Szerb – Rappai* [2004] 4 klaszterre bontotta a 97 hazai informális befektetőt (5. táblázat). A klasztert képző karakterisztikák közül a legfontosabbak: a kor, a vállalkozásba befektetett összeg, a befektető és a befektetett közötti kapcsolat jellege, az iskolai végzettség és a vállalkozás indításhoz szükséges ismeretek megléte. Tehát elsősorban demográfiai karakterisztikák dominálnak, és hiányzik a felsorolásból a háztartások jövedelmi helyzete, és hogy cégtulajdonosok-e, vagy sem. *Szerb – Rappai* [2004] szerint a vállalkozás tulajdonlása a befektető – nem befektető határvonal esetében fontos, a csoportosításnál már nem.

5. táblázat. A magyar informális tőkebefektetők klaszterei (Szerb – Rappai [2004])

Változó csoport	Szignifikancia	1	2	3	4
Nő		1,33	1,42	1,45	1,60
Kor (6 kategória)	***	1,63	3,10	4,05	3,95
Végzettség (4 kategória)	***	2,54	2,97	3,00	2,15
Összeg (4 kategória)	***	2,08	2,42	3,50	1,70
Kapcsolat (5 kategória) ^a	***	1,21	3,90	1,09	1,45
Tulajdonos		0,21	0,23	0,27	0,05
Képesség	**	0,63	0,74	0,77	0,35
Alkalmazott		1,00	0,90	0,86	0,85
Elemszám (összesen 97)		24	31	22	20

Forrás: Szerb – Rappai [2004], 89. o.

^a Kapcsolat 5 kategóriája: (1) közeli családtag; (2) más rokon; (3) munkatárs; (4) barát/szomszéd; (5) idegen.

Megjegyzés: *** 1%-on, ** 5%-on szignifikáns.

Az 1. klaszterbe 30 körüli, alkalmazotti státuszban álló férfiak kerültek. A teljes népesség átlagánál magasabb vállalkozói ismeretekkel rendelkeznek. Elsősorban kisebb összegeket fektetnek be, ami összhangban áll az életpálya kezdetén rendelkezésre álló alacsonyabb vagyoni szinttel. A befektetési célpontot kizárólag a családi vagy rokonok cégei jelentik számukra. Szerb – Rappai [2004] szerint ők jelentik a jövő informális befektetőit, és idővel valószínűleg nagyobb összegeket fognak befektetni, és a befektetésre érdemesnek tartott vállalatok köre is bővülni fog.

A 2. klaszterbe tartozó befektetők kizárólag nem családi vállalkozásba fektettek. Itt a baráti és munkatársi kapcsolatok domináltak. Középkorúak és majdnem mind felsőfokú végzettséggel rendelkeznek. Az átlagnál magasabb körükben a cégtulajdonosok száma. Háromnegyedük állítja, hogy birtokában van a vállalkozásindításhoz szükséges ismereteknek.

A 3. klaszter fekteti be a legmagasabb összegeket (átlagosan 1 709 000 forintot), de kizárólag családtagok, és kettő kivételével közeli családtag által birtokolt cégben. Ezek a befektetők 50 évesek, felsőfokú végzettséggel rendelkeznek, körükben legmagasabb a cégtulajdonosok aránya, és több mint háromnegyedük birtokában van a vállalatindítási ismereteknek. Talán rájuk illene legjobban az üzleti angyal megnevezés, ha nem családi cégeket preferálnának.

A 4. klaszterbe főleg idősebb nők kerültek. Általában középfokú végzettséggel rendelkeznek, és ők fektetik be a legkisebb összegeket, átlagosan 226 000 forintot. Ők rendelkeznek a legkevesebb vállalat indítási ismerettel és körükben legalacsonyabb a cégtulajdonosok aránya. Elsősorban közeli családtag vállalatába fektetik a pénzüket. Szerb – Rappai [2004] őket sorolja a „love money” kategóriába.

Érdekes, hogy a két legnagyobb tapasztalattal rendelkező klaszter befektetési célpontjai között nincsen átfedés. Még a 2. klaszterbe tartozók kizárólag barátok által tulajdonolt cégekbe fektetnek be, addig a 3. klaszter szereplői kizárólag családi cégeket preferálnak.

Szlovén és horvát megfigyelésekkel bővített adatbázison Szerb *et al.* [2007] végezte el a fenti klaszterezést, de ebben az esetben 7 klasztert különböztettek meg. A fenti eredményekkel összhangban a fő klaszterképző változók ebben az esetben is a demográfiai változók, amik kiegészülnek az informális befektető származási országával. A magyar informális befektetők azokba a klaszterekbe kerültek leginkább, amelyek családi alapon fektetnek be (a magyar informális befektetők 71 százaléka került ilyen kategóriákba, szemben szlovén befektetők 52 százalékával). A szlovén befektetők között magasabb a nagyobb összegeket befektetők aránya is (30 százalék, szemben a magyar informális befektetők 13 százalékával). Az üzleti angyal klaszterbe (nagyobb összegeket fektet be, „idegen” vállalatokba) a magyar minta alig 2,6

százaléka került, szemben a szlovén informális befektetők 9,6 százalékával. Ezek az eredmények is azt mutatják, hogy a magyar informális befektetők jelentős része családtagok vagy rokonok vállalatait támogatja, kisebb összegekkel.

1.2.2 Az informális tőkebefektetések hozamai

A felkészült és az amatőr befektetők közötti különbségre legélesebben a befektetéseik eltérő hozamai világítanak rá. *Riding* [2008] kanadai informális befektetők hozamait vizsgálva négy csoportot különített el: egyrészt annak alapján, hogy a személyek befektettek-e rokonok vagy barátok tulajdonában lévő vállalatokba; másrészt aszerint, hogy milyen mértékben vettek részt ezeknek a vállalatoknak munkájában, esetleg irányításában.

6. táblázat. Különböző informális befektető csoportok hozamai

Hozam	Lehetséges angyal (%)	Vállalkozó (%)	Aktív love money (%)	Passzív love money (%)
	- nem fektet be rokon vagy barát cégébe - nem vesz részt napi szinten a vállalat működésében	- nem fektet be rokon vagy barát cégébe - napi szinten részt vesz a vállalat működésében	- rokon vagy barát cégébe fektet be - napi szinten részt vesz a vállalat működésében	- rokon vagy barát cégébe fektet be - nem vesz részt napi szinten a vállalat működésében
Elveszített befektetés	26,7	50,2	47,3	62,4
1-50% hozam	40,7	38,8	37,0	25,8
50+% hozam	32,6	11,0	15,7	11,8

Forrás: *Riding* [2008], 365. o.

A 6. táblázat alapján is jól látszik, hogy az üzleti angyalok és a többi informális befektető hozamai között nagyok a különbségek az üzleti angyalok javára. *Bygrave – Hunt* [2005] a GEM-felmérés alapján azt találták, hogy az informális befektetőknek, akiknek jelentős része családtag, rokon, barát vagy kolléga, 34 százaléka nem is reménykedik abban, hogy a befektetését visszakapja, és csak alig 5 százalékuk reménykedik kiemelkedő hozamban. A medián befektetési idő 2 év, de az informális befektetők 2 százaléka 20 évnél is hosszabb időre ad kölcsön.

Mason – Harrison [2002] azt találta, hogy az általuk vizsgált üzleti angyalok beruházásainak 34 százaléka a befektetett összeg teljes elvesztésével zárult, 13 százalék enyhén veszteséges vagy éppen nem veszteséges, és csak a befektetések 23 százaléka eredményez 50 százaléknál magasabb megtérülést. A szerzők összehasonlítják ezeket a hozamokat a kockázati tőke által elért eredményekkel, és jelentős eltéréseket találnak (7. táblázat).

7. táblázat. Az informális és formális kockázati tőke beruházások hozamának összehasonlítása

Belső megtérülés	Kockázati tőke alap befektetései (%)	Informális kockázati tőke befektetései (%)
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

Forrás: Mason – Harrison [2002], 224. o.

A formális kockázati tőkealapoknak több befektetésük veszteséges, az informális befektetők esetében pedig gyakoribb a gyenge hozamot produkáló befektetés. Körülbelül ugyanannyi a jól teljesítő vállalat mindkét esetben. Mason – Harrison [2002] arra következtet ebből, hogy az üzleti angyalokat sokkal jobban motiválja, hogy elkerüljék a bukást, minthogy megtalálják a várhatóan legjobban teljesítő vállalatot. Ez a magatartás gyökerezhet abban, hogy kevés a lehetőségük portfoliójuk diverzifikálására. Mégis képesek ugyanolyan arányban kiemelkedő hozamokat is elérni, mint a kockázati tőkealapok kezelői. Lehetséges, hogy jobban ki tudják választani a befektetéseiket, vagy pedig részvételük a vállalat irányításában és egyéb hozzáadott értékük segíti a vállalatokat ilyen hozamok elérésében.

Összegezve, az informális befektetések hozamai jelentősen eltérhetnek egymástól, attól függően, milyen tapasztalatokkal rendelkezik a befektető. A tapasztalatlan befektetők nagyobb valószínűséggel veszítik el a befektetéseiket, a tapasztalt üzleti angyalok viszont képesek arra, hogy a kockázati tőkealapoknál jobb eredményeket érjenek el. A vállalkozásokba történő tőkebefektetés kockázata jelentős. Ezért fontos, hogy olyan személyeket ösztönözzünk, akik reálisan fel tudják mérni és megfelelő eszközökkel kezelni, mérsékelni tudják a felmerülő kockázatokat. A személyes – családi, baráti, közeli ismerősi – körben nyújtott kölcsönök, tőketámogatások („love money”⁴) megtérülési arányai nemzetközi tapasztalatok szerint rosszak. Bár fontos szerepük lehet az induló vállalkozások finanszírozásában, kifejezett kormányzati támogatásuk komolyan felveti azt a veszélyt, hogy rossz, nem megalapozott befektetési döntéseket támogatunk. Az elsődlegesen ösztönözendő befektetői csoportot ezért a kellő üzleti tapasztalattal rendelkező vállalkozók és menedzserek – a tág értelemben vett üzleti angyalok – képezik. Egyrészt nekik lehet meg a megfelelő humántőkéjük ahhoz, hogy fel tudják mérni egy-egy vállalkozás üzleti tervében rejlő kockázatokat. Másrészt ők képesek leginkább arra, hogy mérsékeljék, kordában tartásuk ezeket a kockázatokat. Harmadrészt, a passzívabb, illetve kevésbé tapasztalt befektetők az üzleti angyalokhoz társulhatnak, és neki delegálhatják a befektetési kockázatok csökkentéséhez szükséges funkciókat. A továbbiakban ezért elsősorban a felkészült, tapasztalt befektetőkre koncentrálunk.

⁴ Angolul gyakran 4F-nek nevezik ezeket a befektetőket, ahol az f-k a *founder, family, friend and fools/follhardy* (alapító, család, barátok és bolondok/vakmerők) szavakat jelelik, ami szemléletesen érzékelteti ezen befektetők körét (Bygrave [2004]).

1.2.3 Az üzleti angyalok személyes jellemzői

A különböző országokban és mintákon végzett kutatások elsősorban az üzleti angyalként kategorizált befektetők személyes jellemzőit tárták fel, és sok szempontból nagyon hasonló eredményekre vezettek. *Brettel* [2003] német mintájában az átlagos üzleti angyal 48 éves férfi, nagyobb városban lakó, tapasztalt üzletember, aki már több vállalatot alapított, és/vagy 12 év menedzsment-tapasztalattal rendelkezik (jellemzően a high-tech vagy pénzügyi szektorban). *Stedler – Peters* [2003] ezt a képet azzal egészíti ki, hogy a német angyalok elsősorban információs technológiai cégekbe fektetik a pénzüket, és csak másodsorban abba az iparágba, amelyben a tapasztalataikat szerezték. Hasonló a kép az ausztrál angyalok esetében is. Ők is férfiak, főleg középkorúak; általában tudományos vagy üzleti háttérrel rendelkeznek, legtöbbjük már vett részt korábban is vállalatok alapításában. Éves jövedelmük 50 000 és 300 000 dollár körül alakul, míg a felhalmozott vagyonuk 750 000–5 000 000 dollár között szóródik. Legtöbbször 100 000 és 500 000 dollár közötti összeget fektetnének be szívesen (*Hindle – Wenban* [1999]). Érdekes eredményre jutott *Paul et al.* [2003] egy skót üzleti angyalokról gyűjtött 140 fős felmérés során. Azt találta ugyanis, hogy az angyalok nagy részének nincs *kisvállalkozásokhoz* kapcsolódó tapasztalata. A többi jellemzőjük a szokásos: középkorú férfiak, akik pénzügyi, marketing vagy értékesítési területen szerzett tapasztalataik alapján választanak a befektetések közül. Eszerint tehát fontos a korábbi üzleti tapasztalat, de annak nem feltétlenül kell *kisvállalkozásokhoz* kötődnie. (A skót mintában egyébként a legtöbb angyal a feldolgozóiparban dolgozott korábban.) *Månsson – Landström* [2006] két alkalommal (1992-ben és 2004-ben) is megvizsgálták a svéd informális befektetők viselkedését. Bár a makrokörnyezet változásával összefüggésben változott a viselkedésük (rosszabb gazdasági helyzetben több kisebb befektetést preferáltak, és teljes vagyonuk kisebb részét fektették tőzsdén nem jegyzett vállalatokba), az alapvető jellemzőik mindkét mintában megfeleltek az eddig kialakult képnek: főleg férfiak (96 százalék), átlagosan 56 évesek, és 11 éves informális befektetői tapasztalattal rendelkeznek. Mindössze 2 százalékuknak nincs semmilyen korábbi (*kis- vagy közepes vállalkozásban vagy nagyvállalatnál szerzett*) menedzseri tapasztalata.

A magyar üzleti angyalokról készült legátfogóbb vizsgálat *Makra – Kosztópulosz* [2006] tanulmánya. A szerzők a minta összeállításához 28 fő nevét gyűjtötték össze, akikről hírek, szakértői vélemények és korábbi ismereteik alapján fel lehetett tételezni, hogy tőzsdén nem jegyzett vállalatokba fektetnek be üzletszerűen. A 28 személyből 18 foglalkozott ténylegesen tőkebefektetéssel, akik közül 14 fő töltötte ki a kérdőívet. Majd 2004-2005-ben célzott megkeresések során nyolc fővel bővítették a mintát. Erre az (igen kicsi) mintára alapozva arra megállapításra jutottak, hogy a magyarországi üzleti angyalok majdnem mindenben megfelelnek a nemzetközi jellemzőknek (8. táblázat): döntően férfiak, középkorúak és felsőfokú végzettséggel rendelkeznek (14 gazdasági, 5 műszaki diplomával rendelkezik). Lakhelyüket tekintve 15-en budapesti, illetve Pest megyei lakosok, 4-en a Dél-Alföldön, ketten pedig a Dél-Dunántúlon élnek. 86 százalékuk felmérés időpontjában is saját céget vezetett, és átlagosan 11,6 éves vállalkozói tapasztalattal rendelkezett. Érdekes, hogy alig van eltérés a norvég, brit, amerikai és magyar angyalok éves jövedelme között (ugyancsak lenti táblázat). További érdekesség, hogy az azonosított befektetők közül négyen nem magyar állampolgárok és további három személy kettős állampolgár. Öten közülük korábban angolszász területen éltek, ahol az informális kockázati tőke befektetések jóval ismertebbek és népszerűbbek, mint Magyarországon.

8. táblázat. Az üzleti angyalok néhány jellemzőjének nemzetközi összehasonlítása

	Amerikai Egyesült Államok	Nagy-Britannia	Ausztrália	Norvégia	Finnország	Svédország	Németország	Magyarország
Kor (év)	47 (medián)	53 (átlag)	40 (medián)	47 (átlag)	39% 41-50 éves 28% 51-60 éves	38% 45-54 éves 35% 55-64 éves	48 (átlag)	42 (átlag)
Nem (%-a férfi)	95	99	100	97	100	n.a.	100	100
Éves jövedelem (ezer Ft)	18 900 (medián)	17 020 (átlag)	37 800 (átlag)	16 023 (átlag)	n.a.	60% 19 110 <	52 500 – 104 790 ^a (medián)	10 000 felett ^b
Vagyon (ezer Ft)	157 500 (medián)	115 440 (átlag)	420 000 (átlag)	86 100 (átlag)	n.a.	57% 38 220 <	1 050 000 – 2 100 000 (medián)	275 000 (medián) ^c
Végzettség (%-a diplomás)	72	n.a.	67	n.a.	85	n.a.	n.a.	86
Vállalkozói tapasztalat van (%)	83	57	n.a.	46	95	96	75	91
Befektetési aktivitás (az elmúlt három évben)	2	2	n.a.	3,7	n.a.	3	4,8	4,6
A befektetés átlagos mérete (ezer Ft)	12 369	3 700	n.a.	16 023	62 724	15 260	42 000	16 361 ^d
Minta (fő)	435	86	36	425	38	52	48	22

Forrás: Kosztopoulos - Makra [2006] 139. o. (az amerikai adatok forrása Gaston [1989], a briteké Harrison – Mason [1996], az ausztráloké Hindle – Lee [2002], a norvégeké Reitan – Sørheim [2000], a finneké Lumme et al. [1998], a svédeké Landström [1993] és a németeké Brettel [2003]).

^a A háztartás jövedelme ^b 16 válasz alapján, nettó jövedelem

^c A kérdőív a befektethető tőkére kérdezett rá. 16 válasz alapján a becslés arra a feltételezésre épül, hogy a befektető a vagyona 20 százalékát hajlandó üzleti angyal befektetésre fordítani.

^d 18 válasz alapján

Megjegyzések: valutaárfolyamok: 210 HUF/USD, 250 HUF/EUR, 370 HUF/GBP, 128 HUF/DEM.

A korábbi vállalkozói-menedzseri tapasztalatok fontosságát erősíti meg az üzleti angyalok attitűdjeinek elemzése is. Lindsay [2004] eredményei alapján minden olyan tényező, ami ahhoz szükséges, hogy jó vállalkozó váljon valakiből (proaktivitás, innováció, kockázat vállalás), szükséges ahhoz is, hogy sikeres üzleti angyallá váljon. Hasonló eredményre jut magyar mintán Szerb – Rappai [2005]. A GEM-adatbázisra alapozott vizsgálatuk szerint abban, hogy kiből válik informális befektető, nagyobb szerepe van a vállalkozói attitűdöknek, mint a demográfiai jellemzőknek. Abban pedig, hogy mekkora összeget hajlandók befektetni, fontos vízvonalat jelent a cégvezetési és vállalkozói tapasztalatok megléte. Szerb et al. [2007] szintén arra a következtetésre jutott, hogy a korábbi tulajdonosi tapasztalat fontosabb választóvonalat jelent az informális befektetővé válásban, mint hogy családi kapcsolatban állnak-e vállalkozóval vagy sem.

Összegezve, az empirikus felmérésekből egyértelműen kitűnik, hogy az üzleti angyalok legtöbbször férfiak, középkorúak és vagyonosak. Rendelkeznek ismeretekkel vállalatok alapításában és vezetésében, és több tíz éves munkatapasztalatuk van egy adott területen vagy iparágban. Az elérhető töredékes információk arra utalnak, hogy a magyar üzleti angyalok demográfiája nem tér el a nemzetköz értékektől. További fontos empirikus megfigyelés, hogy az ismerősi körben befektetők között is megjelennek az üzleti angyalokhoz nagyon hasonló típusú, felkészültségű személyek.

1.2.4 A magántőke-befektetők hozzáadott értéke

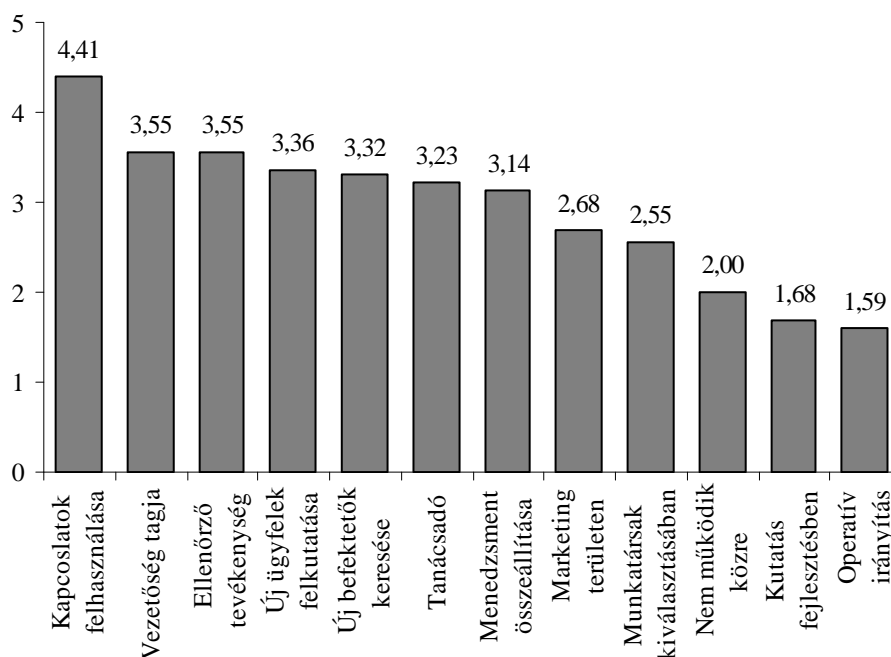
Láttuk, hogy a magántőke-befektetők nem csak pénzügyi segítséget nyújthatnak egy vállalkozásnak, hanem gyakran vállalatvezetési tapasztalatokkal is rendelkeznek, ezért a vállalat irányításához tanácsokat is tudnak adni.⁵ Az iparágra vonatkozó tapasztalataik, regionálisan kiterjedt üzleti és ismerősi hálózatuk pedig segíthetnek erőforrások megszerzésében vagy megfelelő partnerek kiválasztásában. Az informális befektető szerepét jobban befolyásolja, hogy a befektetőnek milyen (pénzügyi és nem pénzügyi) erőforrások állnak rendelkezésére, és milyen erőforrásokat hajlandó nyújtani, mint az, hogy az adott vállalatnak milyen erőforrásokra van szüksége a befektetés során (Avdaitchikova [2008]).

Az üzleti angyalok körében mindenütt kiemelt szerep jut a nem pénzügyi segítségnyújtásnak. Például a *Paul et al.* [2003] által megkérdezett skót üzleti angyalok háromnegyede segítette a vállalatokat menedzsment-tudásával, üzleti kapcsolataival és további források megszerzésében nyújtott segítséggel. A német angyalok szerint is az a legfontosabb hozzáadott értékük, hogy mozgósítani tudják kapcsolataikat és *coaching* ismereteiket a vállalkozások érdekében (Brettel [2003]).

Makra – Kosztopulosz [2004] felmérésük során szintén megkérdezték a magyar üzleti angyaloktól, milyen szerepben működnek közre a finanszírozott vállalkozásban. Az eredmények alapján (4. ábra), a legtöbb magyar üzleti angyal a nemzetközi empirikus eredményekkel összhangban szintén hasznosítja meglévő üzleti kapcsolatait a vállalkozás érdekében. Ezen kívül a vállalatvezetés tagjává is válik, segít az ellenőrzésben és a menedzsment összeállításában.

⁵ *Kosztopulosz – Makra* [2007] ezt vállalatfejlesztő szerepnek nevezi.

4. ábra. Az angyalbefektető közreműködése a finanszírozást kapott vállalkozásnál



Forrás: Makra – Kosztopoulos [2006], 145. o.

Megjegyzés: Likert skálán mérve (1 – egyáltalán nem fontos, 5 – legfontosabb). A közreműködés érinthet egy-egy szakterületet (például marketing, emberi erőforrás gazdálkodás, kutatás fejlesztés), tevékenységet (például új befektető keresése, kapcsolatok kamatoztatása), és jelentheti egy funkció (vezetői poszt) betöltését is.

Az üzleti angyalok befektetéseinek sikerében tehát nagyon fontos tényező, hogy milyen ismereteket, tapasztalatokat tudnak hasznosítani a finanszírozott vállalat érdekében. A magyar tapasztalat ezen a téren egybecseng a nemzetközi tapasztalattal, miszerint az üzleti angyalok pénzügyi tőkéjükön túl a társadalmi tőkéjükkel, vezetői ismereteikkel tudnak legtöbbet segíteni a vállalatokon.

1.2.5 Az informális befektetők motivációi

Egy bank esetében senki nem kételkedne, hogy annak tevékenységét kizárólag pénzügyi megfontolások vezérik. Míg azonban egy bank mások pénzét fekteti be, és mások elvárásainak kell megfelelnie, egy üzleti angyal saját forrásait teszi kockára, és így a gazdasági motivációkon felül más személyes szempontok is szerepet játszhatnak a befektetési döntéseiben (Kosztopoulos [2004a]).

Sullivan – Miller [1996] az üzleti angyalok motivációi alapján három csoportot különített el (9. táblázat). Az első a gazdasági befektető, aki a hozam miatt vállalkozik a befektetésre. Ők azok, akik nagyobb kockázatot érzékelnek, és emiatt nagyobb hozamot is várnak el. A hedonista befektető számára saját jó érzése a legfontosabb, ennek érdekében kis összegeket fektet be sok vállalatba, gyakran csoportosan. Élvezik a vállalkozás folyamatát és aktívan részt is vesznek a vállalatok irányításában. A három csoport közül ők a leginkább elégedettek a befektetési alakulásával. A harmadik csoportba az altruista befektetők tartoznak, őket leginkább az motiválja, hogy társadalmilag, morálisan helyes dolgot cselekszenek, azzal hogy beruházásaikkal új vállalkozások indításában segítenek. Ebből eredően ők tartják leghosszabb

ideig a befektetéseiket. *Sullivan – Miller [1996]* a három csoport felvázolásával azt akarta elsősorban bizonyítani, hogy az üzleti angyalok nem képeznek homogén csoportot. Ennek gazdaságpolitikai következményei is vannak, hiszen a különböző csoportokat más-más eszközökkel lehet nagyobb beruházásra ösztönözni. Így például az altruistákat a tevékenységük társadalmi jelentőségének hangsúlyozásával, a hedonistákat pedig talán az érdekes, izgalmas sikertörténetek nyilvánossá tételével, illetve lehetőség biztosításával az élményeik megosztására.

9. táblázat. Befektető klaszterek karakterisztikái (*Sullivan – Miller [1996]*)

Gazdasági befektető	Hedonista befektető	Altruista befektető
- csak pénzügyi motivációk fontosak	- ők érzékelik legalacsonyabbnak a kockázatot	- a társadalmi motivációkat tartják a legfontosabbnak
- ők keresik a legnagyobb hozamot	- valószínűbb, hogy csoportosan ruháznak be	- kevésbé érdeklí őket a pénzügyi hozam, mint a többieket
- ők érzékelik legnagyobbnak a kockázatot	- valószínűbb, hogy hitelt és tulajdonrészt egyaránt birtokoljanak	- inkább kis befektetéseket preferálnak
- tulajdonrészt részesíti előnyben	- mind a pénzügyi és nem pénzügyi motivációkat fontosnak tartják	- legtürelmesebbek a befektetés pénzre váltásával kapcsolatban
- ő befektetési idejük a legrövidebb	- élvezi, hogy részt vehet a vállalkezési folyamatban	- hajlamosak inkább csak saját magukra számítani mások helyett
- nagyobb befektetések jellemzik	- ők a legelégedettebbek a befektetéseikkel	- legvalószínűbb, hogy középkorúak
- legkevésbé elégedett a beruházásaival	- kisebb az esélye, hogy középkorúak, és valószínűbb, hogy 55 év felettek	
- leggyakrabban hagyatkozik ismerős befektető ajánlásaira		

Forrás: *Sullivan – Miller [1996]*, 33. o.

Más empirikus eredmények összhangban vannak a fenti csoportosítással. *Paul et al. [2003]*, felmérése alapján a skót befektetőket leginkább a tőkéjük növelése motiválja befektetésre, de a részidős elfoglaltság és élvezeti faktorok fontos szempontot jelentenek. Az adózási előnyök viszont alig ösztönzik a befektetőket, miközben háromnegyedük igénybe veszi őket. *Brettel [2003]* alapján a német befektetőket elsősorban a szórakozás vonzza a befektetésekben (81 százalékuk értékelte ezt a szempontot nagyon fontosnak), ezen felül szeretnének segíteni induló vállalkozásoknak (50 százalék), és magas tőkemegtérülést elérni (46 százalék). Feltűnő viszont hogy az adózási megfontolások és a közösség elismerésének kivívása a fontossági sorrend végére kerültek. Ezek alapján *Brettel* hobbi piacnak nevezi a német informális kockázati tőke piacot (*Brettel [2003]* 255. o.). *Stedler – Peters [2003]* szintén német informális kockázati tőke befektetőkre vonatkozó eredményei némileg eltérnek ettől, esetükben a legfontosabb motivációnak a menedzsment tapasztaltok átadása számított, csak ezt követte a hozamok kihasználása és az induló vállalkozásban nyújtott segítség okozta elégedettség. *Freear et al. [1994]* arra kereste a választ, miben különböznek az amerikai üzleti angyalok a hasonló demográfiai jellemzőkkel rendelkező egyénektől, akik nem válnak informális befektetővé (a kiválasztás alapja az ingatlanvagyon volt). A két csoport befektetési szokásai nem nagyon térnek el egymástól. Azok, akik nem fektetnek be, vagyonuk kisebb részét lennének csak hajlandók közvetlenül tőzsdén nem forgalmazott vállalatokba fektetni, jobban szeretnék, ha a potenciális vállalat inkább növekedési szakaszban állna, és a befektetést jobban motiválná a diverzifikáció. *Harrison – Mason [2002]* szintén az anyagi,

társadalmi és személyes motivációk keverékét találták az angol üzleti angyalok esetében. A az értékelési sorrendben a magas tőkehozamok, a vállalkozásban történő részvétel okozta személyes elégedettség és jövőbeli jövedelem követik egymást.

Makra – Kosztopulosz [2004] a magyar üzleti angyalok motivációit is vizsgálta. Ez alapján a következő eredményre jutottak (10. táblázat): a legfontosabb motiváló tényező a magyar üzleti angyalok esetében is a magas megtérülés. A sorrendben második és harmadik legfontosabb motiváló tényező viszont már hedonista (szakmai kihívás és a befektetés öröme). Az altruista tényezők, úgy mint a közösség elismerése vagy a társadalom számára fontos termék előállítás, viszont hátrébb szorultak a sorrendben. *Makra – Kosztopulosz* [2004] *Sullivan-Miller* [1996] és a fentebb már idézett *Brettel* [2003] eredményeivel is összehasonlíttja saját eredményeit. A németeknél a hedonista motivációk fontosabbak, mint az anyagiak. az amerikai mintában pedig elsődlegesek a jövedelmet és megtérülést kísérő megfontolások és csak ezeket követik az altruista és hedonista megfontolások. *Makra – Kosztopulosz* [2004] az egyes országok eltérő hagyományaival, szokásaival magyarázza a különbségeket. Magyarországon a vállalkozók társadalmi megbecsültsége, tekintélye igen alacsony (Csíte [2009]). Vélhetően ezzel az ellenséges légkörrel is összefügg, hogy a magyar befektetőket nem hajtja a társadalom elismerése.

10. táblázat. A befektetés magyar, német és amerikai üzleti angyalok körében

Befektetési motívum	Magyar		Német		Amerikai	
	N=22		N=48		N=214	
	rang	érték	rang	érték	rang	érték
Az átlagon felüli megtérülésben bízva	1.	4,55	3.	3,58	1.	3,99
Mert számomra szakmai kihívást jelent	2.	3,82	4.	3,06	–	–
Kedvtelésből, e tevékenység örömet okoz	3.	3,45	1.	4,58	6.	2,43
Jövőbeli osztalékért	4.	3,09	10.	1,16	–	–
Hogy támogassam a fiatal vállalkozókat	5.	2,19	2.	3,84	7.	2,38
Hogy egy barátoknak vagy családtagoknak segítssek	6.	2,14	7.	1,74	4.	2,79
A társadalom számára fontos termékek előállítását segítem	7.	2,05	6.	2,26	8.	2,2
Rendszeres kiegészítő jövedelem megszerzése céljából	8.	1,82	–	–	2.	3,47
Adózási megfontolások	9.	1,77	8.	1,54	3.	2,85
Egy közösség, társadalmi csoport megbecsülésének kivívásáért	10.	1,71	9.	1,46	9.	1,71
Befolyásom legyen egy vállalkozás felett	–	–	5.	2,58	5.	2,61

Forrás: *Makra – Kosztopulosz* [2006], 141. o. (a német adatok eredeti forrása *Brettel* [2001], az amerikaiaké *Sullivan-Miller* [1996]).

Megjegyzés: A magyar és amerikai véleményeket 1-5-ig terjedő skálán mérték, a német kutatás három fokozatot állított fel: nagyon fontos, fontos, nem fontos, és az eredményeket százalékos formában szemlélítette. Hogy a német értékek is kompatibilisek legyenek, a nagyon fontos 5-ös, a fontos 3-as, a nem fontos 1-es súllyal szerepel. Az így keletkezett értékekből felállított rangsor megegyezett a szerző által szerkesztett rangsorral.

A fenti eredmények alapján a jövedelmi mellett a legtöbb esetben, beleértve a magyart is, megjelennek „hedonista” és „altruista” motivációk is, amelyekre érdemes lehet építeni. A magyar esetben különösen az élményszerűség motivál, tehát az ösztönzés során fontos ezt figyelembe venni. Az altruista motiváció erősítéséhez pedig vélhetően a vállalkozások által nyújtott társadalmi haszon elismertségének növelésén keresztül vezet az út.

1.3 Összegzés

Magyarországon az európai átlag körüli létszámú informális befektető van jelen, de ők meglehetősen alacsony összegeket bocsátanak a vállalkozók rendelkezésére. Ennek alapján a lehetséges gazdaságpolitikai cél nem az informális befektetők létszámának növelése, hanem a

befektetett összegek nagyságának emelése. Ez úgy történhet, hogy a szűkebb rokoni-baráti körön kívül ösztönözzük a komolyabb, valódi befektetést jelentő tulajdonszerzést. A legnagyobb megtakarítás-tartalék valószínűleg az ingatlanvagyonban van.

Az informális befektetések hozamai jelentősen eltérhetnek egymástól, attól függően, milyen tapasztalatokkal rendelkezik a befektető. A tapasztalatlan befektetők nagyobb valószínűséggel veszítik el a befektetéseiket, ezért fontos, hogy olyan személyeket ösztönözzünk, akik reálisan fel tudják mérni és megfelelő eszközökkel kezelni, mérsékelni tudják a felmerülő kockázatokat. Az elsődlegesen ösztönözendő befektetői csoportot a kellő üzleti tapasztalattal rendelkező vállalkozók és menedzserek – a tág értelemben vett üzleti angyalok – képezik. A passzívabb, illetve kevésbé tapasztalt befektetők az üzleti angyalokhoz társulhatnak, és nekik delegálhatják a befektetési kockázatok csökkentéséhez szükséges funkciókat.

Az üzleti angyalok pénzügyi tőkájükön túl a társadalmi tőkájükkel, vezetői ismereteikkel tudnak legtöbbet segíteni a vállalatokon. Magukat a befektetőket pedig az anyagi mellett „hedonista” és „altruista” motivációk is ösztönzik, amelyekre érdemes lehet építeni.

1.4 Irodalom

- AVDEITCHIKOVA, SOFIA [2008]: On the structure of the informal venture capital market in Sweden: developing investment roles. *Venture Capital* 10. 1. 55 – 85.
- BRETTEL, MALTE [2003]: Business angels in Germany: A research note. *Venture Capital* 5. 3. 251 – 268.
- BYGRAVE, WILLIAM D. [2004]: Financing entrepreneurs and their ventures. In REYNOLDS, PAUL D. – BYGRAVE, WILLIAM D. – AUTIO, ERKKO [2004]: GEM 2003 Global Report. Babson College 57-65.
- BYGRAVE, WILLIAM D. – HUNT, STEPHEN A. [2005]: Global Entrepreneurship Monitor. 2004. Financing Report. Babson College and London Business School.
- ERIKSON, TRULS – SØRHEIM, ROGER – REITAN, BJØRNAR [2003]: Family angels vs. other informal investors. *Family Business Review* 16. 3. 163-171.
- FREEAR, JOHN – SOHL, JEFFREY E. – WETZEL, WILLIAM E. JR. [1994]: Angels and non-angels: are there differences? *Journal of Business Venturing* 9. 2. 109-123.
- GASTON, R. J. [1989]: Finding private venture capital for your firm. A complete guide. Wiley, New York.
- HARRISON, RICHARD T. – MASON, COLIN M. [1996]: Informal venture capital. in HARRISON, RICHARD T. – MASON, COLIN M. (SZERK.) [1996]: Informal venture capital. Evaluating the impact of business introduction services. Woodhead-Faulkner, Hemel Hempstead, 3-26. o.
- HARRISON, RICHARD T. – MASON, COLIN M. [2002]: Barriers to investment in the informal venture capital sector. *Entrepreneurship & Regional Development* 14. 3. 271-287.
- HINDLE, KEVIN – WENBAN, ROBERT [1999]: Australia's informal venture capitalists: An exploratory profile. *Venture Capital* 1. 2. 169 – 186.
- KOSZTOPULOSZ, ANDREÁSZ [2004a]: Befektetők vagy angyalok? Az informális kockázati tőkebefektetések motivációi. in CZAGÁNY L. – GARAI L. (SZERK.) [2004]: A szociális identitás, az információ és a piac. SZTE Gazdaságtudományi Kar Közleményei 2004. JATEPress, Szeged, 327-341.
- KOSZTOPULOSZ ANDREÁSZ – MAKRA ZSOLT [2006]: Az üzleti angyalok vállalkozásfinanszírozó és – fejlesztő tevékenysége. in MAKRA ZSOLT (SZERK.) [2006]: A kockázati tőke világa. Aula, Budapest, 123-151.

- KOSZTOPULOSZ, ANDREÁSZ – MAKRA, ZSOLT [2007]: Az informális tőkebefektetők és üzleti angyalok szerepe az új innovatív vállalkozások finanszírozásában. in MAKRA ZSOLT (SZERK) [2007]: A technológia orientált kisvállalkozások jellegzetességei és fejlesztése Magyarországon. Universitas Szeged Kiadó, Szeged, 67-99.
- LAHTI, TOM [2011]: Categorization of angel investments: an explorative analysis of risk reduction strategies in Finland. *Venture Capital* 13. 1. 49 - 74.
- LANDSTRÖM, HANS [1993]: Informal venture capital in Sweden and some international comparison. In CHURCHILL, N. C. – BIRLEY, S. – DOUTRIAUX, J. – GATEWOOD, E. J. – HOY, F. S. – WETZEL, WILLIAM. E. JR. (SZERK.) [1993]: *Frontiers of entrepreneurship Research 1993*. Babson College, Wellesley, 496-510. o.
- LUMME, A. – MASON, COLIN M. – SUOMI, M. [1998]: *Informal venture capital: investors, investments and policy issues in Finland*. Kluwer Academic Publisher, Dordrecht.
- MAKRA, ZSOLT [2008]: *Informális kockázati tőke befektetők Magyarországon*. Doktori értekezés tézisei, Pécsi Tudományegyetem Közgazdaságtudományi Kar, Regionális Politika és Gazdaságtan Doktori Iskola, Pécs.
- MAKRA, ZSOLT – KOSZTOPULOSZ, ANDREÁSZ [2004]: Az üzleti angyalok szerepe a növekedni képes kisvállalkozások fejlesztésében Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, 51. 7. 717-739.
- MÅNSSON, NILS - LANDSTRÖM, HANS [2006]: Business angels in a changing economy: The case of Sweden. *Venture Capital* 8. 4. 281 – 301.
- MASON, COLIN M. – HARRISON, RICHARD T. [2002]: Is it worth it? The rates of return from informal venture capital investment. *Journal of Business Venturing* 17. 3. 211-236.
- NOFSINGER, JOHN R. – WANG, WEICHENG [2011]: Determinants of Start-up Firm External Financing Worldwide. *Journal of Banking & Finance*, megjelenés előtt.
- PAUL, STUART – WHITTAM, GEOFF – JOHNSTON, JIM B. [2003]: The operation of the informal venture capital market in Scotland. *Venture Capital* 5. 4. 313 – 335.
- PROWSE, STEPHEN [1998]: Angel investors and the market for angel investments. *Journal of Banking & Finance* 22. 6-8. 785-792.
- REITAN, BJORNAR – SØRHEIM, ROGER [2000]: The informal venture capital market in Norway – investor characteristics, behaviour and investment preferences. *Venture Capital* 2. 2. 129 – 141.
- RIDING, ALLAN L. [2008]: Business angels and love money investors: segments of the informal market for risk capital. *Venture Capital* 10. 4. 355 – 369.
- ROBINSON, MICHAEL J. – COTTRELL, THOMAS J. [2007]: Investment Patterns of Informal Investors in the Alberta Private Equity Market. *Journal of Small Business Management* 45. 1. 47-67.
- SCHOLTENS, BERT [1999]: Analytical Issues in External Financing Alternatives for SBEs. *Small Business Economics* 12. 2. 137-148.
- SCHWARZKOPF, JIMMY – LÉVESQUE, MOREN – MAXWELL, ANDREW [2010]: How entrepreneurs-in-residence increase seed investment rates. *Venture Capital* 12. 1. 65 – 81.
- SØRHEIM, ROGER [2003]: The pre-investment behaviour of business angels: a social capital approach. *Venture Capital* 5. 4. 337 – 364.
- SØRHEIM, ROGER - LANDSTRÖM, HANS [2001]: Informal investors - A categorization, with policy implications. *Entrepreneurship & Regional Development* 13. 4. 351 – 370.
- STEDLER, HEINRICH – PETERS, HANS HEINRICH [2003]: Business angels in Germany: An empirical study. *Venture Capital* 5. 3. 269 – 276.
- SULLIVAN, MARY KAY – MILLER, ALEX [1996]: Segmenting the Informal Venture Capital Market: Economic, Hedonistic and Altruistic Investors. *Journal of Business Research* 36. 1. 25-35.

- SZERB LÁSZLÓ (SZERK) [2005]: Vállalkozásindítás, vállalkozói hajlandóság, és a vállalkozási környezeti tényezők alakulása. Magyarországon a 2000-es évek első felében. Global Entrepreneurship Monitor
- SZERB LÁSZLÓ – RAPPAI GÁBOR [2005]: A kezdő vállalkozások finanszírozása és az informális tőkebefektetők jellemzői Magyarországon. In SZERB LÁSZLÓ (SZERK.) [2005]: Vállalkozásindítás, vállalkozói hajlandóság, és a vállalkozási környezeti tényezők alakulása Magyarországon a 2000-es évek első felében. Global Entrepreneurship Monitor 2004, 75-98.
- SZERB, LÁSZLÓ – RAPPAI, GÁBOR – MAKRA ZSOLT – TERJESEN, SIRI [2007]: Informal Investment in Transition Economics: Individual Characteristics and Clusters. Small Business Economics 28. 2-3. 257-271.
- VADAS, GÁBOR [2007]: Wealth Portfolio of Hungarian Households – Urban Legends and Facts. Magyar Nemzeti Bank, MNB Occasional Paper Series 68.
- VAN OSNABRUGGE, MARK [2000]: A comparison of business angel and venture capitalist investment procedures: An agency theory-based analysis. Venture Capital 2. 2. 91 – 109.

2. SZÜKSÉGÜK VAN-E A KIS ÉS KÖZEPES VÁLLALKOZÁSOKNAK INFORMÁLIS MAGÁNTŐKE-BEFEKTETŐKRE?

Az informális tőkebefektetések kínálati oldalát a kis- és közepes vállalkozások jelentik. Szükségük van-e nekik a magántőkére, és ha igen, milyen mennyiségben és feltételekkel? Hogy választ kapjunk erre a kérdésre, először is röviden áttekintjük a kkv-k nemzetgazdasági szerepét, majd megvizsgáljuk a finanszírozási igényeiket. Arra vagyunk kíváncsiak, a többi finanszírozási forma hagy-e olyan „részt”, amelyet az informális magánbefektetők sikeresen betölthetnek. Amellett érvelünk, hogy egy vállalkozás finanszírozási igényei és lehetőségei szorosan összefüggenek a vállalkozás életciklusával. Az informális befektetők legjobban az induló és a korai növekedési szakaszban lévő vállalatok igényeihez illeszkednek.

A stabilabb, érettebb vállalkozások esetében a magánbefektetők a vállalkozások felhalmozott belső forrásaival és az intézményi finanszírozók (bankok, szervezett tőkepiacok) versenyével szembesülnek. Megvizsgáljuk, milyen keretek között vehetik fel velük a versenyt.

Az informális befektetések volumenét az informális tőkepiac keresleti és kínálati oldala együtt alakítja ki. A fejezetet ennek a „piaci egyensúlynak” a bemutatásával zárjuk. Áttekintjük a befektetések nagyságrendjét a fontosabb nemzetközi és a rendelkezésre álló hazai tanulmányok alapján.

2.1. A kis- és középvállalkozások szerepe a gazdaságban

Az OECD-országokban kis- és középvállalkozások a foglalkoztatás több mint felét adják. Az Európai Unió területén a cégek 99 százaléka a kkv-szegmensbe tartozik, és 92%-uk mikrovállalkozás⁶. Tehát a tipikus európai cég mikrovállalkozás (*Audretsch et al.* [2009]). Az EU területén 2002-2007 között létrejött munkahelyek 84 százalékát a kkv-k hozták létre. Ez az arány nagyobb, mint a foglalkoztatásban betöltött szerepük (67 százalék). Ugyanakkor a kkv-k gyakrabban is szűnnek meg, és a munka alacsonyabb termelékenysége jellemzi őket. Ezt mutatja az is, hogy a kis- és középvállalkozások a hozzáadott érték 52 százalékát állították elő, ami alacsonyabb, mint a foglalkoztatási arányuk (*Audretsch et al.* [2009]). A vállalatok méret és iparágak szerinti megosztását foglalja össze a 11. táblázat. A kkv-k aránya a vendéglátásban és az építőiparban a legnagyobb, a bányászatban és a közüzemi szolgáltatások terén a legkisebb. Arányaiban a legtöbb kkv a szolgáltatási szektorban, azon belül a kereskedelem és javítás területén működik (32 százalék), szemben a nagyvállalatokkal, amelyek legnagyobb hányada (44 százalék) ipari termeléssel foglalkozik.

⁶ 10-nél kevesebb, átlagosan 2 foglalkoztatottal működő vállalkozás.

11. táblázat. Vállalatok iparági eloszlása az EU-27-ben 2007-ben

szektor	vállalatok száma			vállalatonként átlagosan foglalkoztatott személyek száma
	kis- és közép vállalkozás	nagy vállalkozás	összesen	
bányászat	22000	300	22300	37
feldolgozó ipar	2357000	19000	2376000	15
villamosenergia-, gáz-, vízellátás	29000	1100	30100	56
építőipar	2914000	2500	2916500	5
kereskedelem, javítás	6491000	6600	6497600	5
szálláshely- szolgáltatás, vendéglátás	1729000	1300	1730300	5
szállítás, raktározás, távközlés	1243000	3500	1246500	10
ingatlanügyek, gazdasági szolgáltatások	5625000	8500	5633500	5
összesen	20409000	43000	20452000	6

Forrás: Audretsch et al. [2009], 13. o.

Ahogy a következő, 12. táblázat mutatja, az újonnan belépett tagországok jellemzői arányaiban majdnem azonosak a régi tagállamokéval, mind a vállalatok, mind pedig a foglalkoztatottak eloszlásában. A táblázat harmadik részében látható, hogy a magyar arányok annyiban térnek el, hogy a foglalkoztatásban nagyobb szerepet kapnak a kis- és közepes vállalkozások, miközben az átlagos vállalatméret mind a kkv-kon belül, mind pedig az összes vállalat tekintetében kisebb az új és a régi tagországok átlagánál is. Ugyanakkor a munka termelékenysége is kisebb mindkét vizsgált országcsoport átlagánál.

12. táblázat. Kis- és középvállalatok megoszlása a régi (EU-15) és az új (EU-12) EU tagországok között 2007-ben

változó	egység	EU-15 ^a			EU-12 ^a			Magyarország ^b		
		kkv	nv ^c	összes	kkv	nv	összes	kkv	nv	összes
vállalatok száma	1000 darab	16249	33	16282	4160	10	4170	740	1	741
foglalkoztatottak száma	1000 fő	71047	35102	106150	16862	7793	24655	2339	737	3076
foglalkoztatottak száma	százalék régió=100	67	33	100	68	32	100	76	24	100
átlagos vállalatméret	fő	4	1062	7	4	803	6	3	864	4
hozzáadott érték	százalék régió=100	58	42	100	52	48	100	53,4	46,6	100
munka-termelékenység ^d	1000 euró/fogl.	45	66	52	14	27	18	10,1	25,4	13,8

^a Audretsch et al. [2009], 23. és 30. o.; ^b Kállay et al. [2009], 43. o.; ^c 250 főnél többet foglalkoztató nagyvállalat (nv.); ^d hozzáadott érték tényezőkölségén / foglalkoztatottak száma.

2.2. Finanszírozási rés

Az *Eurobarometer* [2007]-es felmérése szerint a kis és közepes vállalkozások leggyakrabban a kereslet vásárlóerejét emelték ki mint a felmérést megelőző 2 év legfőbb problémáját. Ezt követték az állami szabályozási okozta nehézségek, a képzett munkaerő hiánya, az infrastruktúra hiányosságai, és a sorban csak hatodik volt a finanszírozási források korlátozottsága. Magyarországon az EU átlagánál valamelyest (de nem sokkal) rosszabb a helyzet a finanszírozás terén, de hasonlít a szlovák és a lengyel szituációhoz. Míg az EU-ban átlagosan a válaszadók 21 százaléka említette a problémái között a finanszírozást, Magyarországon 29 százalék, Szlovákiában és Lengyelországban pedig 27-27 százalék.

A percepcióknál a tények súlyosabb gondokra utalnak. Az *Eurobarometer* [2006] eredménye szerint Magyarországon a kis- és közepes vállalkozásoknak csak 70 százaléka használ valamilyen külső finanszírozási formát. Az újonnan csatlakozott országok közül ennél egyedül Litvániában kisebb ez az arány.

További figyelemre méltó adalék, hogy az *Eurobarometer* [2007] alapján a globális pénzügyi válságot megelőző időszakban a magyar vállalkozásoknak 13 százalékponttal nagyobb hányada érezte úgy, hogy romlott, nem pedig javult a finanszírozáshoz történő hozzáférése. Ennek a tényezőnek a romlása azonban meg sem közelíti az állami szabályozás vagy a munkaerő árában érzékelt negatív elmozdulást (állami szabályozás esetében 63 százalékpont a különbség azok között akik javulást, és akik romlást érzékelték, ugyanez a nettó különbség a munkaerő esetében 76 százalékpont).

Ez alapján általánosságban a finanszírozási lehetőségek korlátozott volta nem a legnagyobb probléma sem az európai, sem a magyar kis és közepes vállalkozások életében. Ez összhangban áll az *OECD* [2006] eredményeivel is, amelyek szerint az OECD-országokban a kis és közepes vállalkozások körében nincs általános „finanszírozási rés”. Ugyanakkor az innovatív kisvállalkozások sok országban szembesülnek finanszírozási nehézségekkel.

2.2.1 A vállalat életciklusa és finanszírozása

Egy vállalkozásnak életciklusa különböző időszakaiban különféle okokból eltérő mennyiségű tőkére van szüksége. Ezeket mutatja be a *13. táblázat*. Magvető időszakban, a vállalat koncepciójának kidolgozásakor a befektetőnek kis mennyiségű tőkét kell biztosítania, hogy a vállalat képes legyen kidolgozni egy olyan üzleti tervet, amivel az induló tőkét meg tudja szerezni. Az induló tőkével kezdődik meg a termékfejlesztés és a bevezetéshez szükséges marketing, ez akár 1 évet is igénybe vehet. A növekedési szakaszban a vállalat bevezeti a terméket, elkezd a termelést és a terjeszkedést. Bár a vállalat már előrehaladt, még nincs 5 éves, és nem biztos, hogy profitot termel. Az érett növekedési szakaszban a vállalat termelési kapacitást növel, földrajzilag terjeszkedik, és elkezd fontolgatni a tőzsdéi bevezetést, ehhez áthidaló és vegyes – tőkét és hitelt kombináló – finanszírozásra lehet szüksége (*Sohl* [1999]).

13. táblázat. Kockázati tőke kereslete és kínálata

Életciklus / szakasz	Magvető	Induló	Korai növekedési	Érett növekedés
Kínálat	Alapítók	Üzleti angyalok, angyal szindikátusok		Kockázati tőke alap
Kereslet	Üzlet tervezés	Termékfejlesztés és kezdő marketing		Termelő kapacitás növelése, földrajzi terjeszkedés
Tőkeszükséglet (USD)	25 000	100 000	2 000 000	5 000 0000
Rés = kereslet – kínálat				

Forrás: Sohl [2003], 107. o., és Gullander és Staffan [2003] 7. o. alapján.

Nem mindig könnyű azonban megszerezni a különböző szakaszokhoz a szükséges forrásokat. Különösen nehéz ez az induló és működésük kezdeti szakaszában lévő vállalatoknak, akik túl kicsik ahhoz, hogy a bankok és a kockázati tőkebefektetéseket végző szervezetek foglalkozzanak velük (*Kosztopoulos – Makra [2004]*). Ez a tőkehiány alakítja ki az *elsődleges finanszírozási rést*.

Induló vállalatokat ez azért sújtja különösen, mert még nem áll rendelkezésükre olyan vagyonelem vagy elégséges *cash-flow*, ami biztosítékként szolgálhatna, nincs hitelfelvételi múltjuk vagy követhető előéletük. Ezek nélkül a bankok nehezen tudnak megfelelő finanszírozást nyújtani. Ráadásul a bankok gyakran nem tudják jól felmérni az innovatív vállalatok üzleti terveiben lévő kockázatokat. A hitelt nyújtó bank a visszafizetés kockázatát nem tudja egyszerűen a törlesztéshez előírt kamatszint megfelelő mértékű növelésével kompenzálni, mert a kamatszint emelkedése kontraszelekción és morális kockázati problémát is okoz. Egyrészt éppen a rossz adósok vennék fel a hitelt az adott feltételekkel, másrészt ha nagyon magas az adósságszolgálat mértéke, az lerontja a vállalkozó motivációját, ezzel együtt pedig a megtérülés valószínűségét. A hitelezők ezért „hiteladagolásra” (*credit rationing*) kényszerülnek, vagyis kénytelenek a hitelfelvevőt alapos vizsgálatnak és ellenőrzésnek alávetni. Sok esetben a gazdaságosan végrehajtható minimális tranzakciós méret meghaladja a vállalkozások finanszírozási igényeit.

Hasonló méretgazdaságossági akadályai vannak annak is, hogy formális kockázati tőke elégítse ki az induló vállalatok tőkeigényét, bár az ő kockázatkezelési módszereik jobban illeszkednek az induló, innovatív, gyorsan növekvő vállalkozásokhoz. Az informális befektetések általában kisebb nagyságrendűek a formális kockázati tőke ügyleteinél, az angyalok ugyanis leginkább abban a szegmensben aktívak, ahol a tőkealapoknak fix költségeikből és egyéb kööttségeikből kifolyólag nem éri meg befektetni. Egy ügylet a befektetett összegtől részben független adminisztratív költségekkel jár (tárgyalási eljárás,

átvilágítás, monitoring, stb.), továbbá a saját alkalmazottak és az alap egyéb működési költségeit is fedezni kell. De az alapok lejáratí ideje és más tényezők is hatással vannak a minimális befektetési összegre.

Akár tőke-, akár hitelnyújtás vagy ezek kombinációja útján valósul meg a befektetés, a kockázati tőke annyiban kedvezőbb a klasszikus hitelfinanszírozásnál, hogy nem kapcsolódik hozzá rendszeres adósságszolgálat, hanem a kifizetéseket a cég jövőbeli teljesítménye határozza meg. Ez egyrészt azért előnyös, mert a kapott tőkét nem terhelik olyan költségek, amelyek a növekedést akadályozhatják. Másrészt pedig a befektető kockázatvállalási hajlandósága sem jelent korlátot, a hitelfinanszírozás megtérülési görbéje ugyanis konkáv, a tőkefinanszírozásé viszont konvex, vagyis felülről nem limitált (Tirole 2006). Hitelfinanszírozás esetében a hitelező megtérülését a megszabott kamat jelenti, azon felül a társaság teljesítménye a kifizetést nem befolyásolja (kivéve természetesen a csődöt, illetve felszámolást). A tőkét szolgáltató finanszírozó viszont épp ellenkezőleg csak a hiteltörlesztési kötelezettség után fennmaradó nyereségből remélhet kifizetést. A befektető cserébe számos garanciát kéri, amik annak biztosítását szolgálják, hogy a rendelkezésre bocsátott tőkét megfelelő módon használja fel a portfólió-társaság. E garanciák jelentős mértékű beleszólást jelentenek a társaság működésébe, amelyekbe beletartozhat a stratégiai döntéseket érintő hozzájárulás és vétőjog, a menedzsment eltávolításának joga, az üzletvezetésben való részvétel, egyéb elsőbbségi jogok a vállalkozóval szemben és a társaságból történő kiszállást szabályozó jogosultságok. Ez egyben az egyik legfőbb ok, amiért a vállalkozók szeretnék elkerülni a külső tőkebefektetőket: nem szívesen engednek másnak beleszólást a cégük működésébe. A tőkebevonás hasznait és a velejáró kötelezettségeket velősen összefoglalja az a megállapítás, miszerint a kockázati tőke a céltársaság bukása esetén a legolcsóbb, siker esetén viszont a legköltségesebb finanszírozási forma (Osman 1996).

Kosztópulosz – Makra [2004] a tőkerés mellett hasonlóan fontosnak tartja az ismeretek hiányát. Ez alapján egy induló vállalkozásnak kisebb összegekre és nagyobb tudástranszferre van szüksége, mint amit a szervezett tőkepiac nyújtani hajlandó. Ebbe a finanszírozási részbe illeszkedhetnek finanszírozóként az első fejezetben bemutatott üzleti angyalok, egyedül vagy csoportosan, szindikátusokat alkotva. Ahogy *Karsai* [2009a] megfogalmazza: az illeszkedés azért is jó, mert mind összegben, mind pedig egyéb hozzáadott értékben éppen azt kínálják, amire a vállalatoknak szükségük van.

A 13. táblázatban szerepel egy *másodlagos finanszírozási rés* is, amely *Sohl* [1999] szerint az amerikai piacokon az 1990-es évek során alakult ki, amikor a kockázati tőke alapok egyre nagyobb ügyeleteket kezdtek el finanszírozni, egyre későbbi életciklus szakaszban lévő vállalatok esetében.⁷ Ez azonban nem az induló, hanem a már növekedési szakaszba érkező vállalatok számára jelenthet problémát.

Az informális és formális kockázati tőke egymást követi a forrásszerzési sorrendben, de valamennyire átfedi egymást a két befektetői csoport érdeklődési területe. Felmerülhet a kérdés, hogy inkább kiegészítik egymást vagy pedig versenyeznek a befektetési lehetőségekért. *Aernoudt* [1999] a különbségek közül azt emeli ki, hogy a formálisak inkább a termékhez és a piachoz kapcsolódó kockázatokra koncentrálnak, miközben az informális befektetők inkább a vállalkozókra. Lóverseny hasonlattal élve, a formális befektetők inkább a lóra fogadnak, miközben az informális befektetők a zsoké esélyeit latolgatják. Tehát az üzleti angyaloknak a vállalkozó karakterisztikái fontosabbak, min az ötlet. Kompetencia, lojalitás, a

⁷ *Jensen* [2002] szerint a 2001-es dotcom lufi kipukkanása után a kockázati tőke társaságok végleg kiszálltak az induló vállalkozások finanszírozásából, még nagyobb teret engedve az üzleti angyaloknak. *Sohl* [2003] is feljebb tolja a másodlagos finanszírozási részt (*Sohl* [1999] még 1 millió és 2,5 millió USD közé teszi, *Sohl* [2003] már 2 és 5 millió USD közé).

vállalat vezetésének képessége, megbízhatóság és karizma – ezek azok a tulajdonságok, amelyekkel rendelkeznie kell. Különbséget jelent az is, hogy a vállalat életciklusának különböző szakaszaiban fektetnek be legtöbbször: az informális kezdő és magvető szinten lépnek be, a formális befektetők inkább növekedési szakaszban. Mivel másképpen tekintenek a vállalatokra és más a befektetési preferenciájuk, így jól kiegészítik egymást a finanszírozási sorban.

Harrison – Mason [2000] Nagy-Britanniában elemezte, miképpen egészítik ki egymást a formális és informális kockázati tőke befektetők. Olyan eseteket vizsgált, amikor a formális és informális kockázati tőke befektetők együtt fektettek be társfinanszírozóként, egymást követték a finanszírozásban, vagy az üzleti angyal ajánlotta a kockázati tőkealapnak a vállalatot. Érdekes módon a leggyakoribb eset az volt, amikor kockázati tőke ajánlotta a vállalatot az üzleti angyalnak. *Harrison – Mason* [2000] azt találta, hogy az ehhez hasonló együttműködések sokkal gyakoribbak, mint eredetileg gondolták. Társfinanszírozás esetén a kockázati tőke-társaság átvilágítja és kontrollálja a menedzsmentet, míg az üzleti angyal a vállalatnak segít, azaz mindkét fél saját komparatív előnyeire koncentrál.

2.2.2 Érettebb vállalkozások finanszírozása magántőkeből: franchise, részvénykibocsátás, kkv-tőzsde

Az indulás nehézségein túljutott, bejáratott vállalkozások esetén is lehet helye a magántőke-befektetéseknek. Itt azonban az üzleti angyal jellegű befektetés nem jön szóba, mivel maga a vállalkozó is kellő tapasztalattal rendelkezik, és aligha enged már beleszólást másnak a vállalkozása irányításába. Ezért két másik, speciális lehetőségre irányítjuk a figyelmünket. Az első a franchise, vagyis amikor egy vállalkozás a sikeres üzleti modelljét, technológiáját adja tovább újabb vállalkozóknak, akik (részben) a saját tőkéjüket fektetik be. A másik lehetőség, hogy a fejleszteni kívánó vállalkozás részvénykibocsátással próbál (passzív) befektetőket szerezni informális vagy a hagyományos a tőzsdénél lazábban, megengedőbben szabályozott keretek között.

Franchise

Érettebb, sikeres vállalkozásoknál a külső finanszírozás egyik speciális formájaként is felfogható a franchise. A franchise-rendszer alapvetően olyan szerződéses kapcsolatot jelent, amelyben a felek egyike a másik fél termékét vagy szolgáltatását árusítja, illetve üzleti modelljét, technológiáját használja, annak szakmai támogatása és ellenőrzése mellett, profitmegosztással. A közgazdasági irodalom korábban a tőkebevonást a franchise formájú terjeszkedés fő motiváló tényezőjének tartotta, ez a tézis mára azonban empirikusan és – ami talán fontosabb – elméletileg is megkérdőjeleződött (*Raynaud* [2008]). A gyakorlati tapasztalatok szerint az új üzletnyitás tőkeköltségének növekedésével a franchise-ba adott üzletek száma is csökken, továbbá gyakran előfordul, hogy a franchise-tulajdonos nyújt pénzügyi támogatást a franchise felhasználójának. Az egyik elméleti ellenérv, hogy a tőkebevonás alternatív módja lenne, ha az egységes társasági portfólión belüli részesedést ajánlana fel a tulajdonos. Ez a befektető számára kisebb kockázattal járna, így kevésbé költséges megoldás lenne. A másik elméleti ellenérv, hogy a franchise-kapcsolat lényege nem a finanszírozás, hanem az, hogy egy sajátos ösztönzőrendszert hoz létre, amely bizonyos szerződéses kapcsolatokban jól működik, másutt viszont nem.

Dnes [1999] szerint a franchise tulajdonképpen átmeneti szervezeti formát jelent a hierarchia és a piac között. A franchise létjogosultsága egyrészt az ellenőrzési költségekből fakadhat: egymástól távol levő üzletek esetében ugyanis elengedhetetlen ösztönzési eszköz a

profitmegosztás. Az ellenőrzés ettől függetlenül nem szűnhet meg teljesen, mert az a minőség romlásával az egész üzletlánc nyereségességét veszélyeztetheti. További motiváló tényező lehet a keresési költségek csökkentése, a franchise ugyanis viszonylag költséghatékonyan teszi lehetővé lokális piaci információ gyűjtését. A megállapodás része a legtöbb esetben a márkanév és a know-how használatára vonatkozó jogosultság és kötelezettség, valamint a felek feltartási pozícióját korlátok között tartó egyéb részmegállapodások, például a versenykorlátozást vagy a kizárólagos forgalmazást érintően, vagy mondjuk a költséges gépekbe történő beruházás a franchise-ba vevő oldalán (*Dnes* [1999]).

Összegezve, a franchise elsősorban nem a terjeszkedéshez kapcsolódó tőkehiány enyhítésére szolgáló eszköz, hanem az ellenőrzési költségek csökkentésében és a piaci információk költséghatékony megszerzésében nyújt segítséget, ezzel csökkentve a kockázatot. Alkalmazásának feltétele, hogy rendelkezésre álljon egy viszonylag standardizált termék vagy szolgáltatás, valamint ezzel összefüggésben piaci értékkel bíró üzletszervezési ismeretek. A franchise tehát egy sajátos, korlátozott formában kínál lehetőséget arra, hogy bővüljön a magánbefektetők köre. A franchise-hálózat kiépülésével a belépő franchise-felhasználók aktív vállalkozóként az új telephelyek, üzletek (társ)tulajdonosává válnak.

Részvénykibocsátás, tőzsde

A kkv-k finanszírozási igényeinek tárgyalásánál felhívtuk a figyelmet arra a „másodlagos finanszírozási részre”, amely azokat vállalatokat érinti, amelyek már kinőtték az üzleti angyalokat, de még nem érték el a kockázati tőke alapok megemelkedett finanszírozhatósági küszöbét. (*Sohl* [2003] Amerikában ennek a résznek a helyzetét 2 és 5 millió dollár finanszírozási igény közé helyezte.) Ezek számára a nagyobb, érettebb vállalkozások számára a magántőke bevonására lehetőséget nyújthat a részvénykibocsátás. Egy hagyományos tőzsdén történő részvény kibocsátás megszervezése azonban sok időt és pénzt igényel, és számos kööttséggel jár egy dinamikusan növekedő vállalat számára (például közzétételi szabályok). Azonban a világon több helyütt kezdte meg a kereskedést olyan „junior” vagy „alternatív” tőzsde, amely a közepes vállalkozások számára is elérhető, mivel egyszerűbb szabályok alapján kevesebb költséggel lehet részvénykibocsátást lebonyolítani. További lehetőség, hogy a részvénykibocsátás tőzsdén kívül történik, de csak felkészült, tapasztalat befektetők vehetnek részvényeket. Ez utóbbi feltétel az „ára” annak, hogy a pénzügyi szabályozó hatóság szorosabb ellenőrzése nélkül történhessen a kibocsátás. A junior tőzsde lehetőségeit a 4. fejezetben, a magánbefektetéseket támogató piaci intézmények között tárgyaljuk. A tőzsdén kívüli részvénykibocsátás alapvetően szabályozási kérdés, ezért a 6. fejezetben, a magánbefektetéseket támogató jogi szabályozások tárgyalásakor vizsgáljuk meg részletesebben.

2.3. Informális befektetések nagyságrendje

Bár kevesebb szakértelemmel rendelkeznek, mint az üzleti angyalok, ami az első fejezet tanulsága alapján hozamaikon is meglátszik, a legtöbb forrás mégis a családból származik. *Bygrave* [2004] a GEM 2002-es vizsgálata alapján azt a következtetést vonja le, hogy átlagosan 100 000 kezdeti szakaszban lévő vállalkozásból 38 kapott csak formális kockázati tőke társaságoktól forrásokat, és 99,9 százalék kockázati tőke és üzleti angyal segítségével nélkül jön létre és növekedett. A tőke nagy részét, közel 91,8 százalékát, informális befektetőktől szerzik be az induló vállalkozások. *Bygrave – Hunt* [2005] szintén a GEM adatbázis alapján arra jutott, hogy a leggyakoribb befektetők a családból származnak, ezt követik a barátok, a rokonok és a kollégák. Átlagosan 2 éves időtartalomra adják kölcsön az adott összeget és 34

százalékuk arra számít, hogy sosem látja viszont a tőkéjüket, és csak 5 százalékuk számít bármilyen kiemelkedően magas hozamra.

Az üzleti angyalok befektetés nagyságrendjét illetően *Mason – Harrison* [2000] becslései alapján körülbelül 20 000 és 40 000 közötti üzleti angyal fektet be összesen 0,5 és 2 milliárd font körüli összeget 3000-6000 vállalkozásba, amelyeknek megközelítőleg fele magvető fázisban van. Ezzel szemben 2001-ben a kockázati tőke társaságok 1597 vállalkozásba fektetettek, aminek csak 30 százaléka (487 vállalat) volt életciklusának korai szakaszában, a finanszírozásnak viszont alig 8 százaléka jutott korai induló vagy magvető vállalatokra, ami megközelítőleg 0,5 milliárd font befektetést jelent. Tehát ebben az esetben az üzleti angyalok megközelítőleg kétszer annyi forrást biztosítottak induló vállalkozásoknak mint formalizált kockázati tőke befektetők. Az amerikai piacon ennél sokkal nagyobb különbséget becsült *Wetzel – Freear* [1996]. Eredményeik szerint 30-40-szer több vállalatot finanszíroznak üzleti angyalok, mint formális kockázati tőke befektetők, tőkemennyiséget tekintve pedig 3-5-ször nagyobb az informális a formális piacnál (*Wetzel* [1987]).

2.3.1 Informális tőkebefektetések magyarországi nagyságrendje

Az *Eurobarometer* [2006] szerint az újonnan csatlakozott tagországok kis és közepes vállalkozásainak alig 8 százaléka szerez finanszírozást magánbefektetőktől. Ország szintű bontásban az is kiderül, hogy a magyar vállalatok 19,5 százaléka használta már magán befektetők forrásait, ami alacsonyabb, mint Lettországbán, Csehországbán és Észtországbán, de magasabb, mint a többi újonnan csatlakozott országban. Ezen források jelentős része azonban család, rokon.

A GEM-felmérésben szereplő informális befektetők átlagosan 930 000 Ft körüli összeget fektettek be, amit ha kivetítünk a becsült 105 000 informális befektetőre, akkor 100 milliárd körüli befektetési volument kaphatunk (*Kosztópulosz-Makra* [2007]), ami a 2006-os GDP 4 ezreléke.

A 2001-2006 között lezajlott GEM felmérésekben a 193 informális tőkebefektető közül összesen 4 olyan volt, aki olyan vállalatba fektetett be, amelyikkel nem állt korábban kapcsolatban (*Kosztópulosz-Makra* [2007]), azaz üzleti angyalnak tekinthető. Ezt az arányt kockázatos ugyan kivetíteni a nemzetgazdaság egészére, de ha mégis megtesszük, akkor a GEM alapján Magyarországra becsült 105 000 informális befektető közül 2000 lehet az aktív üzleti angyalok száma.

Az üzleti angyalok befektetéseinek nagyságrendjét *Makra – Kosztópulosz* [2006] becsülte meg. A felkeresett 21 angyal a felmérést megelőző három évben 97 vállalkozásba fektetett. 17 válaszadó, akik a 97 vállalkozásból 67-ben szereztek részesedést, összbefektetésének értéke eléri a 1,134 milliárd forintot. A 21 angyal a 17 válasz alapján becsülve 1,6 milliárd forinttal járult hozzá a kisvállalkozások tőkeszükségletéhez 3 év alatt. Sajnos arról nem szerepel adat, hogy a 97 befektetésnek mekkora része történt magvető vagy induló szakaszba.

A 2002 és 2004 közötti 3 éves időszak a legkorábbi, amelyről adatok állnak rendelkezésre. Ekkor a formális kockázati tőke Magyarországon 352 millió eurót (87 milliárd forintot) fektetett be 91 vállalkozásba (*Karsai* [2009b] 10. o.). Nincs adat arra, hogy e befektetések mekkora részét használták magvető vagy induló tőkeként, de az újabb adatok azt mutatják, hogy az elmúlt években a befektetett összegeknek csak kis hányadát investálták korai (magvető és induló) életszakaszban lévő kis- és középvállalkozásokba. 1989–2007 között összesen 360 cégbe fektettek kockázati és magántőkét, e cégek nagyjából egyharmada volt induló vagy korai fázisban, ám a befektetések értékét tekintve az induló vagy korai fázisú vállalatok részesedése mindössze 4,65 százalék volt. 2002–2006 között ez az arány 2

százalékra csökkent az Európai Unióra jellemző 8,1 százalékkal szemben (Karsai [2009a] 50. o). Ezt követően a magyar arány tovább csökkent: 2008-ban a befektetett összeg 0,4 százalékát (2 millió euró) (Karsai [2009b] 10. o.), 2009-ben pedig 0,7 százalékát (1,6 millió euró) (Karsai [2010] 9. o.) fordították magvető vagy induló szakaszban lévő vállalkozásokba. Ez alapján a 87 milliárdból – a 2 százalékos részesedéssel számolva – megközelítőleg 1,741 milliárd jutott korai szakaszban lévő vállalkozásokba az adott időszakban.

Feltételezve, hogy az üzleti angyalok forrásaik nagy részét preferenciáiknak (Makra – Kosztópulosz [2006]) megfelelően magvető vagy induló fázisban lévő vállalatokba fektették, azt látjuk, hogy a kutatók által megtalált 21 informális befektető annyit fektetett be, mint az összes formális kockázati tőkések összesen. (A formális kockázati tőke esetében a felmérés megközelítőleg teljes körű volt – Karsai [2006].) Ez arra utal, hogy az informális befektetések teljes volumene sokszorosan meghaladja a formális kockázati tőkealapokét.

2.4 Összegzés

A kis- és közepes vállalkozások mind a foglalkoztatásban, mind pedig a hozzáadott érték tekintetében kétségtelenül fontos szereplői a magyar gazdaságnak (a foglalkoztatás 76 százalékát, a hozzáadott érték 53 százaléka származik ezektől a vállalatoktól). Noha a magyar kkv-szektor legfontosabb problémái között nem szerepel a külső finanszírozás nehézsége, a nemzetközi tapasztalatok alapján az induló, innovatív vállalkozások igényeihez mind összegben, mind pedig átadható tudásban különösen jól illeszkednek a felkészült, tapasztalt informális magánbefektetők, a tág értelemben vett üzleti angyalok. Noha nagyon keveset tudunk a magyarországi informális tőkebefektetésekről, az elérhető adatok jelzik, hogy ezeknek a nagyságrendje már most is messze meghaladja a formális kockázati tőkéét.

Az indulás nehézségein túljutott, bejáratott vállalkozások esetén is lehet helye a magántőkebefektetéseknek. Itt azonban az üzleti angyal jellegű befektetés már nem jön szóba. Két speciális lehetőségre hívtuk fel a figyelmet. Az első a franchise, vagyis amikor egy vállalkozás a sikeres üzleti modelljét, technológiáját adja tovább újabb vállalkozóknak, akik (részben) a saját tőkéjüket fektetik be. A másik lehetőség, hogy a fejleszteni kívánó vállalkozás részvénykibocsátással próbál (passzív) befektetőket szerezni informális vagy a hagyományos tőzsdénél lazábban, megengedőbben szabályozott keretek között.

2.5 Irodalom

- AERNOUDT, RUDY [1999] Business Angels: Should they fly on their own wings? *Venture Capital* 1. 2. 187 – 195.
- AUDRETSCH, DAVID – VAN DER HORST, ROB – KWAAK, TON – THURIK, ROY [2009]: First Section of the Annual Report on EU Small and Medium Sized Enterprises. EIM Business & Policy Research, Zoetermeer.
- BYGRAVE, WILLIAM D. [2004]: Financing entrepreneurs and their ventures. In REYNOLDS, PAUL D. – BYGRAVE, WILLIAM D. – AUTIO, ERKKO: GEM 2003 Global Report. Babson College 57-65.
- BYGRAVE, WILLIAM D. – HUNT, STEPHEN A. [2005]: Global Entrepreneurship Monitor. 2004 Financing Report. Babson College and London Business School.
- DNES, ANTONY W. [2000]: Franchise contracts (Chapter 5890). In: BOUCKAERT, BOUDEWIJN – DE GEEST, GERRIT (SZERK.): *Encyclopedia of Law and Economics, Volume III. The Regulation of Contracts*. Cheltenham, Edward Elgar.

- EUROBAROMETER [2006]: SME Access to Finance in the New Member States. Analytical Report. The Gallup Organization upon request of the European Commission, Flash Eurobarometer, No. 184.
- EUROBAROMETER [2007]: Observatory of European SMEs. Analytical Report. The Gallup Organization upon request of the European Commission, Flash Eurobarometer, No. 196.
- GULLANDER, STAFFAN – NAPIER, GLENDA [2003]: Handbook in business angel networks – The Nordic Case. Stockholm School of Entrepreneurship.
- HARRISON, RICHARD T. - MASON, COLIN M. [2000] Venture capital market complementarities: The links between business angels and venture capital funds in the United Kingdom. *Venture Capital* 2. 3. 223 – 242
- JENSEN, MARK [2002]: Angel investors: Opportunity amidst chaos. *Venture Capital*, 4. 4. 295 – 304.
- KÁLLAY LÁSZLÓ – KISSNÉ KOVÁCS ESZTER – KÖHEGYI KÁLMÁN – MASZLAG LUDMILLA [2009]: A kis- és középvállalkozások helyzete 2008. Éves jelentés. Nemzeti Fejlesztési és Gazdasági Minisztérium.
- KARSAI JUDIT [2006]: Kockázati tőke európai szemmel. *Közgazdasági Szemle* 53. 10. 1023-1051.
- KARSAI JUDIT [2009a]: A kockázati tőke szerepe az innováció finanszírozásában Magyarországon. *Külgazdaság* 53. 5-6. 42-62.
- KARSAI JUDIT [2009b]: A magyarországi kockázati- és magántőke fejlődése 2008-ban. In: MKME: Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület 2009. évi évkönyve. Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület, 8-12.
- KARSAI JUDIT [2010]: A kockázati- és magántőke 2009. évi eredményei. In: MKME: Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület 2010. évi évkönyve. Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület, 8-13.
- KOSZTOPULOSZ, ANDRÉASZ – MAKRA, ZSOLT [2004]: Az üzleti angyal hálózatok szerepe az informális kockázati tőke –piac élénkítésében. in BOTOS KATALIN (SZERK.): *Pénzügyek a globlizációban*. Szegedi Tudomány Egyetem, JATEPress, Szeged, 96-118.
- KOSZTOPULOSZ, ANDRÉASZ – MAKRA, ZSOLT [2007]: Az informális tőkebefektetők és üzleti angyalok szerepe az új innovatív vállalkozások finanszírozásában. In MAKRA ZSOLT (SZERK.): *A technológia orientált kisvállalkozások jellegzetességei és fejlesztése Magyarországon*. Universitas Szeged Kiadó, Szeged, 67-99.
- MASON, COLIN M. – HARRISON, RICHARD T. [2000]: The size of the informal vneture capital market in the United Kingdom. *Small Business Economics*, 15. 2. 137-148.
- MAKRA, ZSOLT – KOSZTOPULOSZ, ANDRÉASZ [2006]: Üzletiangel-befektetések Magyarországon: elméleti alapvetések és empirikus eredmények nemzetközi összehasonlításban. *Vállalkozás és Innováció* 1. 1. 120-125.
- OECD [2006]: *The SME Financing Gap. Vol. 1. Theory and Evidence. Organization of Co-operation and Development*.
- RAYNAUD, EMMANUEL [2008]: Governance Structure and Contractual Design in Retail Chains. In: BROUSSEAU, ÉRIC – JEAN-MICHEL GLACHANT (SZERK.): *New Institutional Economic. A Guidebook*. Cambridge University Press.
- SOHL, JEFFREY E. [1999]: The early-stage equity market in the USA. *Venture Capital* 1. 2. 101 – 120.
- SOHL, JEFFREY E. [2003]: The U.S. Angel and Venture Capital Market: Recent Trends and Developments. *The Journal of Private Equity*, 6. 2. 7-17.
- WETZEL, WILLIAM E. JR. [1987]: The informal risk capital market: aspects of scale and efficiency. *Journal of Business Venturing* 2. 4. 299-313.

WETZEL, WILLIAM E JR. – FREEAR, J. [1996]: Promoting informal venture capital in the United States: reflections on the history of the venture capital network. In HARRISON, R. – MASON, COLIN. M. (SZERK.) [1996]: Informal Venture Capital: Information, Networks and Public Policy. Hemel-Hempstead: Woodhead-Faulkner. 61–74.

3. HOGYAN KEZELIK AZ INFORMÁLIS MAGÁNTŐKE-BEFEKTETŐK A BEFEKTETÉSSSEL JÁRÓ KOCKÁZATOKAT?

A magántőke-befektetések kockázatosak. Egy befektetésre csak akkor kerülhet sor, ha a befektető úgy érzi, megfelelően mérsékelni és ellenőrizni tudja az általa viselt kockázatokat. Ebben a fejezetben áttekintjük a fontosabb kockázattípusokat, továbbá azt, hogy egy befektető hogyan tudja egyénileg kezelni azokat. Ez az elemzés kiindulópontként szolgál a csoportos kockázatkezelési technikák, valamint a kockázatkezelést támogató intézmények megértéséhez is, amelyek a következő fejezet tárgyát képezik. Az írásos szerződések a legfontosabb és szabályozási eszközökkel is befolyásolható kockázatkezelési technikák közé tartoznak. Ezek jogi aspektusait és a támogató (vagy éppen gátló) háttér-jogszabályokat a 6. fejezetben vizsgáljuk meg részletesebben.

3.1 Milyen kockázatokkal szembesülnek a magántőke-befektetők?

Az informális magántőke-befektető sajátos kockázata abból ered, hogy mivel közvetlenül fektet be vállalatokba, ezért azoknak a problémáknak a megoldására, amelyekre a pénzügyi közvetítő rendszer létrejött (beruházási lehetőségek megtalálása, beruházási lehetőségek áttekintése és válogatása, monitoring költség csökkentése stb.), a befektetőnek magának kell megoldást találnia. Tovább nehezíti ezt, hogy mindeközben olyan intézményi környezet sem segíti a befektetőt, mint a szervezett piacok esetében (pl. tőzsdék), ahol az információadási kötelezettségek támogatják a befektetőket. Különbség a szervezett piacokhoz képest, és egyben plusz kockázatot is jelent, hogy az így szerzett részesedéseknek rendkívül alacsony a likviditása, azaz problémák esetén nehéz likvidálni őket.

Robinson – Cottrell [2007] összefoglalása szerint a kockázat három típusa jelenik meg hangsúlyosan a befektetés különböző szakaszaiban:

- *technológiai kockázat*: nem lehet biztosan tudni, hogy az adott vállalat képes-e piacképes termékeket előállítani és azokat költséghatékonyan gyártani (amint korábban kifejtettük, azok a vállalatok, amelyek az informális piacokon szerzik be a tőkét, általában korai stádiumban vannak, és ennek megfelelően elég fejletlenek);
- *piaci kockázat*: ismeretlen az is, hogyan fog a jövőben változni a kereslet a vállalat terméke iránt, hogyan szoknak hozzá a fogyasztók, milyen versenytársak vannak, illetve várhatóak;
- *ügynöki kockázatot*: amit a vállalat tulajdonosa (fő kockázatviselője) és a vállalat menedzsere (döntéshozója) közötti információs aszimmetria okoz. Ennek két alapvető formája fordulhat elő
 - kontraszelekció: azok a vállalatok amelyeknek erős növekedési potenciálja van (és emiatt jó befektetési lehetőséget jelentenek), ritkábban keresnek külső befektetőket, hogy minél nagyobb tulajdonrészt megőrizzenek az ötlet gazdájának. Ebből következik, hogy külső finanszírozást általában azok a cégek keresnek, amelyeknek nem jelentenek olyan jó befektetést (hiszen az ötlet gazdája így kevesebb saját forrást tesz kockára). Emiatt a befektetési lehetőségek között felülreprezentáltak a rossz befektetési lehetőségek. További probléma, hogy mivel a befektetők csak korlátozottan tudnak különbséget tenni a különböző vállalkozók között, ezért az átlagos várható kvalitásnak minőségnek megfelelő ajánlatot tesznek, ami az igazán jó (lelkiismeretes, rátermett, hozzáértő stb.) vállalkozók számára nem lesz vonzó. Így még inkább kiszorúlnak a

kínálatból az igazán jó befektetési lehetőségek. Mindezek a problémák nem merülnének fel, ha a befektetők tudnák a befektetésük tényleges értékét, ám ez általában túlságosan költséges. *Scholtens* [1999] ezt *ex ante* problémának nevezi, hiszen már a finanszírozást megelőzően létező, eredendő információs aszimmetriából fakad.

- morális kockázat: a vállalat vezetőjének viselkedése megváltozik azt követően, hogy külső finanszírozást szerzett; csökken a kockázatvállalási hajlandósága, ragaszkodik a pozíciójához, elhallgat negatív vállalati információkat. *Scholtens* [1999] ezt *ex post* problémának nevezi, mivel a finanszírozást követően jelentkezik.

Tőkebefektetés esetén különös problémát jelent, hogy mivel nincs rendszeres adósságszolgálat, a visszatérő törlesztések nem hatnak fegyelmezőleg a vállalkozóra. A célokat illetően is lényegi eltérés lehet a felek között, a tőkebefektető ugyanis néhány éves időtávon belül szeretné maximalizálni a cég értékét és a kiszálláskor realizálható hasznot, ez ellentétben állhat a vállalkozó gáláns osztalékpolitikát és menedzserfizetést illető elképzeléseivel. Előfordulhat, hogy a vállalkozó akkor is az üzlet folytatása mellett döntene, amikor azt már egyáltalán nem lenne érdemes folytatni, vagy a befektető hagy fel a finanszírozással, ha a cég nem veszteséges ugyan, de nem teljesít kiemelkedően (*Sahlman* [1990]). Tovább súlyosbítja a problémát, hogy a vállalkozó a befektetés kezdetén nélkülözhetetlen, és a későbbiekben sem egyszerű leváltani, és a helyére új vezető tisztségviselőket találni.

A kockázatokat a befektetés különböző szakaszaival kapcsolva foglalja össze a 14. táblázat.

14. táblázat. Tranzakciós költségek és kockázatok a befektetés különböző szakaszaiban

Befektetés szakasza	Tranzakciós költségek	Tevékenység	Kockázatok
Befektetés előtt	Identifikáció	Érdekes lehetőségek vonzása, összegyűjtése	Kontraszelekció
	Kiválasztás	Üzleti tervek áttekintése, választás	
Szerződés kötés alatt	Tárgyalás	Információ gyűjtése és szerződés felvázolása	Technológiai és piaci kockázatok
	Gondosság	A begyűjtött információk kiértékelése és a szerződés véglegesítése	
Befektetés után	Ellenőrzés	A vállalat tevékenységének értékelése	Erkölcsei kockázat
	Kikényszerítés	Beavatkozás, ha nem az elvárásoknak megfelelően alakul.	

Forrás: *Schwarzkopf et al.* [2010], 68. o. alapján

A vállalkozással összefüggő kockázatok mellett megjelennek a makrogazdaság okozta problémák, kockázatok is. *Månsson – Landström* [2006] megvizsgálta, hogyan változik a svéd informális befektetők aktivitása a makrokörnyezet ciklikusságától függően. Eredményeik alapján az informális befektetők érzékenyek a makro környezetre, és függ az egész gazdaság helyzetétől, hogy mennyit ruháznak be. Általánosságban elmondható, hogy a gazdaság növekedése, az alacsony kamatláb és stabil infláció növeli a beruházásokat, de vannak olyan informális befektetők is, akik attól tartanak, hogy egy dinamikus fellendülés túlértékelte teheti a vállalatokat, ezért az ő beruházási hajlandóságukat a stagnáló gazdasági környezet segíti. Hasonló kép alakul ki *Harrison – Mason* [2002] felméréséből is: a növekedés, stabil

árszínvonal és kamatlábak befektetésre bátorítanak. Érdekes azonban, hogy esetükben a legtöbb tényezőnél a vállalkozók többségének befektetési aktivitását nem befolyásolta a környezeti változás.

3.2 Hogyan mérsékelik a befektetők a kockázataikat?⁸

Ahhoz, hogy egy befektető sikeres lehessen, a kockázatait valamilyen formában kezelnie kell. *Scholtens* [1999] a következő lehetőségeket sorolja fel az aszimmetrikus információs problémák csökkentésére (jelezve a korlátaikat is):

- *tulajdonlás*: a befektető résztulajdonosként erősebb tárgyalási pozícióból tárgyalhat a vállalkozóval;
- a *biztosítékok és szerződési kötelezettségek* biztonságot nyújthatnak a befektető számára (azonban egy kezdő vállalkozásnak, nincsenek olyan eszközei, amelyek biztosítékul szolgálhatnak; mivel a kis vállalkozások gyakran kevésbé tőkeintenzívek, mint a nagy vállalatok ezért még a meglévő eszközök nagy része is forgóeszköz és likvid formában van, amit nem lehet biztosítékként használni);
- hosszan tartó *finanszírozási kapcsolat* esetén megtakarítható a tranzakciós költségek jelentős része (ez a lehetőség is korlátozott egy frissen induló vállalkozás számára, hiszen kivéve azt az esetet, amikor tapasztalt vállalkozó vezeti a vállalkozást, kapcsolati tőke nem áll rendelkezésre egy induló vállalkozás esetében)
- ismételt ügyletek során jó *reputáció* alakulhat ki (ha egy vállalat több rövid távú hitelt sikeresen visszafizetett, akkor ezzel kialakult hírnév segítheti nagyobb, hosszabb távú hitelek folyósítását; de ennek egyrészt költségei vannak, másrészt pedig időbe telik a hírnév kiépítése).

Scholtens [1999] az egyes kockázatkezelési stratégiákat az egyes finanszírozó-típusokkal azonosítja. Úgy véli, gyakorlatilag két lehetőség adódik kis vállalkozások számára: vagy megpróbálnak az idők során szoros finanszírozási kapcsolatot kiépíteni egy bankkal, vagy pedig informális befektetőt próbálnak bevonni, akinek viszont a kockázat csökkentése érdekében tulajdonrészt és ezen keresztül nagyobb kontrollt biztosítanak. Egyszersmind azt állítja, hogy a tulajdonláson kívüli módszerek nem igazán használhatók induló vállalkozások esetében (15. táblázat).

15. táblázat. Információs problémák kontrollálásának kivitelezhetősége

	Nagy egészséges cég	Kis és közepes vállalatok		
		Egészséges vállalatok	Gondban lévő vállalatok	Induló vállalatok
Tulajdonlás	●	●	●	●●
Biztosíték, szerződési kötelezettség	●●	●	○	○
Kapcsolat	●	●	●	○
Reputáció	●●	●	○	○

Forrás: *Scholtens* [1999] 140. o.

Megjegyzés: ●● = könnyen megvalósítható; ● = megvalósítható; ○ = nem valósítható meg

⁸ Ebben a fejezetben a kockázatcsökkentés egyéni eszközeire összpontosítunk. A kollektív megoldásokat és a kockázatkezelést támogató intézményeket a következő fejezetekben vesszük számba.

Prowse [1998] nyomán azonban jelentős mértékben árnyalhatjuk ezt az elemzést. Valójában az informális magántőke-befektetők a tulajdonlás mellett a másik három módszerrel is élhetnek. Egyfajta biztosítékként elvárhatják, hogy a vállalat vezetője egyben résztulajdonos is legyen, hiszen ebben az esetben mérséklődik a megbízó-ügynök probléma: a vállalat teljesítménye legalább annyira érinti a vezető zsebét, mint a befektetőét. További biztosíték lehet, ha a befektető elsőbbségi tulajdonrészt szerez, így felszámolás esetén a kielégítési sorban a többi tulajdonos elé kerül. Emellett a finanszírozás egy részét (biztosított) kölcsönként is nyújthatja, amely viszonylag könnyen behajtható lehet. Végül, a reputációra is hagyatkozhat. Ez a lehetősége összefügg az üzleti anyagok pénzügyi forrásokon felüli hozzáadott értékével, hiszen ha a vállalat vezetése a jövőben is szeretne építeni a befektető kapcsolataira, például további források szerzésénél, akkor nem hagyhatja teljesen figyelmen kívül a befektető érdekeit. *Sørheim* [2003] az iparági tapasztalatok és regionális kapcsolati hálóknak meglétét emeli ki, mint olyan jellemzőt, ami alapján az üzleti anyagok előnyösebb helyzetből kezdhetnek bele egy befektetésbe. Érdekes különbség, hogy míg az iparági tapasztalatokkal rendelkező befektető maga méri fel a vállalatban rejlő lehetőségeket, és ezzel a beruházás lehetséges kockázatait, addig a regionális kapcsolatokra támaszkodó befektető a kapcsolati hálójára támaszkodik, hogy a vállalatban rejlő kockázatokat felmérje (például úgy, utánakérdez a vállalkozó korábbi vállalkozásainak).

A kockázati tőkebefektetők egyik legkézenfekvőbb kockázatkezelési módja, hogy olyan területen fektetnek be, ahol már számottevő tapasztalatuk van. Ha a befektető ismeri az adott iparág jellemzőit és trendjeit, sokkal kisebb eséllyel szembesül olyan nem várt eseményekkel, amik egy teljesen idegen terepen jelentkezhetnek. Így számos kockázati tőkést találhatunk, akik elsősorban például számítástechnikai, gyógyszeripari vagy éppen a média területén működő, esetleg orvosi vagy biotechnológiai cégekbe fektetnek. Az iparág-specifikusság mindemellett azt az információs aszimmetriát is segít enyhíteni, ami a vállalkozó előnyeként jelentkezik a befektetési döntés előtt.

A vállalkozások maguk is törekedhetnek a kontraszelekciónak enyhítésére azáltal, hogy hiteles jelzéseket küldenek magukról. *Nofsinger – Wang* [2011] arra mutat példát, hogy induló vállalatok hogyan jelezhetik a befektetés valódi értékét. Ilyen jelzésként szolgálhat, ha az alapuló vállalkozás új termék vagy - technológia vezet be, vagy tapasztalt vállalkozó vezet. Az eredmények alapján az új termék és vezetői tapasztalat tényleg pozitívan hat a vállalat forrás szerzésére, de az új technológia hatása nincs hatással külső finanszírozás valószínűségére.

A befektetések nemcsak iparág alapján, hanem a portfóliócégek életciklusa alapján is differenciálhatók, ami összhangban van az egyes stádiumokban levő cégek eltérő kockázati minőségével, és ezzel párhuzamosan az egész befektetés struktúrájával. Nagyobb összeget befektetőknél további fontos kockázatkezelési eszköz a befektetések diverzifikálása. Minél több különböző befektetése van egy időben a befektetőnek, annál jobban tudja kezelni a sikertelen projekteket. A kockázati tőkések körében közkeletű mondás szerint tízből egy befektetés sikeres, azon viszont olyan hasznot szerez a befektető, ami kompenzálja az eredménytelen vállalkozásokat (vö. *Makra* [2006]).

A tőkebefektetés folyamata általában az alábbiak szerint zajlik. A befektető számos üzleti tervet áttanulmányoz, amik közül kiválasztja azt a néhány piaci lehetőséget, ami megfelel a befektetési politikájának és számottevő üzleti potenciált is hordoz. Ideális esetben a befektető megbízható forrásokon is informálódik, vagy akár magától a vállalkozótól is kér referenciákat. A befektetési döntés során lehetőség van továbbá annak meghatározására is, hogy a céltársaság finanszírozási igényének fényében konkrétan mekkora legyen a befektetés

összege, és az milyen lépcsőkben álljon a vállalkozó rendelkezésére. Az ígéretes cég kiválasztása azonban nem az utolsó lépés a folyamatban, a konkrét befektetés általában további feltételek teljesítésétől függ. Az egyik legfontosabb feltétel a társaság megfelelő átvilágítása mind pénzügyi, mind pedig jogi szempontból, ami akár annulálhatja is a korábbi befektetési döntést, amennyiben a befektető értékelését alapvetően módosító információ derül ki a céggel kapcsolatban. Ebbe beletartozhat a pénzügyi információk ellenőrzése és a kreatív könyvelés kiszűrése, a cég szerződési állományának, esetleges jogvitáinak vizsgálata, a szellemi alkotásokhoz fűződő jogosultságok biztosítottságának ellenőrzése, stb. (BBAA [2009]). A zárási feltételek maradéktalan teljesítése esetén kerül csak sor a tényleges befektetésre.

3.3 Különbségek a formális és az informális befektetők kockázatkezelési stratégiái között

A legtöbb tanulmány a formális és az informális kockázati tőke-befektetők kockázatkezelési módjait hasonlítja össze, hiszen hasonló vállalatokba fektetnek be, mégis eltérnek azok az eszközök és lehetőségek, amikkel a kockázataikat kezelhetik.

Robinson – Cottrell [2007] szerint a formális és informális tőkebefektetők kockázatkezelési módja eltér egymástól. A formális a piaci kockázatot igyekszik csökkenteni, ennek érdekében specializálódik egy iparágra vagy egy cégméretre. Az ügynöki kockázat miatt viszont kevésbé aggódik, hiszen erős alkupozícióban van, amit szerződésekkel, ellenőrzésekkel tovább erősíthet. Ezt nevezik a szerzők „megvásárol és növekszik” (*buy and grow*) stratégiának. Ezzel szemben az informális befektető elsősorban az ügynöki problémák megoldására koncentrálnak, ezért is döntenek gyakran úgy, hogy aktívabban részt vesznek annak vállalatnak a vezetésében amelybe befektettek, ez a „megvásárol és megfigyel” (*buy and watch*) stratégia. *Robinson – Cottrell* [2007] egy harmadik kategóriát is bevezet, amikor is a befektető túl kicsi ahhoz, hogy hatékonyan ellenőrizze a befektetését. Neki nem marad más, mint hogy a „megvásárol és reménykedik” (*buy and hope*) stratégiát kövesse.

Van Osnabrugge [2000] szerint a kockázati tőkések inkább „tökéletes” szerződésekkel próbálják kezelni a kockázataikat, míg az üzleti angyal inkább az ügynöki problémára koncentrálnak részt vesz a vállalat irányításában. Az eltérő viselkedés magyarázatául szolgálhat a rendelkezésre álló eszközök különbségén túl az is, hogy a formális kockázati tőke esetében szintén megbízott ügynökök végzik a beruházások kiválasztását. Nekik viszont saját megbízottaikkal történő elszámoláskor utólag is tudniuk kell bizonyítani, hogy mindent megtettek megbízók érdekeinek védelmében, ami adott körülmények között lehetséges volt.⁹ A körülmények megírt szerződés szolgálhat az elvárt viselkedés bizonyítékául. *Kelly – Hay* [2006] empirikus vizsgálatai ugyanakkor egyértelművé teszik, hogy a részletes írásos szerződések az informális befektetők esetében is rendkívül fontos szerepet játszanak. Ezért ezeknek a 6. fejezetben kiemelt figyelmet szentelünk.

A valóságban az informális befektetők természetesen nem képeznek homogén csoportot. A stratégiáik több-kevesebb elemet tekintve hasonlíthatnak a formális befektetők módszereire. Jól szemlélteti ezt *Lahti* [2011] tanulmánya, amely a finn üzleti angyalok befektetéseit csoportosította két dimenzió: a vállalat működésében való részvétel mértéke és a befektetéskor tanúsított gondosság szerint. Ez alapvetően a befektetés előtti és azt követő viselkedés leírására alkalmas: milyen gondosan mérik fel a vállalat kockázatait, és ezt

⁹ *Kosztopolosz – Makra* [2007] megfogalmazásában a formális kockázati tőke befektető maga is ügynök, míg az üzleti angyal egyértelműen megbízó.

követően milyen lépéseket tesz a kockázatok csökkentésére. Ezek alapján a befektetéseket 4 kategóriába sorolták, amelyeket a 16. táblázat mutat be.

16. táblázat. Üzleti angyalok befektetéseinek kategóriái a kockázatkezelés módja szerint
Kellő gondosság a befektetéskor

		alacsony	Magas
Vállalat működésében való részvétel	magas	Hagyományos angyal befektetések	Szakszerűen biztosított befektetések
	alacsony	Szerencsejáték	Kellő gondossággal megválasztott befektetések

Forrás: Lahti [2011], 55. o.

A szerencsejátékszerű befektetések esetében a befektető nem képes csökkenteni a kockázatot sem befektetés előtt, sem pedig azt követően. Ennek lehet az oka, hogy a üzleti angyal nem ismeri az adott iparágat, így nem képes az információs aszimmetriát kezelni. A hagyományos angyal befektetések során a befektetőnek az intuíciójára kell hagyatkoznia a befektetési célpontok kiválasztásánál,¹⁰ ennek kockázatát a vállalat működésében való aktívabb részvétellel próbálja ellensúlyozni. A kellő gondossággal megválasztott befektetések esetében a vállalatokat megfelelően átvilágítják a befektetés előtt, tehát ex ante csökkentik az aszimmetrikus információs problémákat, de a befektetés után már nem vesznek részt közvetlenül a vállalat életében. Ez a befektetési mód nagyban hasonlít a kockázati tőke társaságok befektetéseihöz. A szakszerű befektetések esetében mind a befektetés előtt, mind pedig utána nagy figyelmet fordítanak a kockázatok kezelésére.

Ha az üzleti angyalok kockázat kezelésének elsődleges módszere a finanszírozott vállalatokban történő személyes részvétel, akkor ezeknek a vállalatoknak közel kell lenniük az üzleti angyal lakóhelyéhez. Paul et al. [2003] által vizsgált skót üzleti angyalok 75 százaléka maximum 300 mérföldes / 3 órányi vezetési távolságra volt hajlandó befektetni. Reitan – Sørheim [2000] alapján a norvég befektetők is előnyben részesítik az 50 kilométeren belül lévő befektetéseket. Makra – Kosztopoulos [2004] mindezek ellenére azt találta a saját üzleti angyal mintájukon, hogy a vállalat földrajzi elhelyezkedése a legkevésbé fontos kritérium a befektetés kiválasztásakor. Ezt az is magyarázhatja, hogy Magyarországon nincsenek túl nagy távolságok, főleg Budapestről kiindulva.

A formális és az informális befektetők között a diverzifikáció tekintetében is különbség tapasztalható. A kockázati tőkealapok általában néhány fős személyzettel és tanácsadó hálózattal, illetve nagyobb befektethető pénzeszegekkel rendelkeznek, ez lehetővé teszi, hogy több befektetést kezeljenek párhuzamosan. Az üzleti angyaloknál erre kétségkívül korlátozottabb módon van lehetőség, általában néhány befektetést szoktak egyidejűleg menedzselni (Mason [2005]). Ez összefüggésbe hozható azzal a jelenséggel, hogy az angyalok többnyire nagyságrendileg kisebb összegeket fektetnek be, a különböző befektetésekre elkülönített magánvagyonuknak pedig általában viszonylag kis részét fektetik be ezen a módon.

¹⁰ Ez összhangban áll Mason és Harrison [2002] azon eredményével, hogy az általuk vizsgált üzleti angyalok szignifikánsan kevesebb időt és energiát fordítottak a befektetés kockázatainak felmérésére mint a kockázati tőke alapok.

3.4 Összegzés

A magántőke-befektetőknek három alapvető kockázattípust kell tudniuk kezelni: a technológiai, a piaci és az ügynöki kockázatot (beleértve a kontraszelekciót és a morális kockázatot). A befektető számára fontos, hogy résztulajdonosként megfelelő ellenőrzési és alkupozíciója legyen. De a tulajdonlás mellett további eszközökkel is csökkenthetik (csökkenteniük kell) a kockázataikat. Biztosítékként elvárhatják, hogy a vállalat vezetője egyben résztulajdonos is legyen, hiszen ebben az esetben mérséklődik az ügynöki kockázat. További biztosíték lehet, ha a befektető elsőbbségi tulajdonrészt szerez, így felszámolás esetén a kielégítési sorban a többi tulajdonos elé kerül. Emellett a finanszírozás egy részét (biztosított) kölcsönként is nyújthatja. Végül, a reputációra is hagyatkozhat. A kutatások az iparági tapasztalatok és regionális kapcsolati hálók jelentőségét emelik ki: ezek csökkentik az információs aszimmetriát és erősítik a reputációs hatásokat.

A kockázat kezelésében eltérnek a informális és a formális kockázati tőke befektetők. A formális kockázati tőke alapok inkább az ex ante kockázatokot igyekeznek kezelni a vállalat igen alapos átvilágításával. Egy üzleti angyal inkább személyes szaktudására és kapcsolataira hagyatkozik, a befektetés után pedig intenzív személyes jelenlétével és segítségével igyekszik csökkenteni a vállalkozás kockázatát. Emiatt jellemzően szűkebb földrajzi környezetben fektet be.

3.5 Irodalom

- BBAA [2009]: Business Angel Investing: A Guide to Legal, Tax & Regulatory Issues. British Business Angels Association
- HARRISON, RICHARD T. – MASON, COLIN M. [2002]: Barriers to investment in the informal venture capital sector. *Entrepreneurship & Regional Development* 14. 3. 271-287.
- KELLY, PETER – HAY, MICHAEL [2006]: Business Angel Contracts: The Influence of Context. *Venture Capital*, 5. évf., 4. szám, 287-312. o.
- KOSZTOPULOSZ, ANDREÁSZ – MAKRA, ZSOLT [2007]: Az informális tőkebefektetők és üzleti angyalok szerepe az új innovatív vállalkozások finanszírozásában. *in MAKRA ZSOLT (SZERK) [2007]: A technológia orientált kisvállalkozások jellegzetességei és fejlesztése Magyarországon. Universitas Szeged Kiadó, Szeged, 67-99.*
- LAHTI, TOM [2011]: Categorization of angel investments: an explorative analysis of risk reduction strategies in Finland. *Venture Capital* 13. 1. 49 - 74.
- MAKRA ZSOLT (szerk.) [2006]: A kockázati tőke világa. Aula, Budapest
- MAKRA, ZSOLT – KOSZTOPULOSZ, ANDREÁSZ [2004]: Az üzleti angyalok szerepe a növekedni képes kisvállalkozások fejlesztésében Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, 51. 7. 717-739.
- MÅNSSON, NILS - LANDSTRÖM, HANS [2006]: Business angels in a changing economy: The case of Sweden. *Venture Capital* 8. 4. 281 – 301.
- MASON, COLIN M. – HARRISON, RICHARD T. [2002]: Is it worth it? The rates of return from informal venture capital investment. *Journal of Business Venturing* 17. 3. 211-236.
- NOFSINGER, JOHN R. – WANG, WEICHENG [2011]: Determinants of Start-up Firm External Financing Worldwide. *Journal of Banking & Finance, forthcoming.*
- PAUL, STUART – WHITTAM, GEOFF – JOHNSTON, JIM B. [2003]: The operation of the informal venture capital market in Scotland. *Venture Capital* 5. 4. 313 – 335.
- PROUSE, STEPHEN [1998]: Angel investors and the market for angel investments. *Journal of Banking & Finance* 22. 6-8. 785-792.

- REITAN, BJORNAR – SØRHEIM, ROGER [2000]: The informal venture capital market in Norway – investor characteristics, behaviour and investment preferences. *Venture Capital* 2. 2. 129 – 141.
- ROBINSON, MICHAEL J. – COTTRELL, THOMAS J. [2007]: Investment Patterns of Informal Investors in the Alberta Private Equity Market. *Journal of Small Business Management* 45. 1. 47-67.
- SAHLMAN, WILLIAM A. [1990]: The Structure and Governance of Venture Capital Organizations. *Journal of Financial Economics*, 27 évf., 473-521. o.
- SCHOLTENS, BERT [1999]: Analytical Issues in External Financing Alternatives for SBEs. *Small Business Economics* 12. 2. 137-148.
- SCHWARZKOPF, JIMMY – LÉVESQUE, MOREN – MAXWELL, ANDREW [2010]: How entrepreneurs-in-residence increase seed investment rates. *Venture Capital* 12. 1. 65 – 81.
- SØRHEIM, ROGER [2003]: The pre-investment behaviour of business angels: a social capital approach. *Venture Capital* 5. 4. 337 – 364.
- VAN OSNABRUGGE, MARK [2000]: A comparison of business angel and venture capitalist investment procedures: An agency theory-based analysis. *Venture Capital* 2. 2. 91 – 109.

4. MILYEN ÁLLAMI ÉS PIACI INTÉZMÉNYEK TÁMOGATHATJÁK A MAGÁNTŐKE-BEFEKTETÉSEKET?

A magántőke-befektetők nem intézményi vákuumban lépnek fel. Számos intézmény támogatja célzottan a működésüket. A támogatás mindenekelőtt azt jelenti, hogy segíti számukra kezelni a befektetéssel együtt járó kockázatokat. A legtöbbet elemzett és legjobban „látható” támogató intézmények a legtöbb országban a kormányzati által támogatott vagy fenntartott „üzletiangyal-hálózatok”. Legalább ilyen fontosak a jellemzősen befektetői önszerveződésen alapuló „angyalklubok”, „angyalszindikátusok”. A klasszikus, szabályozott pénzügyi közvetítők (bankok és más pénzügyi szolgáltatók) szintén szerepet játszhatnak az informális magánbefektetők és a tőkére vágyó vállalkozók egymásra találásában.

Az informális befektetéseket támogató intézmények mellett ebben a fejezetben térünk ki egy olyan sajátos intézményi megoldásra, amely a közepes vállalkozásokban való tulajdonszerzést szervezett, formalizált keretek között segítheti elő. Ez a „junior tőzsde” vagy „kkv-tőzsde”. Megvizsgáljuk, vannak-e jól működő nemzetközi példák, és reális-e egy ilyen intézmény meghonosítása hazánkban.

4.1 Kormányzat által fenntartott vagy támogatott üzletiangyal-hálózatok

A befektetőt kereső induló vállalat és a befektetési célpont után kutató üzleti angyal nem könnyen találhatnak egymásra. Ebben nagy szerepe van annak, hogy az üzleti angyalok gyakran „rejtőzködő” életet élnek, önként nem adnak hírt magukról. A megfelelő befektetési célpontul szolgáló innovatív, nagy növekedési potenciállal rendelkező, induló vagy leendő vállalatokat sem könnyű azonosítani. Mindkét félnek erőforrásokat kell fordítania a másik megtalálására. Az üzletiangyal-hálózatok arra vállalkoznak, hogy összepárosítják a náluk jelentkező, finanszírozást kereső vállalkozásokat az ugyancsak regisztrált üzleti angyalokkal. Ezeket a hálózatokat az esetek jelentős részében az állam finanszírozza, mintegy közjóságot létrehozva a keresési költségek csökkentésével. A következőkben áttekintjük, miképpen működnek ezek a hálózatok, mennyire tekinthetők sikeresnek.

4.1.1 Mi a céljuk az üzletiangyal-hálózatoknak?

Nem könnyű feladat az informális befektetőknek preferenciáknak megfelelő befektetéseket találni. Szemléletes példával szolgál *Paul et al.* [2003]. Skót üzleti angyalok körében arról gyűjtöttek adatokat, milyen nehézségekbe ütköznek a befektetési folyamat során. A válaszadók 40 százaléka szerint a rossz üzleti tervek jelentik a legnagyobb akadályt; szorosán utána a második helyre került, hogy nem hisznek a vállalkozóban, a harmadik helyre pedig a megfelelő befektetési lehetőség hiánya (25 százalék). Ez a három nehézség különböző aspektusait jelölte meg ugyanannak a problémának: az angyalok számára komoly problémát és költségeket (időt és pénzt) jelenthet megfelelő befektetési lehetőségek felkutatása.

Wetzel [1987] szerint ezt a helyzetet egy információs rés (*knowledge gap*) okozza, amely abból ered, hogy az informális kockázati piac szereplői nagyrészt láthatatlanok egymás számára, ami megakadályozza a források eljutását a befektetőktől a vállalkozókig. Ennek a hatása, hogy mind a befektetők, akik befektetési lehetőséget keresnek, mind pedig a vállalkozók, akik forrásokat keresnek, nagy keresési költségekkel szembesülnek. A többletköltségek miatt alacsony hatékonysággal működik a piac, sőt tulajdonképpen piacról sem beszélhetünk. Az információs rés áthidalásával lehetne a piac működését elősegíteni, erre

pedig megoldást jelenthet egy olyan kommunikációs csatorna kiépítése a két fél között, amely a befektetési lehetőségeket közvetíti.

Az üzletiangyal-hálózatoknak pontosan ilyen kommunikációs csatornaként kellene üzemelniük, de emellett gyakran más feladatokat is ellátnak. *Knyphausen-Aufseß – Westphal* [2008] négy csoportba sorolja ezeket a feladatokat: üzleti angyalok és befektetési lehetőségek összepárosítása (match-making), vállalatok és befektetők mobilizálása, társfinanszírozások szervezése és vállalatok befektetőkész állapotba hozása. A befektetések és a finanszírozást kereső vállalkozók összepárosítását több módon is történhet: elektronikus vagy internetes közvetítéssel, rendszeres hírlevelek közzétételével, befektetői fórumok szervezésével (*Kosztopulosz – Makra* [2004]). A mobilizálásnak (azaz új vállalatok és jövőbeli üzleti angyalok hálózatba történő bevonásának) módja lehet egyéb kapcsolódó rendezvények, konferenciák, szemináriumok szervezése.

Kosztopulosz és Makra [2004] több dimenzió alapján is kategorizálják az üzletiangyal-hálózatokat. Egyik ilyen dimenzió a hálózat földrajzi kiterjedése, ami alapján meg lehet különböztetni lokális (regionális), nemzeti szintű és nemzetközi hálózatokat. Másik dimenzió lehet a finanszírozás módja. *Kosztopulosz – Makra* [2004] szerint fontos hogy a vállalatok fizessenek a hálózatban való részvételért, mivel ez is segíthet a komolytalan vállalkozói ötletek kiszűrésében. *Knyphausen-Aufseß – Westphal* [2008] felmérése alapján viszont ki lehet jelenteni, hogy az üzleti angyalok nem hajlandóak fizetni a hálózatok szolgáltatásaiért. *Gullander – Staffan* [2003] szerint az üzletiangyal-hálózatok optimális finanszírozási formája attól is függ, hogy milyen fejlett az informális befektetői piac. Fejlettebb környezetben előnyös lehet, ha először az állam kezdi el a hálózatok szervezését felülről, majd ahogy a hálózat és a piac kezd kialakulni és elér egy kritikus tömeget, fokozatosan háttérbe vonul és egyben abbahagyja a hálózatok finanszírozását is. A fejlettebb piacokon idővel megjelentek az önszerveződő angyal-szindikátusok és a profitorientált, privát üzletiangyal-hálózatok is

4.1.2 Sikeresek-e a hálózatok?

Az üzletiangyal-hálózatok sikerének egyik legegyszerűbb mérőszáma az lehet, hogy használják-e az üzleti angyalok új befektetési lehetőségek megtalálására. *Harrison – Mason* [2002] eredményei arra utalnak, hogy a brit üzleti angyalok több mint fele aktívan használja a nemzeti üzletiangyal-hálózatot. Esetükben a befektetési lehetőségek szülő információk második legfontosabb forrását az üzlettársak, a harmadikat pedig egyéb üzletiangyal-hálózatok jelentették, amelyeket sorrendben a barátok, a média és az egyéni keresés követtek. Ezzel egybecsengő eredményre jutott *Månsson – Landström* [2006]: a svéd üzleti angyalok is egyre jobban támaszkodnak a hálózatokon keresztül érkező befektetési lehetőségekre.

Más felmérésekben a kép ennél árnyaltabbá válik. Amikor *Sørheim – Landström* [2001] hozzáértés és befektetési aktivitás alapján csoportosította a norvég informális befektetőket, azt találta, hogy a nemzeti szintű összepárosító (match-making) szolgáltatásokat csak az alacsony kompetenciával rendelkező befektetők használják. Az általuk analitikusnak befektetőnek elnevezett, hozzáértő, de ritkán befektető egyének támaszkodnak leggyakrabban a regionális összepárosító szolgáltatásokra, míg az üzleti angyalok leginkább személyes ismerőseiktől kapott információk alapján választanak befektetési célpontot. Hasonlóan viselkednek a német informális befektetők, akik szintén elsősorban üzleti ismerősökön és személyes kapcsolatokon keresztül szereznek tudomást befektetési lehetőségekről (*Stedler – Peters* [2003]). Esetükben a hálózatok csak harmadikak a sorban, de így is a válaszadók 40 százaléka említette őket. *Brettel* [2003] felmérése is hasonló értékeket talált: a befektetők 35 százaléka kapott már befektetési ajánlatot formális összepárosító szolgáltatásokon keresztül, így ez lett a harmadik leggyakrabban említett információforrás. Viszont a megvalósult befektetések csupán négy

százaléka esetében származott az eredeti információ üzletiangyal-hálózatból. Ezek szerint a hálózatokon keresztül érkező ajánlatok nagy részét nem érdemes megvalósítani. Az üzleti partnerek sokkal megbízhatóbb információforrásnak számítanak, a befektetések 63 százaléka ebből a forrásból származó információkon alapul. A norvég üzleti angyalok is megbízhatóbb minőségű befektetési ajánlatnak tartják azokat, amelyek személyes regionális és iparági kapcsolatikon keresztül érkeznek (*Sørheim* [2003]).

Mi lehet az oka, hogy az üzleti angyalok nem igazán használják a számukra létrehozott hálózatokat? *Harrison – Mason* [2002] eredményei is arra utalnak, hogy az üzleti angyalok annak ellenére nem tudnak megfelelő mennyiségű és minőségű befektetési lehetőséget találni, hogy az Egyesült Királyságban üzletiangyal-hálózatok sora épült ki az utóbbi évtizedben. Legtöbb esetben az üzleti terv nem felel meg az üzleti angyal befektetési kritériumainak. Az esetek kisebb részében pedig nem tudnak megegyezni a vállalkozókkal. További hiányossága a hálózatoknak, hogy nem képesek potenciális befektetőket és új vállalatokat bevonni a hálózatba. Javíthatna a befektetési lehetőségek minőségén, ha megpróbálnák előzetesen kiszűrni a rossz ajánlatokat. Nem ártana továbbá, ha a hálózatok tovább követnék a beruházásokat és nem vonulnának ki a megegyezésből, miután bemutatták egymásnak a befektetőket és a vállalkozókat.

Mindezeknek a problémáknak a megoldására *Harrison – Mason* [2002] az üzletiangyal-hálózatok második generációjának kialakítását ajánlja. Ezeknek már elsősorban nem az információáramlás elősegítése lenne a feladata, hanem az üzletben résztvevő felek oktatása és a befektetési ajánlatok minőségének ellenőrzése. Az oktatás egyik célja lehetne, hogy az informális befektetők befektetési kritériumait tágítsák (például más iparágakba is merjenek befektetni), esetleg úgy is, hogy segítenek nekik angyal-szindikátusokba szerveződni. Az üzleti angyalok és a vállalkozók oktatásán túl a támogató hálózatok (ügyvédek, könyvelők, könyvvizsgálók) képzésére is nagyobb hangsúlyt fektetne az üzletiangyal-hálózatok javasolt következő generációja. A befektetési lehetőségek és a befektetők kritikus tömegének eléréséhez a hálózatoknak mindkét oldal felé pro-aktívabbá kell válniuk, több potenciális befektetőt és vállalkozót vonzva a rendszerbe.

Egy ezeknek az új kritériumoknak megfelelő hálózatot mutat be *San José et al.* [2005]. A tanulmány szerint fontos jellemzője egy második generációs üzletiangyal-hálózatnak (ahogyan a szerzők nevezik: „üzletiangyal-akadémiának”), hogy különböző oktatást nyújt a potenciális és a már aktív üzleti angyaloknak. Azok számára, akik még csak fontolgatják a tőzsdén nem jegyzett vállalatba történő közvetlen tőkebefektetést, a legnagyobb gátat az jelenti, hogy nem tudják elkezdeni a vállalatok kiválasztásának és értékelésének folyamatát. Az aktív angyalok szintén a vállalatértékelés területén fejleszthetik képességeiket, de egy magas szintről indulva. *San José et al.* [2005] szerint sokat segít, ha a potenciális befektető először tapasztalatszerzés céljából passzív befektetőként vesz részt a befektetési folyamatban egy már tapasztalt üzleti angyal társfinanszírozójaként, így menet közben tanulhatja meg a szükséges lépéseket és fogásokat.

Knyphausen-Aufseß – Westphal [2008] felmérése szerint azonban az üzletiangyal-hálózatoknak egyszerűen nincs igazán hozzáadott értékük az üzleti angyaloknak számára. Az üzleti angyalok esetében a személyes benyomás nagyon fontos a befektetések kiválasztásában (*Aernoudt* [1999]), hiszen korlátozottak a lehetőségeik arra, hogy a kockázatok előzetes kiszűrésének más formáit alkalmazzák. Ez felértékeli a befektető és a vállalkozó közötti kapcsolatot és bizalmat, de ennek kialakítására csak korlátozottan van lehetőség az anonimitást őrző, összepárosításra épülő üzletiangyal-hálózatokban (*Prowse* [1998]). A személyes benyomás alapú kiválasztás miatt nem érdemes nagy hangsúlyt fektetni az üzleti angyalok képzésére, és az informális befektetők általában nem is igénylik ezeket.

A vállalkozóknak tartott képzések ráadásul segítenek a rosszabb minőségű vállalatoknak abban, hogy jó minőségű vállalatoknak tűntessék fel magukat, ami miatt az üzleti angyalok szűrési eljárásai nem működnek megfelelően. Ezt támasztja alá, hogy *Knyphausen-Aufseß – Westphal* [2008] az adott mintán azt találták, hogy azok a vállalatok, amelyek a hálózatok képzésein részt vettek és angyaloktól kaptak finanszírozást, nagyobb valószínűséggel váltak fizetéképtelenné, mint azok a vállalatok amelyeket nem a hálózatok közvetítettek az üzleti angyalok felé.¹¹ Viszont ha a hálózatok kontraszelektálják a vállalatokat, akkor az aktív, tapasztalt üzleti angyalok el fogják hagyni azokat. Emiatt viszont a hálózat nem lesz képes sem társfinanszírozásokat szervezni, sem pedig új potenciális befektetőket bevonni, mivel a tapasztalt angyalok nélkül ezek a szolgáltatások szintén segítenek. Ez alapján azok a fejlesztések, amelyekkel *Harrison – Mason* [2002] javítaná az üzleti angyal-hálózatokat, csak tovább rontanák a helyzetet, amennyiben a vállalkozókat még jobban kiképeznék, és ezzel erősítenék a kontraszelekciót.

4.1.3 Magyar tapasztalatok

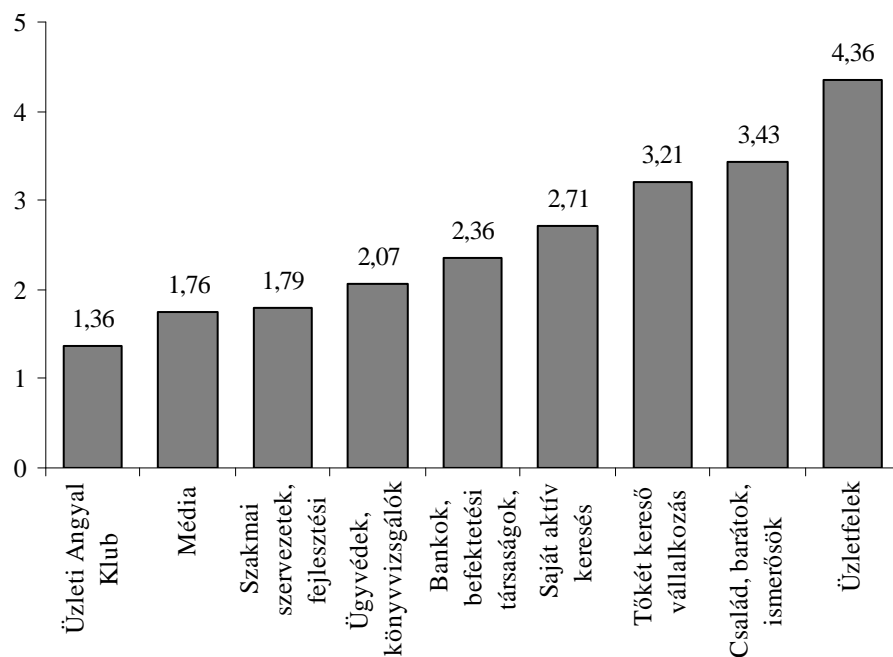
Makra – Kosztopulosz [2004] felmérésében szerepelt kérdés a magyar üzleti angyalok információs forrásaival kapcsolatban. Az eredmények az 5. ábrán szerepelnek. Ez alapján Magyarországon is egyértelműen a személyes információk vannak túlsúlyban: elsősorban üzletfelektől és a személyes ismerősöktől származnak befektetési lehetőségekről szóló információk. Ezen kívül fontosnak tűnik még a vállalatok és az üzleti angyalok aktív keresése. A sorban a legkevésbé fontos hírforrás az Innostart által üzemeltett Üzleti Angyal Klub, amely az elsőszámú hazai üzleti angyal-hálózatnak számít. A helyzetet súlyosbítja, hogy *Makra – Kosztopulosz* [2004] a kérdőívek kitöltéséhez felhasználták az Innostart kapcsolatait, tehát a minta feltehetően az Innostart „irányába torzít”.

Az Innostart működéséről sajnos nem áll rendelkezésre sok információ. A honlapon¹² található adatok alapján az Üzleti Angyal Klub 2000-ben történt megalapítása óta eddig 13 üzleti angyal klubot szervezett, ahol összesen 67 projekt mutatkozhatott be befektetők előtt, amiből 9 esetben jött létre finanszírozás. Sajnos sem a megkötött szerződések nagyságrendjéről, sem pedig a vállalatok jellemzőiről, későbbi fejlődésükről nem áll rendelkezésre információ. Így nehéz megítélni, hogy a 9 megkötött üzlet valóban sikernek tekinthető-e, ahogy a honlap beszámol róla. 2007-től az Üzleti Angyal Klubok szervezését átvette az Első Magyar Üzleti angyal-hálózat, amely azóta további 11 angyal klubot szervezett, de az eredményekről szintén nem sokat tudunk. A honlapon felsorolt 5 sikertörténet¹³ közül egyben biztosan az üzleti angyal-hálózat közvetített, de a többi esetben ez nem egyértelmű.

¹¹ Az eredményeiket viszont befolyásolhatta, hogy a vizsgált minta rendkívül rövid és 1999-2002 közötti, ami egy turbulens időszak volt, hiszen magában foglalta a dotcom tőzsdei „lufi” csúcspontját és kipukkanását is.

¹² <http://www.innostart.hu/innostart> (Letöltve: 2011. június 20.)

¹³ <http://www.uzletiangyal.net/index.php?type=sikertortenetek> (Letöltve: 2011. június 20.)



5. ábra. A befektetési lehetőségekről szerzett információ forrásai

Forrás: Makra – Kosztópulosz [2004].

Megjegyzés: a válaszadónak a lehetséges válaszokat egytől ötig terjedő Likert-skálán kellett értékelnie (1 – egyáltalán nem fontos, 5 legfontosabb). Minden egyes opciót véleményezni kellett, és az egyes válaszokat egyforma osztályzattal is értékelhette.

Ha vállalati oldalról tekintjük, Kosztópulosz – Makra [2007] eredményei alapján a személyes aktív keresés és az üzletfelek, üzleti partnerek ajánlásai után az Innostart Üzleti Angyal Klub a harmadik legfontosabb említett információforrás azok számára, akik befektetőket keresnek. A vállalatok hajlamosabbak tehát igénybe venni valamilyen közvetítő vagy vállalkozástámogató szervezet szolgáltatását, mint a befektetők. Ezt magyarázhatja a kontraszelekciónak a hatása, ami alapvetően a befektetőket teszi óvatossá.

4.1.4 Tovább lépési lehetőségek

Mi jelenthet tényleges tovább lépést? Létezik néhány pozitív példa, amelyre érdemes odafigyelni:

- Takalo – Tanayama [2008] modell alapú eredményei alapján az olyan kutatási-fejlesztési alap, mint a finn TEKES, amelyik a támogatás odaítélése előtt átvizsgálja az ötletet és a mögötte álló vállalatot, segíthet a vállalat külső finanszírozási költségeinek csökkentésében. Egyrészt magával a támogatással is csökkenthető a finanszírozási rés, másrészt az állami támogatás a piaci formális és informális kockázati tőkebefektetőknek azt a jelzést adja, hogy az ötlet életképes. Az állami átvilágítás mintegy tanúsítványt állít ki a vállalatról, amit saját források odaítélésével hitelesít is. Az eredmény empirikus alátámasztása egyelőre nem ismert.
- Figyelemre méltó példa a skóciai üzletiangel-hálózat, a LINC (Local Investment Commission) Trial Marriage Scheme programja 1998-99-ből. A programot a Skót Hivatal támogatta és az Európai Regionális Fejlesztési Alap biztosított hozzá forrásokat. A program

szerint a vállalkozás pályázhat legfeljebb 12 000 euróra, amiből (25 százalék önrész mellett) felfogadhat szakértőt, főként az üzleti tervek kidolgozásához, értékeléséhez, speciális problémák megoldásához. A cél az lenne, hogy egy olyan akadályt hárítson el, amely megakadályozta további tőke bevonását, és a megoldására a befektető nem lett volna hajlandó időt és pénzt fordítani. A vállalat által megnyert összeg kevés ahhoz, hogy tényleges szakértőt fogadjon fel, viszont elegendő ahhoz, hogy az üzleti anyagnak megérje megoldani a problémát – különösen, ha a problémán túl a vállalatot befektetésre érdemesnek találja. Ebben a programban az üzleti anyagnak vagy angyalcsoportnak kell kérnie a támogatást az adott vállalkozás számára. Általában üzleti angyal körökben nagyon magas az elutasítási arány – a program ezt csökkentheti azzal, hogy a kezdeti problémamegoldás költségeit részben átvállalja. Eredetileg az átvállalás feltétele volt: ha végül befektetésre kerül sor, a támogatást vissza kell fizetni a LINC-nek. Így a támogatás egyfajta biztosításként szolgált a potenciális befektető számára. Később ez a feltétel megváltozott. A támogatást immár nem kell visszatéríteni, hanem át lehet váltani a LINC által tulajdonolt üzletrészre a célvállalkozásban. Eredeti formájában hat vállalat jutott támogatáshoz a program segítségével, ebből öt esetben jött létre befektetés, a hatodik vállalkozás pedig licenc-megállapodást tudott kötni. Mason – Harrison [2004] felmérése alapján 2004-ben a támogatott hat vállalkozásból három még működött, egy pedig beolvadt egy másik vállalkozásba. *Mason – Harrison* [2004] három erősségét emeli ki ennek a programnak:

1. a program könnyen kiterjeszthető (könnyebben, mint azok, amelyek oktatáson alapulnak és emiatt a megfelelő oktatók száma erős korlátot jelen a program növelésében);
 2. a program nagy tőkeáttétellel működik, azaz kis mennyiségű közpénzből nagy mennyiségű tudást, tapasztalatot és pénzügyi tőkét mozgat meg;
 3. a program egyre inkább az angyal-szindikátusokat célozza, hogy a tranzakciós költségek részbeni megtérítésével ellensúlyozza a szindikátusok nagyobb befektetések felé történő sodródását.
- A *Business Link* egy 1993 óta a brit kormányzat által működtetett tanácsadó és útmutató program kis és közepes vállalkozásoknak. A *Business Link* elsősorban Angliára koncentrált, vannak azonban hasonló szolgáltatások Skóciában (*Business Gateway*), Észak-Írországban (*nibusinessinfo*) vagy Walesben (*Flexible Support for Business*). Alapvetően két részből áll egy honlapból és egy regionálisan szervezett személyes tanácsadó szolgáltatásból.¹⁴ A regionálisan szervezett irodákat a Regionális Fejlesztési Alapok tartják fenn. A 89 irodában hetente közel 10 000 vállalkozás vette igénybe a szolgáltatásokat. A program viszonylagos sikerének titka a személyes tanácsadási szolgáltatás minősége biztosítja (*Mole* [2002a]), amely a 650 személyes üzleti tanácsadón alapszik, akik közé elsősorban olyanokat kerestek, akiknek már van üzleti tapasztalatuk, sőt lehetőleg vezettek vállalkozásokat.¹⁵ A programot igyekeztek abba az irányba elmozdítani, hogy kevesebb vállalkozásnak nyújtsanak több szolgáltatást, de ezek a próbálkozások nem jártak sikerrel. A szolgáltatás másik fontos eleme a 2004 óta működtetett honlap¹⁶, ami egyszerre tartalmaz útmutatókat, személyre szabható eszközöket és tranzakciós lehetőségeket (segít például az áfa kalkulációban, engedélyek online megszerzésében). A honlapon esettanulmányok is szerepelnek (pl. Hogy találtam üzleti angyalt a vállalkozásomhoz). Léteznek persze hasonló magyar

¹⁴ A program jelenleg átszervezés alatt áll, amelynek során a regionális tanácsadó irodák megszűnnek, a honlap pedig 2011 novemberéig üzemel

¹⁵ Másrészt *Mole* [2002b] eredményei arra utalnak, hogy bár a program sikeres, de a *Business Link* tanácsadói által adott tanács valószínűleg mégis kisebb súllyal szerepel a vállalkozó döntésében, mint a vállalkozás saját könyvelője vagy ügyvédje által adott tanács. Az utóbbiaknak jobban hisz a vállalkozó, mivel jobban érdekelték a vállalat fennmaradásában.

¹⁶ <http://www.businesslink.gov.uk/bdotg/action/home> (Letöltve: 2011. június 20.)

Az informális szinten működő csoportok *Sohl* [1999] vizsgálata alapján az USA-ban átlagosan 6-8 üzleti angyalból állnak, ahol a társfinanszírozók legtöbbször barátok vagy üzleti partnerek. A csoportokon belül van egy vezető befektető, aki megszervezi a befektetést és kockázat csökkentése és a nagyobb forrás érdekében vonja be a többieket a finanszírozásba. A vállalkozás átvilágítását is a vezető befektető végzi. Ezek azonban amorf csoportok, hiszen adott befektetéshez alakulnak. Egy másik befektetéshez lehet hogy más tagokat állnak össze egy másik vezető befektető szervezésében. A csoportok általában regionális szinten működnek, és ismerősöktől származó információkra alapulnak.

Paul és Whittam [2010] a strukturált üzleti angyal csoportok „kapuőr” (*gatekeeper*) szereplőjét emelik ki. A kapuőr lehet egy vezető angyal (*lead angel*) a szindikátusban, aki megszervezi a klub működését. Ez viszont csak addig működhet, amíg viszonylag kevés a teendő. Egy bizonyos klubméreten, azaz az üzleti angyalok bizonyos számán túl azonban a szervezési feladatok túl nagy munkamennyiséget jelenthetnek, ezért a nagyobb klubok már professzionális menedzsereket szerződtetnek. Mivel legtöbbször ők érintkeznek a szindikátus nevében a külvilággal, ezért általában ők jelentik csoport arcát. Ismertnek is kell lenniük, mert így a személyükhöz kapcsolják szindikátust, és a finanszírozást kereső vállalatok is őket találják meg először. Ők tartják a kapcsolatot a kockázati tőkealapokkal és befektetési bankokkal is (*May* [2002]). Hozzájuk érkeznek tehát általában az üzleti tervek. Elsődleges feladatuk, hogy átválogassák ezeket a beérkező befektetési lehetőségeket. Ők őrzik tehát csoport kapuját, és engedik be a minőségileg megfelelő vállalkozókat. Az első válogatás az úgynevezett „józanági teszt” (*sanity check*), amelynek során az egyértelműen kivitelezhetetlen üzleti terveket szűrték ki. Ezt a menedzserek általában még egyedül végzik, és emiatt érteniük kell a kisvállalkozások finanszírozásához, működéséhez, tárgyaláshoz és behatóan ismerniük kell a csoport tagjainak befektetési preferenciáit is. A második szűréshez viszont legtöbbször már megkérlik valamelyik csoporthoz tartozó üzleti angyalt, aki ért az adott iparághoz, hogy segítsen az üzleti terv minőségének felmérésben. A kapuőrök másik fontos feladata, hogy közvetítsenek a szindikátus tagjai között, tudják, mikor kitől kell tanácsot kérni, ki segíthet a döntés előkészítésében. Ennek része az is, hogy új üzleti angyalok klubba történő felvételét is nekik kell előkészíteniük. Azonban nem csak a klub tagjai között kell közvetíteniük, hanem a finanszírozást kereső vállalkozások és a tagok között is. Ők készítik elő a szerződést, tartják a kapcsolatot a vállalattal, tájékoztatják a tagokat a vállalat helyzetében bekövetkezett változásokról, beszámolnak a befektetés alakulásáról.

A strukturált angyal csoportok formalizáltabb változatát jelentik a Dinner Clubok (*May* [2002]). A 40-75 taggal, cég formában működő befektetői csoportok túllépnek a klubszerű találkozókra, és menedzsmentet szerződtetnek közös ügyeik szervezésére. Ennek a menedzsmentnek az elsődleges feladata, hogy előzetesen szűrje a beérkező üzleti terveket. A szűrésen átjutott vállalkozók, havonta 2 később egy üzleti vacsora keretében mutathatják be terveiket a csoport tagjainak. Ha a csoport tagjainak tetszik az adott terv, akkor a menedzsment feladata a teljes átvilágítás és a megegyezés kereteinek kidolgozása egy erre a célra alapított albizottság élén, amiben önkéntes alapon a csoport többi tagja is részt vehet. Az előkészített tervezet kivitelezéséhez a csoport újabb jóváhagyása szükséges. Később itt is a menedzsment tartja a kapcsolatot a vállalkozással és informálja a csoport tagjait a fejleményekről. Az évi 25 bemutatkozó cégből, átlagosan 15-18 esetben kerül sor az átvilágításra, és 7-9 esetben történik befektetés. A Dinner Clubok azt is megengedik, hogy ha egy befektetőnek nagyon tetszik egy adott befektetés, akkor a klub befektetését saját forrásokkal kiegészítse (*side-by side* befektetés), nagyobb részesedést és kockázatot vállalva ezzel.

Sørheim [2003] egy egészségügyi piacra belépő, induló vállalkozásokba fektető angyalcsoport példáját mutatja be, amelynek 45 tagja van, akik nagyrészt vállalatukat már eladott

vállalkozók (*cached out entrepreneurs*). Mint a legtöbb strukturált üzletiangyal-csoport esetében, itt is fizetett alkalmazottak végzik az előzetes átvilágítás nagy részét, de a teljes átvilágításban (*due diligence*) már tagok is részt vesznek. A csoportoknak meghatározó jellemzője az önszerveződés, hiszen bizalmon alapulnak, és általában regionálisan vagy iparág szinten működnek.

Hasonló szerepet tölt be a *Kosztópulosz – Makra* [2004] által bemutatott intézményi arkangyal (*institutional archangel*), amely az angol informális kockázati tőkepiac érdekes és nem tipikus szereplője. Alapvetően egy profitorientált szerezet, amely felkutatja, kiszűri és strukturálja a befektetési lehetőségeket, majd a hálózat tagjaiból befektetői szindikátusokat szervez. Munkadíját a tőkét kereső vállalkozásoktól kapja. Sok esetben kockázati tőketársaságokkal is együttműködik, amelyek üzleti angyalokat is (passzív befektetőként) bevonó alapokat szerveznek.

4.2.2 Magyar lehetőségek

Kérdéses, hogy nálunk mennyire érett meg angyalcsoportok létrehozására az idő. Ha nincsenek eleve angyalok, kik fognak összeállni? Az intézményi keretnek képesnek kell lennie arra, hogy a következő funkciókat ellássa: (1) a „klubtagok” megfelelő szelekciója; (2) a klubon belüli bizalmi légkör megteremtése; (3) a befektetéseket támogató döntéselőkészítés menedzselése; (4) a csoportos befektetéseket megkönnyítő jogi forma kialakítása; (5) a befektetők és a finanszírozott vállalkozók, illetve cégek megbízhatóságáról, teljesítményéről megbízható információk generálása és terjesztése.

Támogatást jelenthet, ha eleve meglévő lokális vagy ágazati szerveződések (kamara, vállalkozói klub, szövetség) vállalja fel az üzleti angyalok megszervezésének funkcióját, és ezzel segítse az angyal-közösségek megszerveződését. A realitás azonban az, hogy a legtöbb helyen ezek a szerveződések maguk is nagyon kezdetleges formában működnek. További alternatíva, hogy a települési vagy kistérségi szintű kormányzat karolja fel az ügyet. Ennek különösen olyan befektetések esetén lehet értelme és haszna, amelyek helyi gazdaságfejlesztési célokat szolgálnak (például a befektető vállalkozók által is használt infrastruktúrát javítják). Kulcskérdés azonban, hogy ki vállalja fel – megfelelő szakértelemmel és tapasztalattal – a felelősséget az önkormányzat által támogatott befektetési projektekért. Vélhetően olyan konstrukcióra van szükség, ahol egy-egy vezető magánbefektető vállalja az egyes befektetési projektek vezetését, saját reputációját és pénzét is kockára téve. Megfontolásra érdemes, hogy a kormányzat kísérleti jelleggel támogassa, hogy nagyobb települési önkormányzatok és vállalkozói szervezetek „angyalklubok” számára megfelelő intézményi kereteket alakítsanak ki.

4.3 A pénzügyi közvetítők szerepe: profitorientáltak üzletiangyal-hálózatok

Az üzletiangyal-hálózatok bemutatásakor kiemeltük, hogy az esetek nagy részében az állam finanszírozza őket. Ez azonban nem kizárólagos helyzet, léteznek magánkézben lévő, profitorientált üzleti hálózatok is. Érdekes kérdést jelent, hogy vajon a finanszírozás különbsége és ezzel a motivációk különbsége okoz-e viselkedésbeli eltérést, azaz másképpen, esetleg jobban működnek-e, mint az állami hálózatok.

4.3.1 Nemzetközi tapasztalatok

Általában ezek a hálózatok nem mindig öltenek explicit formát, néha csak egyes piaci intézmények, mindenekelőtt bankok, pénzügyi szolgáltatók – például *corporate finance*

szolgáltatásaik keretében – bevonnak angyalokat is vállalkozások finanszírozásába. Ez történhet úgy is, hogy a bank saját ügyfeleit ajánlja társbefektetőként a hitelért hozzá forduló vállalkozónak, de úgy is, hogy az üzleti angyal(ok) és a vállalkozó együtt keresik meg a bankot (*Harrison – Mason [1997]*).

A profitorientált hálózatokban fontos szerepet kaphatnak bankok és más pénzügyi szolgáltatók. Komoly előnyt jelenthet a bank számára, hogy egy üzleti angyal által is finanszírozott vállalkozó általában jobb minőségű a mérlege, és mivel az üzleti angyal részt vesz a vállalkozás ellenőrzésében is, így az ügynöki (morális) kockázat is kisebb. Az üzleti angyalok tanácsaikkal elősegíthetik a vállalat jobb működését is (*Mason – Harrison [1996]*). Összességében biztonságosabb hitelezni ilyen vállalatoknak. Így viszont gyakran előfordul, hogy az üzleti angyal egy olyan finanszírozási csomag részévé válik, amelyben velük párhuzamosan bankok és más finanszírozók is részt vettek a finanszírozásban (*Harrison és Mason [1997]* adatbázisa 22 ilyen esetről tud 1993-94-ben, amelyek nagysága elérte 7,1 millió fontot).

Többféleképpen vehet részt bank egy üzleti angyal-hálózat üzemeltetésében:

- Egyszerűen együttműködik már meglévő hálózatokkal. Ajánlhatja vállalkozások és ügyfelei számára, hogy a hálózaton belül keressenek maguknak partnert. Segíthetnek a vállalkozásoknak, hogy megfelelően felkészüljenek az üzleti angyallal történő találkozásra.
- A bank szponzorálhat is egy hálózatot, azaz hozzájárulhat annak fenntartási költségeihez. Ennek segítségével a hálózatok nagyobb marketingkampányokat tudnak finanszírozni, ami segíthet a finanszírozót kereső vállalkozók és a befektetést kereső üzleti angyalok kritikus tömegének elérésében. Ezen felül jobb szakembereket tudnak foglalkoztatni, ami mind hálózat a tanácsadási-, mind pedig a szűrési funkciójának minőségét javíthatja. Néhány hálózat magánszponzorait mutatja be a 17. táblázat.

17. táblázat. Néhány üzleti angyal-hálózat szponzorai 2005-ben

Név	Jellemző	Díjak		Magánszponzor	Közsféra
		egyéni	vállalkozó		
LINC Scotland	nemzeti szintű, nonprofit, Skócia	150 £ éves tagdíj	100 £ + VAT regisztrációs díj 1%-os sikerdíj (min. 500 max. 2000 £ + VAT)	The Royal Bank of Scotland, Lloyds TSB, Bank of Scotland	Scottish Enterprise, Európai Regionális Fejlesztési Alap
Netzwerk Nordbayern	regionális, nonprofit, Németország	nincs	Nincs	Sparkasse, Microsoft Deutschland, Siemens	Lfa Förderbank Bayern, Bajor Gazdasági Minisztérium
Active Capital	nemzeti, nonprofit, USA	max. 450 \$ éves díj	199\$ a szoftverhasználati díj	Petillon & Hiraide ügyvédi iroda	US Small Business Administration

Forrás: *Kosztópulosz – Makra [2007]*, 91. o.

- A bank létrehozhat saját hálózatot. Ennek egy példáját írja le *Mason – Harrison [1996]*: a National Westminster Bank nemzeti szintű üzleti angyal-hálózatot alapított. Ennek előnyét abban látta a bank, hogy így sokkal jobban személyre tudja szabni a vállalkozásnak nyújtott szolgáltatást, hiszen mindenkinek olyan finanszírozást tud ajánlani, amilyenre szüksége van.

Ezen felül abban is reménykednek, hogy az üzleti angyal személyes tanácsaival segíteni tud a menedzsment problémák megoldásában.

- Az is előfordulhat, hogy a pénzügyi szolgáltató kiközvetíti az üzleti angyalt a vállalat felé *corporate finance* szolgáltatás keretében, de itt gyakran a pénzügyi közvetítők inkább a vállalkozást tekintik ügyfelének, nem pedig a magánbefektetőt. Ilyen közvetítő tevékenységre utalhat, hogy *Reitan and Sørheim* [2000] adatai alapján a norvég üzleti angyalok számára a bankok, valamint a kockázati és befektetési társaságok jelentik a harmadik legfontosabb információforrást.

A bankok által működtetett üzleti angyal-hálózatok azonban felvetik a hitelesség kérdését is. A befektetőben felmerülhet, hogy a bankok csak meg akarnak szabadulni a legkockázatosabb ügyfeleiktől, vagy pedig "dajkát" keresnek számukra. A hitelességi kérdés elkerülésére *Mason – Harrison* [1996] azt ajánlja, hogy szerencsésebb, ha a hálózatot egy pártatlan harmadik fél irányítja.

Harrison – Mason [1997] a non-profit vagy kormányzat által fenntartott üzleti angyal-hálózatokat hasonlítja össze a magánkézben lévő profitorientált üzleti angyal-hálózatokkal. A vizsgálat során a legfőbb kérdés, amelyre a szerzők választ szeretnének kapni, hogy a profitorientált üzleti angyal-hálózatok megjelenése után indokolható-e még egyáltalán az állami szerepvállalás a cégek és üzleti angyalok közötti közvetítésben. *Harrison és Mason* [1997] eredményei azt mutatják, hogy az állam által támogatott (és egyéb non-profit) hálózatok kisebb méretű és az életciklusuk korábbi szakaszában lévő vállalatok számára közvetítenek informális befektetőket, szemben a magán hálózatok által kiválasztott nagyobb projektekkal és/vagy érettebb szakaszban lévő vállalatokkal, ezért szerintük továbbra is helye van a piacon az állami részvételnek.

4.3.2 Magyar lehetőségek

Magyarországon más kontinentális európai országokhoz hasonlóan a bankok sokkal fontosabb szerepet a vállalkozások finanszírozásában a tőkepiacokhoz képest, mint az angolszász országokban. Emiatt mindenképpen figyelmet kell fordítani a magántőke-befektetők és a bankok viszonyára. A nemzetközi példák alapján a bankok közvetítő szerepet tölthetnek be az üzleti angyal jellegű befektetők és a finanszírozásra vágyó vállalkozások között. A bankoknak érdeke fűződik ahhoz, hogy csökkentsék a hitelkihelyezés kockázatait, és ebben segíthetik őket a tapasztalt, felkészült befektetők. A bankok mindkét félről részletes, hiteles információkkal rendelkezhetnek, így egyfajta minőségbiztosítási szerepet tölthetnek be az informális kockázati tőke-piacon.

4.4 Junior tőzsdék

A világon és Európán belül is több helyütt működik olyan „junior tőzsde” vagy „alternatív befektetési piac”, amely a közepes vállalkozások számára is elérhető, mivel egyszerűbb szabályok alapján kevesebb költséggel lehet részvénykibocsátást lebonyolítani. Először bemutatunk néhány fontosabb pozitív példát, majd áttekintjük, milyen feltételek mellett működhet jól egy ilyen intézmény. Végül a magyarországi lehetőségeket vesszük számba.

4.4.1 Nemzetközi példák

London Stock Exchange Alternative Investment Market (LSE AIM)

1995-ben alapították, eredetileg nemzeti tőzsde, de azóta nagy népszerűségnek örvend nemzetközi kibocsátások terén is. Eddig 3125 vállalat kérte felvételét a tőzsdére, ebből 2603 vállalatot alapítottak az Egyesült Királyság területén, 522 cég pedig külföldön. Ezek a vállalatok összesen 67,5 milliárd font értékben gyűjtöttek tőkét új vagy egyéb/további kibocsátásokkal (rábocsátás), azaz átlagosan 21,6 millió font tőkét szereztek. Az idők során 141 vállalat növelte ki a junior piacot és kérte átvezetését a Londoni Értéktőzsde fő piacára.

A tőzsde jellemzői címszavakban (*Sisodia* [2009]):

- Nincs meghatározott minimum méret.
- Egy másik hírneves tőzsdén 18 hónapig jegyzett részvény egyszerűsített eljárással kerülhet bevezetésre.
- A részvényeket bármilyen elérhető devizában lehet denominálni és kereskedni velük.
- Kijelölt tanácsadók (Nominated advisor, Nomad) igazolják, hogy a vállalat bevezetésekor teljesíti az AIM követelményeit – saját hírnevével vállal ezért felelősséget.
- A kiválasztott Nomad a későbbiekben is felügyel és tanácsokat ad, segít felkészülni és működni a tőzsdén, de egyben ő az, aki ellenőrzi a tőzsde szabályainak betartását.
- Kijelölt tanácsadót az AIM által jóváhagyott Nomad-ok 62-es listájáról lehet kiválasztani.

A 18. táblázat mutatja a belépési korlátok különbségét az AIM és a szenior tőzsde között.

18. táblázat. Különbségek a Londoni Értéktőzsdén az Alternative Investment Market és a Main Market között

LSE AIM	LSE fő piac (Main Market)
- nincs minimális tőke méret	- minimális tőke méret
- nincs elvárt közkezhányad	- minimum 25%-os közkezhányad szükséges
- nincs szükség korábbi működés dokumentálására	- általában 3 évnyi működés auditált dokumentálása szükséges
- legtöbb tranzakcióhoz nem szükséges előzetes részvényesi jóváhagyás	- előzetes részvényesi hozzájárulás szükséges nagyobb vásárlások vagy eladásokhoz
- kijelölt tanácsadó folyamatos jelenléte szükséges	- bizonyos tranzakciókhoz szponzorokra van szükség
- általában a felügyelet nem vizsgálja az AIM-en történő kibocsátást, kivéve ha az kibocsátási tájékoztatót is tartalmaz	- minden kibocsátási tájékoztató a felügyelet jóváhagyását igényli

Forrás: <http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/publications/documents/a-guide-to-aim.pdf> (2010. június 20.) alapján saját összeállítás..

First North

A First North Stockholmban a NASDAQ OMX részeként működik, és a skandináv és a balti országok vállalkozásai előtt is nyitva áll. 2005-ben indították. Főbb jellemzői a következők (Sisodia [2009]):

- Nem számít EU-által szabályozott piacnak.
- Kibocsátási tájékoztatóra csak abban az esetben van szükség, ha nyilvános kibocsátás történik.
- Nincs szükség korábbi működés dokumentálására.
- Nincs minimális piaci érték.
- Nem kell megfelelni a vállalat irányítási kódexnek.
- Nincs iparági vagy származási ország megkötése a kibocsátó esetében.
- Hitelesített tanácsadók (certified advisor) vezetnek át a vállalatokat a jelentkezés/felvételi folyamatán és később is vállalja a felelősséget, hogy vállalat teljesíti a First North feltételeit.
- Nem szükséges nemzetközi pénzügyi beszámolási szabványok (*International Financial Reporting Standards*, IFRS) alkalmazása és közzétételi szabályok is sokkal enyhébbek.

Toronto Stock Exchange for Venture Exchange (TSXV)

A torontói tőzsde részeként működő nyilvános kockázati tőke-piac, amely arra szakosodott, hogy 500 000 és 20 millió dollár közötti tőkeigényt elégítsenek ki. A piacra jutási feltételek, amelyek iparáganként eltérnek, inkább a termékre és a menedzsment tapasztalataira koncentrálnak, mint a jövedelmezőségre. Az újonnan bevezetett vállalatok mellé ebben az esetben is megfelelő mentorokat adnak. Magának TSXV-nek szintén 2 szintje van, és ezeken belül is több kategóriát különítenek el az alapján hogy bevezetéskor a vállalat milyen követelményeknek tett eleget.

Carpentier et al. [2010b] összehasonlításai alapján még a Torontói Értéktőzsde fő piaca is inkább junior tőzsdének számít nemzetközi szinten (vállalat méretet és kapitalizációt tekintve az AIM-hez hasonlítható), a TSXV-re bejegyzett cégek pedig átlagosan kisebbek, mint a First North-ra bevezetett cégek. 2009-ben 2178 cég részvényeit jegyezték a TSXV-n, a medián tőkepiaci kapitalizáció 4,2 millió dollár volt, az átlagos finanszírozás pedig 2,2 millió dollár.

Carpentier et al. [2010b] a magán és a nyilvános kockázati tőke-társaságok működését hasonlították össze. Azt találták, hogy a tőzsdére kisebb, élet-ciklusuk korábbi szakaszában található vállalatok kerülnek. A nyilvános kockázati tőkét használó tőzsdei cégek esetében 4-szer akkora sikeres cégek aránya Csak 2009-ben 20 cég lépett tovább a Torontói Értéktőzsdére.¹⁸ Minden egyes magán kockázati tőke társaságok közreműködésével véghezvitt nyilvános kibocsátásra 7 olyan cég jut, amelyet átvezetne a Torontói Értéktőzsde

¹⁸ *Carpentier et al.* [2010b] a nyilvános kockázati piac esetében azzal méri a sikeres cégek arányát, hogy mennyi vállalatot vezetnek át a junior tőzsdéről az érettebb szenior részvénytőzsdére, míg a magán kockázati tőkeből finanszírozott társaságok esetében a szenior piacokon lebonyolított nyilvános részvénykibocsátást állítják siker kritériumnak. Adataik szerint TSXV-n a cégek 7,67%-t vezetnek át TSX-re, míg a magán kockázati tőke által támogatott vállalatok 1,8%-a jut el nyilvános kibocsátásig.

fő piacára (TSX) a junior tőzsdéről.¹⁹ A TSXV-ről sikertelenség miatt kivezetett cégek aránya is jobb, mint magán kockázati társaságok bukási rátája. Ezek az eredmények különösen érdekesek annak fényében, hogy a nyilvános kockázati tőke piacnak elméletileg működnie sem lenne szabad, hiszen a tőzsdei befektetők (intézményi befektetők számára kicsik ezek a részvények) nem rendelkeznek azokkal az információkkal, tapasztalatokkal és eszközökkel, amikkel formális kockázati tőke társaságok kezelhetik a befektetéseik kockázatát.

4.4.2 Mi kell egy junior tőzsde sikeréhez?

A junior tőzsdékkel kapcsolatban gyakran említik problémaként, hogy mivel a piacok viszonylag „sekélyek” (ritkán kereskednek a papírokkal), ezért elvileg jó lehetőséget kínálnak a piacok befolyásolására, manipulálására. Emiatt is elsősorban nagy gazdaságokban, vagy regionálisan, és jellemzően egy nagyobb, jól működő tőzsde részeként lehetnek életképesek (*Sisodia* [2009]).

A junior tőzsdék általában a szigorú állami tőzsdeszabályozás keretein kívül, önszabályozóan működnek. Úgy tűnik, ez fontos feltétele a rugalmasságuknak. A lazább szabályozás azonban problémákat is felvet. Egyrészt előfordulhat, hogy az alacsonyabb belépési korlátok miatt ténylegesen rosszabb minőségű cégek jutnak a tőzsdére. Erre utalhatnak *Carpentier et al.* [2010a] eredményei, akik a kanadai junior tőzsdére történő bejutás két lehetséges módját vizsgálták. Az egyik a szokásos nyilvános kibocsátás (IPO) a másik a fordított felvásárlás, azaz amikor a vállalat egy már tőzsdén jegyzett kiürített vállalat (shell company) felvásárlásával jut a parkettre. Az utóbbi egy gyorsabb és kevésbé szabályozott bevezetési forma, ami egyben kevésbé átlátható, nem hiába hívják hátsó kapus piacra jutásnak is. *Carpentier et al.* [2010a] eredményei alapján általában kisebb és rosszabb jövedelmezőségű vállalatok választják a kevésbé szabályozott piacra jutást és ezek a vállalatok a bevezetést követően is rosszabbul teljesítenek. Ez alapján az enyhébb szabályozás kontraszelektálja a vállalatokat.

Másrészről viszont *Espenlaub et al.* [2007] és *Nielsson* [2010] is azt találta, hogy az alacsonyabb belépési korláttal működő Londoni Értéktőzsde (*LSE*) junior piacán, az alternatív beruházási piacon (*Alternative Investment Market, AIM*) bevezetett papírok túlélési esélyei ugyanolyan jók, mint más tőzsdéken (amerikai vagy kontinentális tőzsdéken egyaránt). Tehát nagy számú bevezetés nem annak köszönhető, mert rosszabb minőségű cégeket vonzanak ezek a tőzsdék. Eredményeik szerint a szigorúbb szabályozás önmagában nem eredményez jobb minőségű cégeket, jobban teljesítő tőzsdéket és biztonságosabb befektetéseket. *Carpentier and Suret* [2011] pedig a Torontói Értéktőzsde nyilvános kockázati tőke piacára belépett cégek esetében talált hasonló túlélési esélyt, mint az amerikai piacok nagy nyilvános kibocsátásai esetében. Tehát az alacsonyabb belépési korlát ebben az esetben sem vezetett rossz minőségű cégek felülreprezentálásához. Mindezek mellett *Carpentier – Suret* [2011] azzal is kiegészítik ezt az eredményt, hogy a nyilvános kibocsátáskori jövedelmezőség, jó hírű könyvvizsgáló vagy befektetési bankár részvétele a kibocsátás szervezésében, ezen felül a méret és a vállalat kora növeli a túlélés esélyeit.

¹⁹ Mindemelllett *Carpentier et al.* [2010b] azt is megjegyezték, hogy TSXV-re bevezetett vállalatoknak általában hosszabb ideig tart feljutni a szenior piacra, mint a kockázati tőke társaságnak elvezetni az általa támogatott céget a tőzsdéig.

Mizuno – Tabner [2008] alapján sikeres/versenyképes tőzsdék ismertető jegyei a következők:

- Többlépcsős szerkezet, ami külön piacokat kínál induló vállalkozásoknak és érett cégeknek.
- Az alacsonyabb kereskedési lépcsőkön a bevezetési és az ismétlődő költségek is alacsonyabbak.
- A befektetőket figyelmeztetik a különböző szinteken jegyzett vállalatok esetében különböző a befektetés kockázata és a befektetők védelme.
- Üzemeltetnek egy olyan rendszert, aminek során a cégek alacsony költséggel tudnak a különböző szintek között mozogni, ha megfelelnek a következő lépcső elvárásainak.
- A szintek közötti váltásra formális jelentkezés és a befektetők tájékoztatása után legyen lehetőség.
- Minden szinten külön rendelkezésre áll a vállalatirányítás legjobb/elvárt gyakorlata.
- A tőzsdére jutás feltételeit széles körben kommunikálják (például megfelelően felépített weblap segítségével).

A junior piac működéséhez szükséges feltételek listáját *Sisodia* [2009] azzal egészíti ki, hogy szükség van kifejezetten ezekre a piacokra szakosodott „piaccsinálóként” (*market maker*) működő pénzügyi szereplőkre (lásd a Nomadokat a londoni piacon vagy a Certified Advisereket a First North-on), és hogy előnyös, ha a bevezetést lebonyolító pénzügyi szolgáltató minden esetben kibocsátási garanciát is vállal.

4.4.3 Magyarországi alkalmazhatóság

A Budapesti Értéktőzsdére (BÉT) bevezetett minden részvény esetében szükséges a tőzsdei bevezetéshez készített tájékoztató, melynek közzétételét a megfelelő felügyeleti szerv is engedélyezi. Ennek ellenére a B részvény kategória feltételei hasonlítanak a nemzetközi junior tőzsdék elvárásaihoz (19. táblázat), azaz nem tartalmazzák megkötést sem a cég vagy a közkezhányad méretére sem pedig a korábbi működés dokumentálására. Ami viszont eltérést jelent, hogy sem a bevezetést vezető pénzügyi szolgáltató, sem pedig más tőzsdéhez köthető szervezet nem ad tanácsokat vagy felügyeli későbbiekben a bevezetett vállalatokat.

19. táblázat. BÉT részvény kategóriák

	Részvények „A” kategória	Részvények „B” kategória
Bevezetendő részvény sorozat mérete	Árfolyamértéken legalább 2,5 milliárd forint	Nincs követelmény
Bevezetendő részvény sorozat közkezhányada	- a bevezetésre kerülő sorozat legalább 25 százaléka közkezen van; vagy - legalább kétmilliárd forint árfolyamértékű részvény közkezen van; vagy - az értékpapír-sorozat bevezetéskor legalább 500 tulajdonos tulajdonában van.	Nincs követelmény
Tulajdonosok száma	Legalább 100 tulajdonos	Nincs követelmény
Működés elvárt historikája	Három teljes befejezett, auditált év	Nincs követelmény

Forrás: http://www.bet.hu/topmenu/kibocsatok/tozsderelepes/bevezetes_feltetelek (Letöltve: 2011. június 20.)

Tehát a BÉT esetében nem önmagában a bevezetési feltételek szigorával van probléma. A nemzetközi tapasztalatok alapján elsősorban egy nagy piachoz kötődő, jól működő, likvid tőzsdének érdemes junior piac nyitását gondolkodnia. Ezeknek a feltételeknek jelenleg a BÉT nem felel meg. Ahogyan a fő tőzsdének, úgy a junior tőzsdének egy nagyobb regionális környezetben lenne esélye igazán forrás bevonásra. Láttuk azt is, hogy a junior tőzsdék elkülönülten intézményesülnek. Önmagában a könnyített részvénykibocsátás lehetősége speciális támogató környezet nélkül nem elégséges. A magyar kormányzatnak tehát először a BÉT jövőjéről kell döntenie (annak szabályozásán kell javítania), és ennek függvényében érdemes megfontolni egy junior piac kezdeményezését, amely a skandináv First North-hoz hasonlóan vélhetően csak regionális szinten lehet életképes.

4.5 Javaslatok

Az informális tőkebefektetések alapja a személyes bizalom, amelyet jelentős mértékben a helyismereten és a személyes reputációból fakadó ösztönzőkön alapul. Ezért az üzleti angyalhálózatokat is érdemes szűkebb földrajzi körben létrehozni. Elsősorban a befektető és a vállalkozás közötti bizalom megteremtését kell elősegíteniük, például a vállalkozások hiteles minősítésével vagy a kezdeti „ismerkedési” fázis költségeinek részleges átvállalásával. Az üzleti angyalokat támogató programok különösen hatékonyak lehetnek, ha önszerveződő angyalcsoportokhoz, - klubokhoz kapcsolódnak.

Kérdéses, hogy nálunk mennyire érett meg angyalcsoportok létrehozására az idő. Az intézményi keretnek képesnek kell lennie arra, hogy a következő funkciókat ellássa: (1) a „klubtagok” megfelelő szelekciója; (2) a klubon belüli bizalmi légkör megteremtése; (3) a befektetéseket támogató döntéselőkészítés menedzselése; (4) a csoportos befektetéseket megkönnyítő jogi forma kialakítása; (5) a befektetők és a finanszírozott vállalkozók, illetve cégek megbízhatóságáról, teljesítményéről megbízható információk generálása és terjesztése.

Megoldást jelenthet, ha eleve meglévő lokális vagy ágazati szerveződések (kamara, vállalkozói klub, szövetség) vállalja fel az üzleti angyalok megszervezésének funkcióját. További alternatíva, hogy a települési vagy kistérségi szintű kormányzat karolja fel az ügyet. Ennek különösen olyan befektetések esetén lehet értelme és haszna, amelyek helyi gazdaságfejlesztési célokat szolgálnak (például a befektető vállalkozók által is használt infrastruktúrát javítják). Olyan konstrukcióra van szükség, ahol egy-egy vezető magánbefektető vállalja az egyes befektetési projektek vezetését, saját reputációját és pénzét is kockára téve. Megfontolásra érdemes, hogy a kormányzat kísérleti jelleggel támogassa, hogy nagyobb települési önkormányzatok és vállalkozói szervezetek „angyalklubok” számára megfelelő intézményi kereteket alakítsanak ki.

A nemzetközi példák alapján a bankok fontos közvetítő szerepet tölthetnek be az üzleti angyal jellegű befektetők és a finanszírozásra vágyó vállalkozások között. A bankoknak érdeke fűződik ahhoz, hogy csökkentsék a hitelkihelyezés kockázatait, és ebben segíthetik őket a tapasztalt, felkészült befektetők. A bankok mindkét félről részletes, hiteles információkkal rendelkezhetnek, így egyfajta minőségbiztosítási szerepet tölthetnek be az informális kockázati tőke-piacon.

Az induló fázison túljutott, nagyobb kkv-k számára tőkebevonási lehetőségek jelenthet egy junior tőzsde (vagy alternatív befektetési piac). A nemzetközi tapasztalatok alapján elsősorban egy nagy piachoz kötődő, jól működő, likvid tőzsdének érdemes junior piac nyitását gondolkodnia. Ezeknek a feltételeknek jelenleg a BÉT nem felel meg. Ahogyan a fő tőzsdének, úgy a junior tőzsdének egy nagyobb regionális környezetben lenne esélye igazán forrás bevonásra. Fontos megfigyelés, hogy a junior tőzsdék elkülönülten intézményesülnek:

a könnyített részvénykibocsátás lehetősége mellett speciális támogató környezet is szükséges. A magyar kormányzatnak tehát először a BÉT jövőjéről kell döntenie, és ennek függvényében érdemes megfontolni egy junior piac kezdeményezését, amely a skandináv First North-hoz hasonlóan vélhetően csak regionális szinten lehet életképes.

4.6 Irodalom

- AERNOUDT, RUDY [1999] Business Angels: Should they fly on their own wings? *Venture Capital* 1. 2. 187 – 195.
- BRETTEL, MALTE [2003]: Business angels in Germany: A research note. *Venture Capital* 5. 3. 251 – 268.
- CARPENTIER, CÉCILE – CUMMING, DOUGLAS – SURET, JEAN-MARC [2010a]: The Value of Capital Market Regulation: IPOs versus Reverse Mergers. *Journal of Empirical Legal Studies*, forthcoming
- CARPENTIER, CÉCILE – L'HER, JEAN-FRANCOIS – SURET, JEAN-MARC [2010b]: Stock exchange markets for new venture. *Journal of Business Venturing* 25. 4. 403-422.
- CARPENTIER, CÉCILE – SURET, JEAN-MARC [2011]: The survival and success of Canadian penny stock IPOs. *Small Business Economics* 36. 1. 101-121.
- ESPENLAUB, SUSANNE – KHURSHED, ARIF – MOHAMED, ABDUL [2007]: Is AIM a casino? A study of the survival of new listings on the UK Alternative Investment Market (AIM). Elérhető: <http://www.efmaefm.org/> (letöltés: 2011. június 20.)
- GULLANDER, STAFFAN – NAPIER, GLENDA [2003]: Handbook in business angel networks – The Nordic Case. *Stockholm School of Entrepreneurship*.
- HARRISON, RICHARD T. – MASON, COLIN M. [1997]: Business Angel Networks and the Development of the Informal Venture Capital Market in the U.K.: Is There Still a Role for the Public Sector? *Small Business Economics* 9. 2. 111-287.
- HARRISON, RICHARD T. – MASON, COLIN M. [2002]: Barriers to investment in the informal venture capital sector. *Entrepreneurship & Regional Development* 14. 3. 271-287.
- KNYPHAUSEN-AUFSEß, DODO ZU - WESTPHAL, ROUVEN [2008]: Do business angel networks deliver value to business angels? *Venture Capital* 10. 2. 149 – 169.
- KOSZTOPULOSZ, ANDRÉASZ – MAKRA, ZSOLT [2004]: Az üzletiangyal-hálózatok szerepe az informális kockázati tőke –piac élénkítésében. In BOTOS KATALIN (SZERK.) [2004]: *Pénzügyek a globalizációban*. Szegedi Tudomány Egyetem, JATEPress, Szeged, 96-118.
- KOSZTOPULOSZ, ANDRÉASZ – MAKRA, ZSOLT [2007]: Az informális tőkebefektetők és üzleti angyalok szerepe az új innovatív vállalkozások finanszírozásában. In MAKRA ZSOLT (SZERK.) [2007]: *A technológia orientált kisvállalkozások jellegzetességei és fejlesztése Magyarországon*. Universitas Szeged Kiadó, Szeged, 67-99.
- MAKRA, ZSOLT – KOSZTOPULOSZ, ANDRÉASZ [2004]: Az üzleti angyalok szerepe a növekedni képes kisvállalkozások fejlesztésében Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, 51. 7. 717-739
- MÅNSSON, NILS - LANDSTRÖM, HANS [2006]: Business angels in a changing economy: The case of Sweden. *Venture Capital* 8. 4. 281 – 301.

- MASON, COLIN M. – HARRISON, RICHARD T. [1996]: The UK clearing banks and the informal venture capital market. *International Journal of Bank Marketing* 14. 1. 5-14.
- MASON, COLIN M. – HARRISON [2004]: Improving access to early stage venture capital in regional economies: a new approach to investment readiness. *Local Economy* 19. 2. 159-173.
- MAY, JOHN [2002]: Structured angel groups in the USA: The Dinner Club experience. *Venture Capital* 4. 4. 337 - 342.
- MIZUNO, MITSURU – TABNER, ISAAC T. [2008]: Choice, confusion and competition in the market for markets: aiming for the AIM in three junior Asian stock exchanges. *Pacific Economic Review* 13. 5. 575-603.
- MOLE, KEVIN [2002a]: Street-level technocracy in UK small business support: Business Links, personal business advisers, and the Small Business Service. *Government and Policy* 20. 2. 179–194.
- MOLE, KEVIN [2002b]: Business Advisers' Impact on SMEs An Agency Theory Approach. *International Small Business Journal* 20. 2. 139-162.
- MOLE, K. – HART, M. – ROPER, S. – SAAL, D. [2008]: Differential gains from Business Link support and advice: a treatment effects approach. *Government and Policy* 26. 2. 315–334.
- NIELSSON, ULF [2010]: Do less regulated markets attract lower quality firms? Evidence from the London AIM market. Elérhető: <http://www.hi.is/> (letöltés: 2011. június 20.)
- PAUL, STUART – WHITTAM, GEOFF – JOHNSTON, JIM B. [2003]: The operation of the informal venture capital market in Scotland. *Venture Capital* 5. 4. 313 – 335.
- PAUL, STUART – WHITTAM, GEOFF [2010]: Business angel syndicates: an exploratory study of gatekeepers. *Venture Capital* 12. 3. 241 – 256.
- PROWSE, STEPHEN [1998]: Angel investors and the market for angel investments. *Journal of Banking & Finance* 22. 6-8. 785-792.
- REITAN, BJORNAR – SØRHEIM, ROGER [2000]: The informal venture capital market in Norway – investor characteristics, behaviour and investment preferences. *Venture Capital* 2. 2. 129 - 141
- SAN JOSÉ, AMPARO – ROURE, JUAN – AERNOUDT, RUDY [2005]: Business Angel Academies: Unleashing the Potential for Business Angel Investment. *Venture Capital* 7. 2. 149 – 165.
- SISODIA, YOGENDRA [2009]: SME Exchange Platforms. Elérhető: <http://works.bepress.com/ysisodia/11> (letöltés: 2011. június 20.)
- SOHL, JEFFREY E. [1999]: The early-stage equity market in the USA. *Venture Capital* 1. 2. 101 – 120.
- SOHL, JEFFREY E. [2003]: The U.S. Angel and Venture Capital Market: Recent Trends and Developments. *The Journal of Private Equity*, 6. 2. 7-17.
- SØRHEIM, ROGER - LANDSTRÖM, HANS [2001]: Informal investors - A categorization, with policy implications. *Entrepreneurship & Regional Development* 13. 4. 351 – 370.
- SØRHEIM, ROGER [2003]: The pre-investment behaviour of business angels: a social capital approach. *Venture Capital* 5. 4. 337 – 364.

- STEDLER, HEINRICH – PETERS, HANS HEINRICH [2003]: Business angels in Germany: An empirical study. *Venture Capital* 5. 3. 269 – 276.
- TAKALO, TUOMAS – TANAYAMA, TANJA [2008]: Adverse selection and financing of innovation: is there a need for R&D subsidies? *Bank of Finland Research, Discussion Papers*, No. 19.
- WETZEL, WILLIAM E. JR. [1987]: The informal risk capital market: aspects of scale and efficiency. *Journal of Business Venturing* 2. 4. 299-313.

5. ADÓZÁS ÉS ÁLLAMI TÁMOGATÁSOK

Egy befektetési, illetve forrásbevonási döntés meghozatalakor fontos szerepe van a finanszírozási konstrukciót érintő általános adószabályoknak, valamint az igénybe vehető adókedvezményeknek és állami támogatásoknak. Ebben a fejezetben ezeket a kormányzati eszközöket tekintjük át. Az első kérdés, hogy az általános adózási szabályok közül van-e olyan, amely (nem szándékolt módon) hátrányosan érinti a magántőke-befektetéseket. A befektető oldalán ez a hátrány a befektetési alternatívákhoz képest jelentkezhet, a vállalkozás oldalán pedig a finanszírozási alternatívákhoz képest. A befektetői oldalon elsősorban a jövedelemadó, a vállalkozás oldalán pedig a társasági adó szabályait kell áttekinteni. Az adózás terén a kormányzati program talán legfontosabb eleme a magántőke-befektetéseket diszkrimináló szabályok felszámolása lehet.

Számos európai országban léteznek olyan adókedvezmények, adózási konstrukciók, amelyek kifejezetten a vállalkozásokba történő magántőke-befektetéseket kívánják ösztönözni. Ezekhez hasonló logikát követnek a célzott állami támogatási programok. Áttekintjük az adókedvezmények és támogatások fontosabb technikáit, azok előnyeik és hátrányait. Az általános adószabályok módosításával ellentétben ezeknek a konstrukcióknak az alkalmazása minden esetben komoly kormányzati kompetencia kiépítését feltételezi. A nem jól célzott konstrukciók ugyanis egyrészt nagy számban ösztönöznek rossz befektetéseket, másrészt valódi befektetések helyett az adóelkerülést, illetve a támogatások nem rendeltetésszerű felhasználását ösztönözhetik.

5.1 Általános adózási szabályok

Először megvizsgáljuk, hogy a magyar adórendszerben vannak-e a magántőke-befektetéseket hátrányosan érintő szabályok, majd a nemzetközi példákat is felhasználva javaslatokat fogalmazunk meg ezek kiküszöbölésére.

5.1.1 Hátrányos adószabályok a befektető szempontjából

Egy magántőke-befektető magánszemélyként vagy közvetítő társaságon keresztül fektethet be egy vállalkozásba. Az első esetben személyi jövedelemadóval kell számolnia, a másodikban pedig figyelembe kell vennie azt is, hogyan adózik a befektető társaság. Nézzük először azt az esetet, amikor a magánszemély közvetlenül fektet be!

Amikor a magánszemély arról dönt, mibe fekteti a pénzét, számos más tényező (mindenekelőtt a várható hozam és a kockázat) mellett figyelembe veszi a befektetési formák adóterhében jelentkező eltéréseket is. Megtakarítás elhelyezhető bankbetétben, ingatlanban, vagy jegyezhető belőle bankon vagy befektetési szolgáltatón keresztül számos hitelviszonyt megtestesítő értékpapír, részvény, befektetési jegy vagy más pénzügyi eszköz is. A korábbi differenciált szabályozással szemben jelenleg az egyes jövedelemfajtákra vonatkozó adómérték egységesen 16 % (Szjt. 8. § (1) bekezdés), ami nemzetközi összehasonlításban igen kedvezőnek minősül (EVCA [2010]). Különbséget az jelenthet, hogy (1) mi számít az adott adófajta alapjául szolgáló jövedelemnek; (2) mennyiben lehet a bevétellel szemben költségeket elszámolni és veszteséget szembeállítani; továbbá (3) hogy az adott jövedelemfajta az összevont adóalapba tartozik-e, vagy külön adózik. Az összevont adóalapba tartozásnak egyrészt az adóalap-csökkentő kedvezmények, az adójóváírás lehetősége és a

fizetendő adóról való rendelkezés szempontjából lehet jelentősége. Ezeknél azonban sokkal fontosabb következmény a 27%-os adóalap-kiegészítési kötelezettség („szuperbruttósítás”), amely a külön adózó jövedelmekre, így a legtöbb tőkejövedelemre és vagyónáruházásból származó jövedelmekre nem vonatkozik (Szjtv. 29. § (1) és (3) bekezdések). Az adóalap-kiegészítés ugyanakkor a törvény jelenlegi szövege szerint várhatóan 2012-ben 50 %-kal csökken, 2013-tól pedig megszűnik.

A magántőke-befektetések jellemzően hitel- vagy tőkenyújtással, illetve ezek keverékével valósulnak meg. A befektetésből származó bevétel ennek megfelelően minősülhet

- egyéb jövedelemnek (Szjtv. 28. §), ha a céltársaságnak nyújtott kölcsön törlesztéseként kapja a magánszemély (ami az összevont adóalapba tartozik, és ezáltal adóalap-kiegészítés terheli),
- osztalékjövedelemnek (Szjtv. 66. §), ha a céltársaságban megszerzett részesedés alapján fizetik ki (ide tartozik a kamatozó részvény kamata és az osztalékkelőleg is),
- árfolyamnyereségből származó jövedelemnek (Szjtv. 67. §), ha az a társasági részesedés átruházásakor realizált értéknövekedésből keletkezik, vagy pedig
- kamatjövedelemnek (Szjtv. 65. §), ha a finanszírozás vállalati kötvény jegyzése útján valósul meg.

Más befektetési formák adóelőnye

Tartós befektetések adókedvezménye. Az említett bevételformákra a törvény nem tartalmaz olyan kedvező szabályokat, mint más bevételforrások esetében. Speciális kedvezmény vehető például igénybe az ún. *tartós befektetés*ből származó jövedelemre. Az Szjtv. 67/B. §-ának rendelkezései értelmében e befektetési forma révén 3 év után adókedvezményt (10 %-os kedvezményes adókulcs), 5 év után pedig adómentességet kap a befektetésen elért hozam, ha a magánszemély a pénzüsszeget befektetési szolgáltatóval vagy hitelintézettel megkötött tartós befektetési szerződés útján köti le. A kedvezmény érvényesítéséhez az elhelyezett összeg csak a befektetés naptári évében növelhető, később már nem, a lekötött összeg pedig a következőkre használható fel:

- ellenőrzött tőkepiaci ügyletben pénzügyi eszközre és olyan pénzügyi eszközre (pl. állampapír, befektetési jegy), amelynek a befektetési hozama egyébként kamatjövedelemnek minősülne,
- vagy kamatozó bankbetétben, takarékbetétben forintban történő elhelyezésre.

Portfólió alapú adózás (adókiegyenlítés). Egy további kedvező lehetőség a jövedelemadó-törvényben az ellenőrzött tőkepiaci ügyletekből származó jövedelem adózása és az ott kínált adókiegyenlítési lehetőség (Szjtv. 67/A. §). A törvény szerint az ellenőrzött tőkepiaci ügyletekből származó összes ügyleti nyereséggel szemben elszámolható az összes ügyleti veszteség, a jövedelemadó alapját tehát csak a nyereségek és veszteségek különbözete képezi. Ezen túlmenően a veszteség az adóévet követő 2 éven belüli ügyleti nyereség csökkentésére is felhasználható. A kedvezményes szabály viszont csak *ellenőrzött tőkepiaci ügyleteknél* alkalmazható (amelyre a törvény egy meglehetősen bonyolult definíciót tartalmaz); ennek körén kívül esik a magánszemélyek közvetlen társasági részesedésszerzése.

Ingatlan értékesítéskor fizetendő adó. Speciális kedvezményt tartalmaz az Szjtv. az ingatlan-átruházásból származó jövedelem adózására is. Ingatlan átruházása esetén ugyanis a 62. § (4) bekezdése alapján az ingatlan megszerzését követő 6. évtől évenként 10%-kal

csökkenthető az adó alapját képező jövedelem, a 15. évtől tehát az ingatlan átruházása tulajdonképpen adómentes. Amennyiben pedig az ingatlan lakóházként vagy lakásként van nyilvántartva, akkor már a megszerzést követő évtől kezdődően lehetőség van egy progresszívebb kedvezmény érvényesítésére, a megszerzést követő 5. évtől pedig az átruházást egyáltalán nem terheli adófizetési kötelezettség. Az ingatlanok esetén is érvényesül a portfólió-elv: ha valaki vesz és elad is ingatlant – kevesebb mint egy év különbséggel –, csak az árkülönbözet után kell adót fizetnie.

Közvetítő társaság adófizetési kötelezettsége – mentességek. Most nézzük, milyen adóteherrel kell számolnia annak, aki nem közvetlenül fekteti be a pénzét, hanem egy meglévő vagy esetleg e célra létrehozott gazdasági társaságon keresztül!²⁰ Ha valaki nem magánszemélyként, hanem közvetetten fekteti be vagyont, a társasági adózás szabályait is figyelembe kell vennie. Egy ilyen struktúra segíthet kezelni a személyi jövedelemadózás néhány említett hátrányát, ugyanakkor még egy adóalany beiktatásával plusz adókötelezettségeket is keletkeztet. A közvetítő társaság szintjén felmerül a társasági adófizetési kötelezettség, a magánszemélyeknek juttatott kifizetések pedig ebben az esetben is végső soron személyi jövedelemadó-kötelesek.

Ugyanakkor a közvetítő társaság fontos esetekben mentesül az társasági adó megfizetésének kötelezettsége alól. Egyrészt a *kapott osztalék* után nem kell társasági adót fizetnie, másrészt létezik az ún. „*bejelentett részesedés*” intézménye. A törvény szerint egy társaság egy másik társaságban meglévő legalább 30 százalékos társasági részesedésének értékesítésekor keletkező árfolyamnyeresége nem tartozik a társasági adóalapjába, amennyiben a részesedést a társaság bejelentette a Nemzeti Adó- és Vámhivatalnak, és az legalább egy éven keresztül folyamatosan szerepelt az eszköznyilvántartásban (Taotv. 4. § 5. pont és 7. § (1) bekezdés dz) pont). A lehetőség tulajdonképpen adómentességet kínál a közvetítő társaság számára az árfolyamnyereségből származó jövedelem tekintetében akkor, ha a társaság legalább egy éven keresztül 30 százalékos részesedéssel rendelkezett a portfóliócégekben. A befektetések egy bizonyos körére tehát ez a szabály kiiktatja a közvetítő társaság társaságiadó-fizetési kötelezettségéből fakadó plusz terhet.

Ösztönző lehet a társaságon keresztül történő befektetésre, hogy amennyiben cég közbeiktatásával fektet be a befektető, úgy a finanszírozott cégtől származó kifizetéseket a közvetítő cég el tudja számolni az egyéb tevékenységeiből származó költségekkel szemben, emellett pedig a befektetésből származó esetleges veszteség is szembeállítható a cég egyéb bevételeivel, vagy akár más adóév tekintetében is elhatárolható. Tehát bizonyos fokig lehetővé válik a portfólió-elv alkalmazása, vagyis a befektető különböző tevékenységeiből fakadó nyereségek és veszteségek egymással szembeni elszámolása az adózás szempontjából.

Tőketársaságon keresztüli befektetés. További elméleti lehetőség, ha rendelkezésre áll egy olyan befektetési társaság vagy alap, ami a magántőke befektetések elkülönült kezelésére használható. Ez a megoldás lehetőséget ad a magánszemélynek arra, hogy korlátozza felelősségét a befektetéssel kapcsolatban anélkül, hogy a közvetítő gazdasági társaság társaságiadó-kötelezettségével kellene számolnia.

A tőkepiaci törvény jelenlegi szabályai szerint befektetési alap és kockázati tőkealap hozható létre. Zártkörű befektetési alap létrehozásához a tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvény (Tpt.) alapján 100 millió forint induló tőkére van szükség, és magának a tőkealap-kezelő társaságnak az alapításához is ugyanekkora jegyzett tőke szükséges (Tpt. 235. § (3) bekezdés

²⁰ Az egyik legfontosabb adózásán kívüli ösztönző, ami a közvetett befektetési megoldások felé terelheti a befektetőt, az a felelősség korlátozásának lehetősége, mégpedig a közvetítő jogalany tőkéjének erejéig.

és 254. § (2) bekezdés). A kockázati tőkealap esetén a minimális tőkekövetelmény 250 millió forint (Tpt. 296/G. § (4) bekezdés), az alapkezelési tevékenység pedig csak engedély birtokában gyakorolható. Az alapok nem alanyai a társasági adónak, ellenben viszonylag sok korlátozás vonatkozik például a tőkekövetelményre, a befektetési döntésekre és az alapkezelői tevékenységre, ami miatt kisebb magánbefektetők aktív befektetési tevékenységére nem igazán alkalmasak. A jogi konstrukció – az igen szigorú befektetési szabályok miatt is – a formális kockázati tőkebefektetőket (*venture capital*) célozza meg.

5.1.2 Hátrányos adószabályok a vállalkozó szempontjából

A vállalkozó elsősorban banki (vagy esetleg más forrásból származó) hitel vagy tőkebevonás révén juthat külső finanszírozáshoz. A pénzügyi irodalom szokásos elméleti kiindulópontja a Modigliani–Miller-tétel, amely szerint a vállalkozás értékét nem befolyásolja a tőkeszerkezet összetétele, a tőkeszerkezet csak a vállalkozás eredményének elosztására van hatással (*Tirole* [2006]). Ha egy ilyen helyzetben társasági adót vezetünk be, akkor a cégek hajlamosak lesznek maximális mértékű hitellel működni, a hiteltörlesztés kamata ugyanis csökkenti az adózás előtti eredményt, ezáltal pedig növeli a cég értékét. A társasági adó egyfajta „*adó pajzso*” hoz létre, amely a hitelfinanszírozást védi, a tőkefinanszírozást azonban nem. A tőkeszerkezet nagyban iparágfüggő és azt a gyakorlati tapasztalatok alapján jelentősen befolyásolják a finanszírozási döntések ösztönzési hatásai, a források csődjogi megítélése és a külvilág számára érzékelhető jelzések is (*Antal-Pomázi* [2006]), a magas tőkeáttétel azonban e korlátok között vonzó lehetőség lehet.

A vállalkozások hazai adózási szabályait alapvetően a társasági adóról és az osztalékadóról szóló 1996. évi LXXXI. törvény (Taotv.) határozza meg. A társasági adó mértéke a jelenlegi szabályok szerint pozitív adóalap esetén 500 millió forintig 10 %, afelett pedig 19 % (Taotv. 19. § (1)-(2) bekezdés), ami a személyi jövedelemadó kulcsához hasonlóan európai összehasonlításban alacsonynak és befektetőbarátnak tekinthető (*EVCA* [2010]).

Az adópajzs nálunk is létezik, a kapott kölcsön után járó kamat csökkenti az adózás előtti eredményt, így a társasági adó alapját is. Részesedésszerzés esetén ellenben a részesedésre tekintettel a tagoknak kifizetett összeg (osztalék, osztalékelőleg stb.) egyrészt beletartozik a társasági adóalapba, másrészt a kifizetéskor a tagot osztalékadó-fizetési kötelezettség is terheli (ez a kettős adózás). A de facto adóterhen természetesen osztozik a tőkét nyújtó és kapó fél: a hitelhez képest a tőkefinanszírozás tehát nemcsak a céltársaságra nézve hátrányosabb, hanem a finanszírozást nyújtó szempontjából is.

Kockázati tőkebefektetéseknél és angyal finanszírozásnál általában jellemző, hogy a céltársaság maximális növekedése érdekében az összes nyereséget visszaforgatják, és évekig nem fizetnek a tagoknak osztalékot. Ennél a megoldásnál osztalékadó-fizetés nem merül fel, az adókötelezettség azonban nem tűnik el teljesen, azt vagy egy későbbi kifizetés alkalmával kell megfizetni, vagy pedig a társasági részesedés átruházása során az árfolyam-nyereségben elért jövedelem formájában képezi adófizetési kötelezettség alapját. (A személyi jövedelemadóval szemben társasági adótörvény személyi hatálya alá tartozó adózó a kapott osztalék után nem adózik ugyan, de ebben az esetben is keletkezik társasági adó-fizetési kötelezettség és az osztalékot kapó társaságtól érkező kifizetéskor osztalékadó-fizetési kötelezettség.)

A hitel- és tőkefinanszírozás közötti számottevő adózási különbség torzító hatással lehet a finanszírozási döntésekre (*Buettner et al.* [2006]). Ennek a torzításnak a mértéke függhet az egyes finanszírozási lehetőségek meglététől, a rendelkezésre álló belső források mértékétől, valamint a hitelfelvételi képességet befolyásoló tényezőktől. A két finanszírozási forma

közötti különbség akár a társaság meglévő tagjait is arra ösztönözheti, hogy a tőke egy részét ne jegyzett tőkeként, hanem tagi kölcsönként bocsássák a társaság rendelkezésére, így próbálva valamilyen mértékű adóalap-csökkentést elérni.

Alultőkésítés elleni adószabály. A társasági adótörvény részben az adópajzsból fakadó torzítás korrigálására tartalmaz szabályokat az alultőkésítésre (*thin capitalization*). A törvény szerint abban az esetben, ha a nem pénzügyi intézménnyel szemben fennálló kölcsön, hitelviszonyt megtestesítő értékpapír – vagy bármilyen kötelezettség, amelyre tekintettel a társaság kamatot fizet – összege meghaladja a saját tőke háromszorosát, akkor a ráfordításként elszámolt kamatnak a saját tőke háromszorosát meghaladó kötelezettségre eső részét a társasági adóalapot növelő tételként kell figyelembe venni (Taotv. 8. § (1) bekezdés j) pont és (5) bekezdés). Ez a szabály nem szünteti meg az adópajzsot, viszont annyiban próbálja mérsékelni azt, hogy az adott határ feletti kötelezettségvállalást költségesebbé teszi. A korlátozás hitelintézettel szemben fennálló kötelezettségekre nem vonatkozik, viszont minden magánforrásból nyújtott kölcsönre igen, beleértve a magántőke-befektető által nyújtott finanszírozás hitelnek minősülő részét is. A hitel és a tőkefinanszírozás költsége közötti különbséget tehát a törvény – a tőkefinanszírozás költségeinek csökkentése ellenében – úgy próbálja kezelni, hogy a magánforrásból származó hitel költségét is megemeli egy bizonyos szint felett.

5.1.3 Eszközök az adószabályokból fakadó hátrányok mérséklésére: nemzetközi tapasztalatok

Miután áttekintettük a magyar jövedelem- és társasági adórendszer azon elemeit, amelyek a magántőke-befektetések ellen hatnak, nézzük, hogy – a nemzetközi tapasztalatokat is figyelembe véve – milyen módon küszöbölhető ki, vagy legalább mérsékelhető a hátrányok.

Portfólió-elv. Adózási szempontból költségcsökkentést eredményezhet a portfólió-elv alkalmazása: ha (1) az adott éven belül, különböző befektetésekben keletkezett nyereségek vagy veszteségek egymással szemben elszámolhatók a jövedelemadó megfizetésekor; továbbá (2) átvihetők és ezáltal szembeállíthatók más évek eredményével is (*Aernoudt et al.* [2007]; *Mason* [2008]). Példaként szolgálhat a brit *Enterprise Investment Scheme*, amely szerint a tőkejövedelemre vonatkozó adófizetési kötelezettség elhalasztható, ha a magánszemély a jövedelmet újból befekteti; a befektetésekből származó veszteségek pedig elszámolhatóak más bevételekkel szemben (*BBA* [2009]). A nehézséget a portfólió-elv alkalmazását illetően az jelenti, hogy az adófizetők adóelkerülési céllal visszaélhetnek vele. Emiatt csak olyan befektetésekre szabad engedélyezni, amelyek valódiságáról a kormányzat valamilyen formában meg tud győződni. Az említett brit példában is csak szigorú előírások teljesülése esetén (lásd az alábbiakban) alkalmazhatók a szabályok.

Adópajzs mérséklése. Az adópajzs mérséklésének egyik módja, hogy a hitelek adóterhét növeljük, a másik módja, hogy a tőkejuttatás adóterhét csökkentjük. Az előbbi úgy történhet, hogy a kamatot nem lehet elszámolni a költségek között. Erre példa a magyar jogrendben – igaz, csak speciális esetekre – az alultőkésítést büntető adószabály, amelyet a fentiekben tárgyaltunk. Abból kiindulva, hogy a kormányzati cél a külső finanszírozás elősegítése, nem pedig megnehezítése, érdemes a második lehetőségre koncentrálnunk.

A leggyakrabban felbukkanó javaslat a tőke- és hitelfinanszírozás közötti adózási különbségek enyhítésére egy ún. „eszmei kamatláb” (*notional interest*) elszámolhatósága a tőke után (*IMF* [2009]). Ezt a megoldást a valóságban is alkalmazza Európában Belgium. Minden belga társasági adóalany a társaság tőkéjéhez viszonyítva levonhat egy fiktív

kamatmértéket az adózás előtti eredményéből. Az eszmei kamat a társaság tőkéjének különböző tételekkel korrigált összegére vonatkozik, mértéke a tízéves belga állampapírok kamatának éves átlagához igazodik, nem lehet azonban magasabb 6,5 %-nál (*FPSF* [2009]). Ha a társaság bevétele az adóalap-csökkentést követően negatív lenne, akkor lehetőség van annak elhatárolására is a következő évek tekintetében. A belga példa nem egyedülálló Európában, a tőkekamat elszámolhatóságának egyes formáival kísérletezett korábban Ausztria, Horvátország és Olaszország is. A próbálkozások eredményéről azonban nem áll rendelkezésre egyértelmű értékelés egyrészt az adatok hiánya miatt, másrészt pedig amiatt, mert az újítások legtöbbször átfogó reformok részeként láttak napvilágot, ami megnehezíti az elkülönült értékelést (*Klemm* [2006]). Hasonló megoldást alkalmaz Brazília is, náluk azonban az elszámolhatóság csak annyiban megengedett, amennyiben a fiktív kamatot ki is fizetik a tagoknak osztalék formájában. A lehetőség azonban a tapasztalatok szerint a társaságok tőkeszerkezetét nem igazán befolyásolja, hanem csak egy tulajdonképpeni osztalék-adókedvezményként a kifizetett osztalékok mértékére van hatással (*Klemm* [2006]).²¹

Az OECD társasági adóval foglalkozó tanulmánya szerint a finanszírozási formák neutrális kezelését eredményezheti a társaság szintjén az is, ha a cég nem bevétel, hanem *cash flow* alapján adózna, így a normál profit mentesülne az adózási kötelezettség alól (*OECD* [2007]). Hasonlóképpen megoldást jelenthet a problémára, ha az egyén szintjén lehetővé teszik az adószabályok a társaságtól kapott tőkejuttatások vagy azok bizonyos részének mentesítését az adófizetési kötelezettség alól a megfizetett társasági adó vagy egy hipotetikus nominális megtérülés alapján (*IMF* [2009]). Norvégiában létezik ilyen célú adójóváírási lehetőség részvényesek számára: itt ahelyett, hogy a cég számolna el eszmei kamatot költségként, a befektető írhatja jóvá az osztalék, illetve árfolyamnyereség után azt (*OECD* [2007]).

Bármelyik megoldást is választjuk, mindegyiknek komoly hátránya, hogy a társasági adót lényegében a cég gazdasági profitjára (járadékára) kivetett adóvá változtatja. Ez azt jelenti, hogy kifejezetten a sikeres cégeket „bünteti” (*Devereux – Sørensen* [2005]). A problémát általában a társasági adóval kapcsolatban is fel szokták hozni, de a bemutatott konstrukciónál még élesebben jön elő (*OECD* [2007]), ami komoly ellenérv a bevezetésével szemben. Amennyiben az adórendszer egésze és a költségvetési helyzet lehetővé teszi, a legjobb megoldás az adópajzs mérséklésére ezért a probléma eredendő okát jelentő társasági adó szintjének minél alacsonyabban tartása.

Kedvezően adózó közvetítő jogi forma. A befektetők csökkenteni tudnák adóterheiket, ha valamilyen adózási szempontból transzparens közvetítő útján tudnák befektetéseiket bonyolítani. Számos országban elterjedtek különböző formájú befektetési társaságok és alapok, amelyek elsősorban magán-megtakarítások investálására nyújtanak lehetőséget olyan módon, hogy a közvetítő szintjén nem merül fel adófizetési kötelezettség. Ezeknek megvan az az előnyük is, hogy a veszteségek és a nyereségek egymással szembeni elszámolása könnyen kivitelezhető. Példaként említhető a belga *Pricaf privée* elnevezésű befektetési társaság vagy a francia egyéni kockázati tőke-társaság (*Société unipersonnelle d'investissement à risque, SUIR*), de hasonló konstrukciókat Hollandiában és Luxemburgban is találunk (*Loyens – Loeff* [2009]). Az ilyen befektetési társaságok jelentősége túlmutat az adózáson. Elsődleges céljuk nem az adóteher-csökkentés, hanem az, hogy megfelelő jogi keretet nyújtsanak a csoportos magánbefektetéseknek, részletesebben ezért a jogi szabályozásról szóló fejezetben tárgyaljuk őket. Itt csak annyit jegyzünk meg, hogy az adóelkerülés problémája bizonyos fokig itt is felmerül, ezért a szabályozás gyakorlatilag mindenütt viszonylag szigorú feltételeket támaszt

²¹ Kérdés, mekkora legyen az eszmei kamat. Mint látjuk, a belga rendszer a kockázatmentes kamatlábbal számol. Elméleti szempontból ez azért tűnik indokoltnak, mert maga az adókedvezmény az adófizetési kötelezettséghez kapcsolódik, aminek a kifizetése – ha csak az adórendszer nem változik – biztosnak tekinthető.

arra vonatkozóan, hogy a befektető társaság tulajdonosai függetlenek legyenek a tőkejuttatásban részesített cégektől (ne legyenek rokonai kapcsolatok, ne vegyenek részt a menedzsmentben, stb.). Emiatt csak az informális befektetések egy korlátozott körében használhatók közvetítőként.

Alternatív befektetési formák adókedvezményének kiterjesztése. A magyar adórendszerben, amint bemutattuk, a magántőke-befektetés adózási szempontból hátrányt szenved a banki, szabályozott tőkepiaci és ingatlanbefektetésekkel szemben. A pénzintézetben vezetett tartós megtakarítási és befektetési számlák és az ingatlanok is kedvezőbb feltételekkel adóznak, mint a magánszemélyek szabályozott piacokon kívüli tőkebefektetései. Adottnak véve a más befektetéseket érintő kedvezményeket, a torzítás megszüntetésének egy lehetséges módja ezek kiterjesztése az informális tőkebefektetésekre. Ez azonban már átvezet minket a tőkebefektetések után járó adókedvezmények kérdésköréhez, amelyet a következő alfejezetben tárgyalunk.

5.1.4 Lehetséges változtatások a magyar adórendszerben

Az általános adórendszer magántőke-befektetések ellen ható elemeit nem könnyű felszámolni. A személyi jövedelemadó terén a portfólió-elv alkalmazásának fontos korlátja, hogy elejét kell venni a vele való, adócsökkentési célú visszaélésnek, ezért legfeljebb csak ellenőrzött befektetésekre alkalmazható. A társasági adóból fakadó adópajzs megszüntetésére javasolt megoldások vagy a hitelek hozamát vonják be a társasági adó alapjába, vagy a tőke rendes hozamát vennék ki az adóalapból. Az első megoldás drágítaná a vállalkozások külső finanszírozását, a második pedig az adóalapot lényegében a gazdasági profittal tenné egyenlővé, vagyis kifejezetten a sikeres, nyereséges vállalkozásokat sújtaná. Mindkét irányú változtatás tehát jelentős kedvezőtlen hatásokkal járna. E problémák miatt a tőkebefektetés adóteher-csökkentésének talán legkevesebb nem kívánt mellékhatással járó módja, ha a jogrendszer lehetővé teszi a kisebb befektetők számára is reális alternatívát jelentő kockázati tőke-társaságok létrehozását, amelyek mentesek a társasági adó alól és portfólió-elven adóznak.

5.2 Magántőke-befektetések után járó adókedvezmények

5.2.1 Elméleti megfontolások, nemzetközi tapasztalatok

A szabályozott, transzparens hitel- és tőkepiacokon nyújtott adókedvezményeket nem egyszerű kiterjeszteni az informális befektetésekre. A kiterjesztés legfontosabb korlátját a vele való potenciális visszaélés jelenti. Megnyílik ugyanis a lehetőség, hogy a vállalkozásban dolgozó személyek (például családtagjaik közreműködésével) a megtermelt jövedelmet munkabér vagy más adózó forma helyett kamatként vagy árfolyamnyereséggént vegyék ki a cégből. Emiatt a kedvezményt csak olyan befektetésekre szabad kiterjeszteni, amelyek valóban befektetést jelentenek. További probléma, hogy ha igen jelentős az adókedvezmény, megérheti gyakorlatilag csak miatta, akár igen rossz megtérülést nyújtó projektekbe, cégekbe is befektetni. A lehetséges kudarcokra szemléletes (elrettentő) példával szolgál néhány kanadai kísérlet.

Tanuljunk a kudarcokból

A korai kanadai befektetés-ösztönzési tapasztalatok meglehetősen kiábrándító eredményeket értek el, a *Quebec Business Investment Company (QBIC)* program részleteit Carpentier és Suret [2007] foglalja össze. A program olyan befektetési társaságok létrehozását szorgalmazta, amelyek egyedüli tevékenysége a feltételeknek megfelelő kisvállalkozásokba

történő befektetés volt. A társaságnak kisebbségi részesedést kellett szereznie és azt 24 hónapon keresztül tartania, hogy jogosult legyen az adókedvezményre, ami annyira robusztus volt, hogy akár a befektetett összeg 84,2 %-át is elérhette. A program azonban nem tett különbséget a különböző befektetőtípusok, a meglévő tagok, a rokonok és a valódi külső befektetők között. A program struktúrájában rejlő hiányosságok oda vezettek, hogy egyáltalán nem ösztönözte az üzleti angyal befektetéseket, hanem jórészt a meglévő tagok és a rokonok használták ki a lehetőségeket. A rendkívül nagyvonalú adókedvezmény miatt pedig a finanszírozott társaságok jelentős hányada gyenge teljesítményű volt mind a befektetés előtt, mind azután.

Egy másik hasonló kanadai kezdeményezés az 1980-as években indított *Labor-Sponsored Venture Capital Fund (LSVCF)* program (Ayayi [2004]). A programot azzal a céllal hozták létre, hogy a tehetősebb munkavállalók magánbefektetései révén támogassák a kis- és középvállalkozások munkahelyteremtését és munkahelymegőrzését. A felálló munkavállalói kockázati tőkealapok uralták a kanadai kockázati tőke-piacot; ennek elsődleges oka a nagymértékű adókedvezmény volt, ha valaki hosszú távra (legalább nyolc évre) fektetett be 5000 dollárt, akkor a tartományi szabályok függvényében 1950 és 4000 dollár közötti adókedvezményre lett jogosult, ami igen nagy versenyelőnyt jelentett más finanszírozási formákkal szemben és erős kiszorítási hatással volt a magánbefektetőkre. Az alapokba történő befektetést egyértelműen az adókedvezmények motiválták, ennek megfelelően azok hozamai rendkívül alacsonyak voltak. A helyzetet súlyosbították az alapok befektetéseire előírt szabályok, amelyek folytán rossz projekteket is támogattak, és tapasztalatlan menedzsereket is felvettek a felduzzadó portfólió kezelésére. Ha el is fogadjuk, hogy a munkahelyek fenntartását elősegítették ezek az alapok, akkor is világos, hogy ezt igen nagy társadalmi költséggel tették, mert kiszorították a piacról a valódi magánbefektetőket, valamint rengeteg értelmetlen projektet támogattak alacsony hozzáértéssel és magas menedzselési költségekkel.

Több tanulság is adódik: (1) biztosítani szükséges, hogy az adókedvezményt csak a vállalkozótól független valódi befektetők kapjanak (ne maga a vállalkozó, a családtagjai, rokonai vagy strómanja); (2) az adókedvezménynek nem szabad túl nagy lennie, mert a rossz befektetéseket is ösztönzi; hasonló okból (3) célszerű a kedvezményt nem rögtön a befektetéskor megadni, hanem csak akkor, ha sikeres a befektetés. Az utóbbi kérdést érdemes alaposabban körüljárni.

A befektetett összeg vagy a hozam után járjon kedvezmény?

Ha a befektetett összeg erejéig kap adókedvezményt a magánszemély, akkor ez a megoldás tulajdonképpen úgy kezeli a befektetést, mintha nem is tartozna az adózó által megszerzett jövedelemhez. Az alternatíva az, hogy nem a befektetett összeg, hanem a befektetésből származó nyereség vagy veszteség részesül kedvezményben (Aernoudt et al. 2007). A nyereség úgy kezelhető preferenciális módon, hogy adókedvezmény vagy akár adómentesség vehető rá igénybe, a veszteség pedig úgy, hogy szembeállítható más ügyleten elért nyereséggel, esetleg adójóváírás jár utána. Úgyis fogalmazhatunk, hogy az államnak el kell döntenie, inkább *védje vagy inkább jutalmazza* a magánszektorbeli befektetőket (Karsai [2004]). A veszteség esetén járó kedvezmény csökkenti a bukás költségeit (ez az alulról való védelem, „*downside protection*”), a nyereség esetén járó pedig növeli a sikeres befektetések hozamát (ez a felfelé irányuló ösztönzés, „*upside leverage*”, lásd Maula – Murray [2003]).

A veszteséget csökkentő adókedvezmény problémája, hogy csökkenti a befektető felelősségét, és emiatt meggondolatlan befektetésre ösztönözheti. A nyereség esetén járó adókedvezmény ezt a problémát nem veti fel, hiszen gyakorlatilag a sikeres befektetőket díjazza. Figyelembe kell venni azonban a befektetésekkel járó jelentős kockázatokat és a befektetők veszteségekkel szembeni averzióját. A veszteség esetén igénybe vehető adókedvezmény

kockázatvállalásra ösztönözheti a befektetőket. *Maula – Murray* [2003] a formális kockázati tőkét illetően megállapítja, hogy a felfelé irányuló ösztönzés inkább a komolyabb hagyományú angolszász országokra, míg a veszteségektől való védelem inkább a kontinentális Európára jellemző. Az informális magánbefektetőknek (üzleti angyaloknak) nyújtott adókedvezmények terén azonban a kép Európán belül is igen vegyes.

Európai példák

Franciaországban kkv-kba történő legalább 5 éves befektetés esetén a befektetett tőke 25 százalékáig (legfeljebb 20 000 euró összegig) vehető igénybe jövedelemadó-kedvezmény, a befektetés továbbá a vagyonadó alapját is csökkenti. Olaszország az árfolyamnyereséget mentesíti az adókötelezettség alól, amennyiben a befektető legalább 3 évig tartja a befektetését egy fiatal (legfeljebb 4 éves) vállalkozásban, majd a nyereséget újra hasonló tevékenységet végző cégbe fekteti. Portugáliában a befektetett összeg 20 százalékával (de legfeljebb a fizetendő adó 15 százalékával) csökkenthető az adókötelezettség az állami hatóságoknál regisztrált angyal számára. Írország is a befektetett összeg bizonyos százalékáig ad lehetőséget adókedvezmény igénybevételére, Belgiumban pedig mód van egy évenkénti százalékos adócsökkentési megoldásra. Luxemburg ugyancsak befektetési adókedvezményt nyújt, valamint kedvezményes rezsime van érvényben a szellemi alkotásokkal kapcsolatos bevételekre. (*EBAN* [2010])²²

Érdeemes megemlítenünk a holland *Tante Agaath* (Ágota Néni) programot, amelynek keretében a magánbefektetők fiatal (legfeljebb 8 éves) vállalkozásoknak nyújtott kölcsöneikre érvényesíthetnek adókedvezményt. Egy vállalkozás legfeljebb 225 000 euró kölcsönhöz juthat a piaci szintnél kedvezőbb kamatra, a kölcsönt nyújtó befektető pedig a kamatbevétel után nem fizet jövedelemadót. (*Aernoudt et al.* [2007])

A brit példa

A brit rendszert érdemes részletesebben megvizsgálnunk, mivel sokan egyfajta etalonként tekintenek rá. Míg a kanadai rendszer inkább „állatorvosi lónak” tekinthető, a brit szisztéma igyekszik kiszűrni a kedvezőtlen nem szándékolt következményeket. Alkalmas ugyanakkor annak szemléltetésére is, hogy még egy kifinomult adókedvezmény-rendszer is számos problémával küszködik.

Az Egyesült Királyság rendelkezik a legátfogóbb rendszerrel az informális befektetések ösztönzésére. A brit *Enterprise Investment Scheme* (EIS) részleteit a British Business Angels Association útmutató kiadványa alapján ismertetjük (*BBAA* [2009]). Az EIS program a magánszemélyek befektetéseinek elősegítése céljából az elméleti ösztönzési lehetőségek szinte teljes skáláját kihasználja. A kedvezmények igénybevételéhez a magánszemélynek független társaságba kell befektetnie, részesedéséhez nem fűződhetnek többletjogosultságok és a részesedés nem haladhatja meg a 30 %-ot. A program egyrészt egy 500 000 fontos korlátig 20 %-os (2011-től 30 %-os) jövedelemadó-kedvezményben részesíti a minősített befektetéseket, a részesedés átruházásából származó jövedelem pedig mentes az adó alól, amennyiben az átruházásra 3 évet követően kerül sor. Ezen túlmenően a tőkejövedelemre vonatkozó adófizetési kötelezettség elhalasztható, ha a magánszemély a jövedelmet kvalifikált módon újból befekteti, a befektetésekből származó veszteségek pedig elszámolhatók más bevételekkel szemben. A program továbbá kedvezményeket nyújt az örökléssel kapcsolatos fizetési kötelezettségek tekintetében is.

A program hatásait *Mason* [2008] tekintette át. Úgy találta, hogy az üzleti angyalok befektetéseinek volumene igen érzékenyen reagált az adókedvezményekre. Megjegyzi

²² A *European Business Angel Association* szerint az európai országok közül 8 rendelkezik valamilyen formájú pénzügyi ösztönző mechanizmussal (*EBAN* [2010]).

ugyanakkor, hogy például Németországban nem tűnnek ilyen fontosnak az adószempontok. Az adófizetés elhalasztásának haszna mindenképpen függ a gazdaság állapotától is: például, ha nincs nyereség, nincs mit újra befektetni, és nem lehet utána adómentességet igénybe venni. A brit befektetők azon döntésére, hogy *melyik* projekteket, vállalkozásokat támogatták, saját állításuk szerint nem hatott a kormányzati program. A passzív (részben talán inkompetens) informális befektetők köre ugyanakkor bővült. A 30%-os részesedési felső határ problémásnak bizonyult azokban az esetekben, amikor a többlépcsős finanszírozás során a befektetők szerették volna e fölé növelni a tulajdonrészüket. Ellentmondásosnak bizonyult az az előírás is, hogy csak rendes részvényeket birtokolhatnak a befektetők, emiatt ugyanis nem tudtak átváltoztatható eszközöket használni, ami gyakori megoldás ilyen befektetéseknél (lásd a 6. fejezetet az alábbiakban). További korlát, hogy az EU-szabályok miatt csak 50 főnél kevesebb személyt foglalkoztató vállalkozásokba lehet befektetni.

A brit üzletiangular-szövetség kiadvány hangsúlyosan felhívja a potenciális befektetők figyelmét arra, hogy ugyan a rendszer viszonylag jól működik, de számításba kell venni, hogy az adóössztönzők adminisztrációja bonyolult, az ellenőrzésük költséges, és a megfelelési kritériumok értelmezése meglehetősen bizonytalan.

Adókedvezmények közvetítón keresztül befektetések esetén

A bemutatott brit rendszerben a jövedelemadó-kedvezmények érvényesítésének feltétele, hogy a kormányzat minősítse és ellenőrizze a befektetőt és befektetését. Egy lehetséges alternatíva, hogy az adókedvezmény csak közvetítón keresztül befektetés után jár, amely közvetítőt a kormányzat szabályozza és ellenőrzi. A kockázati tőke-társaságok adózási előnyeire a fentiekben már felhívtuk a figyelmet. Ha a befektetők élnek ezzel az ellenőrzött befektetési eszközzel, az adókedvezmények is hozzájuk kapcsolhatók. A francia egyéni kockázati tőketársaságnál (*SUIR*) az osztalék nem túl szigorú feltételek mellett jövedelemadómentes. Hollandiában a „fiskális befektetési intézménynél” (*Fiscale Beleggingsinstelling, FBI*) a tőke hozama adómentes, ha olyan alapba teszük, amelyet újra befektetnek meghatározott időn belül.

5.2.2 Lehetséges adókedvezmények a magyar rendszerben

Az adókedvezmények terén kézenfekvő lehetőség a tartós befektetések után járó (TBSZ) kedvezmény kiterjesztése a magánszemélyek által vállalkozásoknak nyújtott hitelekre és tulajdoni részesedésekből származó árfolyamnyereségre. A konstrukció pozitív tulajdonsága, hogy csak a sikeres befektetések jutalmazza, így a befektetőket körültekintő viselkedésre ösztönzi (korlátja, hogy a befektetett összeg után járó adókedvezménnyel ellentétben nincsen kockázatmérseklő hatása). A nemzetközi tapasztalatokat látva a kedvezményt csak nagyon erős kontroll mellett, szigorú feltételekhez kötve lehetne kiterjeszteni, ez nélkülözhetetlen az adóelkerülő stratégiák kivédéséhez.

Viszonylag költséges és kétséges hatékonyságú megoldás a brit mintára egy önálló rendszer felállítása a magánbefektetések kormányzati minősítésére és ellenőrzésére. Kevesebb erőforrást igénylő alternatíva, ha csak olyan befektető kaphat adókedvezményt, aki megfelelően ellenőrzött közvetítón keresztül fektet be. Amennyiben a jelenlegi nagy volumenű kockázati tőkealapok mellett a kisebb alapok, illetve tőketársaságok létrehozására is lehetőséget nyújt majd a jogrend (és azokat jól szabályozza), a rajtuk keresztül szerzett jövedelem esetében adható adókedvezmény.

Bármelyik megoldást választja is a kormányzat, számolni kell azzal, hogy azok a befektetők, akik nem kellőképpen „függetlenek” a finanszírozott cégtől (rokoni kapcsolatuk van vele, részt vesznek a menedzsmentjében, kontrolláló részesedésük van a cégben, stb.), kiszorulnak

a kedvezményezettek köréből (nem tudnak közvetítón keresztül befektetni, illetve a befektetésük nem minősül majd kellően „függetlennek”. A közvetítők esetében további korlát lehet, ha a közvetítő intézményt a szabályozás miatt kis befektetéseknél nem éri meg létrehozni.

5.3 Állami garanciák és támogatások

5.3.1 Nemzetközi tapasztalatok

Egyes európai kormányzatok az adókedvezmények helyett (vagy mellett) tőkegarancia programokkal is próbálják ösztönözni az üzleti angyal típusú befektetéseket. Finnországban és Ausztriában a formális kockázati tőkére kidolgozott programokat terjesztették ki az üzleti angyalokra, míg Hollandiában és Vallóniában külön programokat dolgoztak ki kifejezetten az üzleti angyalok számára. A tapasztalatok inkább negatívak, a holland és vallon programokat néhány év után be is szüntették. A fő problémát általában az jelenti, hogy a garanciaprogramok lényege, hogy a kockázat egy jelentős részét átvállalják a befektetőktől, ami vonzza a felkészületlen befektetőket, illetve gyengíti a befektetők körében a prudenciát (Aernoudt et al. [2007]). A kockázatok felmérésére pedig a garanciát nyújtó kormányzati szervezetnek igen korlátozott a kapacitása (illetve ösztönzőtsége).

Ausztriában a *Bürgeres tőkegarancia-program* például a befektetett tőke akár 100 százalékáig nyújt garanciát, feltéve, hogy a befektető részesedése legfeljebb 50 százalék, a részvényei után nem kap kamatot, és legalább 10 évig nem válik meg az üzletrésztől. A garancia cégenként legfeljebb egymillió euróra és 10 évre szól. Finnországban a *Finnvera* (Finnish Venture Capital Guarantee Scheme) egyaránt nyújt garanciát magánszemélyeknek, hitelintézeteknek, biztosítótársaságoknak és kockázattőle-alapoknak részvényekre, átváltoztatható kötvényekre és olyan hitelekre, amelyek megtérülése a vállalkozás profitjától függ (*profit-sharing loans*). A befektetés 30-70%-ra szól a garancia, és alapvetően az innovatív kkv-kra fókuszál a program.

Több európai országban léteznek pénzübeni támogatások is informális magánbefektetőknek, köztük is alapvetően üzleti angyaloknak. A támogatás kormányzati forrásból nyújtott hitel vagy részvényvásárlás formáját öltheti, jellemzően legfeljebb ugyanolyan értékben, mint amennyit az üzleti angyal hajlandó befektetni. A programokat általában olyan intézmények menedzselik, amelyek egyéb szolgáltatásokat is nyújtanak az induló vállalkozásoknak.²³ A programok általában feltételezik, hogy a kormányzat vagy egy általa megbízott szereplő megfelelően kiválasztja azokat a befektetéseket, amelyek támogatásra érdemesek.²⁴

A belga *Business Angel+* program legfeljebb 125 000 eurós alárendelt hitelt (*subordinated loan*) nyújt annak a vállalkozásnak, amely talált magának egy üzleti angyal befektetőt. A hitelt csak olyanok kaphatják meg, akik tagjai egy állam által is elismert üzleti angyal hálózatnak. De ezen felül a program saját kockázatelemzést is végez, és a kérelmek 50 százalékát elutasítja. A brit *DTI Capital Fund* programja a befektetett magántőke kétszeresét nyújtja hitelként piaci kamatláb mellett, és a profit egy kis részére (10-25%) is igényt tart. A *London Seed Capital Fund* ezzel szemben 50-100 000 font tőkejuttatást ad, feltéve, hogy az üzleti angyalok is legalább ennyit fektettek be. Az alap saját maga is átvilágítja a cégeket. Németországban a *Technologie-Beteiligungs-Gesellschaft (Tbg)*, amely az állami Deutsche Ausgleichsbank leányvállalata, sajátos módon akár az előtt is hajlandó elköteleződni egy

²³ A programokat Aernoudt et al. [2007] alapján ismertetjük.

²⁴ Egy kivétel a részben ERFA-forrásból létrehozott *Scottish Co-Investment Fund*, amely automatikusan nyújt támogatást többek között üzleti angyaloknak is, ha a finanszírozott vállalkozás megfelel bizonyos objektív kritériumoknak (méret, telephely, ágazat stb.)

vállalkozás mellett, mielőtt az üzleti angyal befektetőket találna. Legfeljebb 500 000 euró értékben és legfeljebb 25%-os részesedést hajlandó venni a cégben, feltéve, hogy végül talál kockázati tőkés vagy üzleti angyal befektetőt.

Az Európai Unió Európai Befektetési Alapja szintén törekszik arra, hogy az üzleti angyalokat a támogatási körébe vonja. 2009-ben megállapodást kötött a *litván Üzleti Angyal Alappal* arról, hogy üzleti angyalok mellé beszáll tulajdonrész-vásárlással. Érdekes megoldás, hogy az alap menedzserei maguk is közismert, nagy tapasztalatú üzletemberek, akik az alapba összesen 420 000 euróval maguk is beszálltak, ami az alap 5%-ának felel meg. A projekt a JEREMIE keretében valósul meg.

A pénzügyi támogatás egy további formája, amikor a kormányzat konkrétan a befektető és a vállalkozó közötti kapcsolat léterhozatalához nyújt támogatást. Mivel ezek a programok tipikusan üzleti angyal hálózatok támogatásához kapcsolódnak, ott tárgyaltuk őket (a 4. fejezetben).

5.3.2 Lehetséges támogatási formák Magyarországon

A bemutatott programok nem régóta működnek, és nincsenek igazán megbízható információk a sikerességükről. Ismerve a garanciaprogramok kudarcait, aligha valószínű, hogy azok a támogatási programok, amelyek nem képesek és ösztönöztek a projektek megfelelő kiválogatására, és egyszerű kritériumok alapján, mintegy automatikusan adnak pénzügyi támogatást, célt érnek el. Figyelemre méltó konstrukció a litván, ahol a saját személyes reputációjukat és pénzüket is kockára tevő üzletembereket bízták meg az üzleti angyal alap irányításával. Meg kell azonban jegyeznünk, hogy a saját részesedésük a kormányzati forrásokhoz képest azért meglehetősen csekély.

Amint láttuk, a támogatás vagy hitel, vagy tőkejuttatás formáját ölti. Elméleti megfontolások szólnak amellett, hogy a hitelt inkább olyan vállalkozásoknál, illetve befektetőknél alkalmazzuk, ahol kiugróan magas hozam valószínű, amely hozam a vállalkozó és a befektető erőfeszítéseitől függ (*Schertler [2002]*). Hitel esetén ugyanis a magas nyereség nagyobb része marad náluk, ami jobban ösztönzi őket az erőfeszítésre. Ezzel szemben olyan cégeknél, illetve befektetőknél, ahol nem várható kiugróan magas hozam, ez az ösztönző hatás nem fontos. Ugyanakkor előtérbe kerülhet a tőkejuttatás kockázatcsökkentő (a hozamok szórását mérséklő) jellege. Ezért a tőkejuttatást érdemes inkább a kevésbé tapasztalt, a hitelt pedig a tapasztaltabb befektetők esetén alkalmazni. Összességében pedig érdemes mindkét támogatási formát a rendszer részévé tenni.

5.4 Javaslatok

A tőkebefektetés adóteher-csökkentésének talán legkevesebb nem kívánt mellékhatással járó módja, ha a jogrendszer lehetővé teszi a kisebb befektetők számára is reális alternatívát jelentő kockázati tőke-társaságok létrehozását, amelyek mentesek a társasági adó alól és portfólió-elven adóznak.

Az adókedvezmények terén kézenfekvő lehetőség a tartós befektetések után járó (TBSZ) kedvezmény kiterjesztése a magánszemélyek által vállalkozásoknak nyújtott hitelekre és tulajdoni részesedésekből származó árfolyamnyereségre. A konstrukció pozitív tulajdonsága, hogy csak a sikeres befektetések jutalmazza, így a befektetőket körültekintő viselkedésre ösztönzi. Hátránya, hogy az adóelkerülő stratégiák kivédése végett egy befektetéseket minősítő és ellenőrző bürokrácia kiépítésére lenne szükség. Kevesebb erőforrást igénylő alternatíva, ha csak olyan befektető kaphat adókedvezményt, aki megfelelően ellenőrzött

közvetítón keresztül fektet be. Amennyiben a jelenlegi nagy volumenű kockázati tőkealapok mellett a kisebb alapok, illetve tőketársaságok létrehozására is lehetőséget nyújt majd a jogrend (és azokat jól szabályozza), a rajtuk keresztül szerzett jövedelem esetében is adható adókedvezmény.

Más országokban az állami támogatási programok nem régóta működnek, és nincsenek igazán megbízható információk a sikerességükről. Erősen kétséges, hogy képesek és ösztönöztek-e a projektek megfelelő kiválogatására. Figyelemre méltó konstrukció a litván, ahol a saját személyes reputációjukat és pénzüket is kockára tevő üzletembereket bíztak meg az üzleti angyal alap irányításával.

Ha a kormányzat támogatási rendszer felállításáról dönt, érdemes hitel és tőkejuttatás formájában is felajánlani a kormányzati támogatást, alkalmazkodva a különböző befektetők igényeihez.

5.5 Irodalom

- ANTAL-POMÁZI KRISZTINA [2011]: A finanszírozási források szerepe a kis- és középállalkozások növekedésében. *Közgazdasági Szemle*, LVIII. évf., 275–295. o.
- AERNOUDT, RUDY – SAN JOSÉ, AMPARO – ROURE, JUAN [2011]: Executive Forum: Public Support for the Business Angel Market in Europe – A Critical View. *Venture Capital*, 9. évf., 1. szám, 71-84. o.
- AYAYI, AYI [2011]: Public Policy and Venture Capital: The Canadian Labor-Sponsored Venture Capital Funds. *Journal of Small Business Management*, 42. évf, 3. szám, 335-346. o.
- BBAA [2009]: Business Angel Investing: A Guide to Legal, Tax & Regulatory Issues. British Business Angels Association
- BUETTNER, THIESS – OVERESCH, MICHAEL – SCHREIBER, ULRICH – WAMSER, GEORG [2006]: Taxation and Capital Structure Choice – Evidence from a panel of German Multinationals, CESIFO working paper, 1841. szám
- CARPENTIER, CÉCILE – SURET, JEAN-MARC [2007]: On the Usefulness of Tax Incentives for Informal Investors. *Venture Capital*, 9. évf., 1. szám, 1-22. o.
- DEVEREUX, MICHAEL – SORENSEN, PETER BIRCH [2005]: The Corporate Income Tax: International Trends and Options for Fundamental Reform. EPRU Analyse. Economic Policy Research Unit, Department of Economics, University of Copenhagen.
- EBAN [2010]: Tax Outlook in Europe – Business Angels Perspective. European Business Angel Association
- EVCA (EUROPEAN VENTURE CAPITAL ASSOCIATION) [2010]: Benchmarking European Tax and Legal Environments: Indicators of Tax and Legal Environments favoring the Development of Private Equity and Venture Capital, and Entrepreneurship in Europe. European Private Equity & Venture Capital Association
- FPSF (FEDERAL PUBLIC SERVICE FINANCE) [2009]: Notional Interest Deduction: An Innovative Belgian Tax Incentive. Federal Public Service Finance Fiscal Department for Foreign Investments
- GARABEDIAN, DANIEL – LOSSEAU, ANNE-LAURE [2008]: Corporate Tax in Belgium – Tax Advantages of Private Equity Vehicles. *International Law Office Newsletter*

<http://www.internationallawoffice.com/newsletters/detail.aspx?g=e17f8d9f-a47c-4ef9-a9c5-baec64fe16e0> (Letöltve: 2011. június 20.)

IMF [2009]: Debt Bias and Other Distortions: Crisis-Related Issues in Tax Policy. International Monetary Fund Fiscal Affairs Department

KARSAI JUDIT [2004]: Helyettesítheti-e az állam a Magántőke-befektetőket? Az állam szerepe a kockázati tőke-piacon. MTA KTI Műhelytanulmányok 2004/8.

KLEMM, ALEXANDER [2006]: Allowances for Corporate Equity in Practice. International Monetary Fund Working Paper, 259. szám

MASON, COLIN [2008]: Public Policy Support for the Informal Venture Capital Market in Europe: A Critical Review. Working Paper 07-08. Hunter Centre for Entrepreneurship, University of Strathclyde Business School.

MAULA, MARKKU – MURRAY, GORDON [2003]: Finnish Industry Investment Ltd: An International Evaluation. Ministry of Trade and Industry publications, 1/2003, Industries Department, Helsinki.

OECD [2007]: Fundamental Reform of Corporate Income Tax – No. 16. OECD, Paris.

SCHERTLER, ANDREA [2002]: Comparative Advantages of Public Loan and Equity Schemes in Venture Capital Markets. Kiel Working Paper No. 1118. Kiel Institute for World Economics, Kiel.

TIROLE, JEAN [2006]: The Theory of Corporate Finance. Princeton University Press

6. JOGI SZABÁLYOZÁS: BEFEKTETŐI SZERZŐDÉSEK ÉS TÁRSASÁGI FORMÁK

A magántőke-befektetésekkel járó kockázatok kezelésében fontos szerep jut az írásos szerződéseknek. Természetesen ezek önmagukban korántsem elégségesek a felek közötti bizalom megeremtéséhez – mint láttuk, ehhez a befektetők és a vállalkozók sokrétű üzleti stratégiái és a támogató intézmények széles skálája is hozzájárul. A jogrend által elismert, jól strukturált írott szerződések azonban – talán a legegyszerűbb, kis összegű, személyes tranzakcióktól eltekintve – a tapasztalatok szerint szükséges elemei a befektető és a vállalkozás közötti kapcsolatnak. Ebben a fejezetben összefoglaljuk, elméletileg milyen szerződéses eszközök játszhatnak szerepet a kockázatkezelésben. Áttekintjük a szerződéses gyakorlatokról elérhető (igen korlátozott) empirikus irodalmat. Ezután részletesen megvizsgáljuk, hogy a magyar jogi környezet mennyire segíti elő a hatékony szerződéses gyakorlatokat. A befektetők egymás közötti és a finanszírozott vállalkozókhoz fűződő viszonyainak lehetséges jogi kereteit a társasági jog, a kötelmi (szerződési) jog és a szerződéses garanciák terén a dologi jog adja meg. Javaslatokat fogalmazunk meg arra, hogyan támogathatná hathatósabban a jogi szabályozás az informális tőkebefektetéseket. Külön tárgyaljuk azokat a speciális társasági formákat, amelyek funkciója kifejezetten a magánbefektetések közvetítése lehet. Végül kiemelt figyelmet szentelünk azoknak a technikáknak, amelyek közvetlenül a szerződéses szerződések (nem pedig a jogi szabályozás) szintjén próbálnak segíteni. Ide sorolhatók egyrészt a különböző információs programok (például szerződésminták, szerződési útmutatók publikálása), valamint a szerződések érvényesítését megkönnyítő intézményi megoldások.

6.1 Szerződéses megoldások a befektetői kockázatok kezelésére

A befektetési megállapodásokban alkalmazott megoldások igen sokfélék, már önmagában a kategorizálásuk is nehéz feladat. *Sahlman* [1990] felosztása szerint a következő négy csoportba sorolhatók: (1) a finanszírozás lépcsőzetessége, (2) a vállalkozó számára állított ösztönzők, (3) a működésben való részvétel és (4) a befektetés likviditásának biztosítása. *Kelly – Hay* [2003] hasonló felosztást alkalmazva szintén négy megoldást különböztet meg, ezek a (1) az elvárt haszon mértékének a kockázatokhoz igazítása, (2) a lépcsőzetes finanszírozás, (3) a jogok és kötelezettségek szerződésbeli meghatározása, (4) a befektetés utáni monitoring aktív közreműködésen és információs jogokon keresztül. Az egyes elméleti rendszerezések alapján az ügynök-problémából fakadó kockázat és az egyéb kockázatok kezelésénél a legfontosabb területek

- a vállalkozó megfelelő ösztönzőkkel történő ellátása (ösztönzés),
- a társaság működésének felügyelete aktív és passzív eszközökkel (monitoring),
- a befektetéshez kapcsolódó biztosítékjellegű eszközök (biztosítás) és
- a hozam realizálását elősegítő megoldások (likviditás).

Amint látni fogjuk, az egyes megoldások nagyban összefüggnek és egyszerre több célt is szolgálhatnak. A társaság működésében való részvételhez kapcsolódó eszközök jó része például tulajdonképpen felfogható úgy is, mint ami a befektetett összeg megfelelő felhasználásának biztosítását teszi lehetővé. A befektetés biztosítását szolgáló megoldások pedig kapcsolódnak az olyan általános megoldásokhoz, mint a diverzifikáció és a szindikálás.

A vállalkozó megfelelő ösztönzőkkel történő ellátása kardinális kérdés, mivel a befektető egyrészt nem képes a vállalkozó helyett vezetni a céget, másrészt erre erőforrásainak szűkössége miatt sem lenne lehetősége. Az egyik legjellemzőbb és legáltalánosabb módszer a finanszírozás lépcsőzetes adagolása (*staging*), és ehhez kapcsolódóan a cég teljesítményének mérföldkövekhez kötése. Ez a megoldás ösztönzi a vállalkozót, mivel minden körben csak annyi pénzt kap az üzlethez, amennyivel a következő mérföldkönek számító fejlesztés vagy teljesítményindikátor elérhető. Minden finanszírozási lépcső végén a befektető döntésétől függhet, hogy további tőke rendelkezésre bocsátásával folytatja-e a projektet, ennél a lehetőségnél fogva a potenciális veszteség is korlátok között tartható (*Bienz – Hirsch [2009]*).

A hatékony együttműködéshez kiindulópontként elengedhetetlen, hogy a vállalkozónak is számottevő részesedése legyen a finanszírozott társaságban. A célok összehangolása elsősorban úgy valósítható meg, hogy a vállalkozó a cég teljesítményétől függő mértékű opciókat kap, ami a piaci körülményeknél alacsonyabb fizetés ellentételezésére is szolgál. Ha a cég nem hozza a várt eredményeket, akkor a magánbefektető (üzleti angyalként) nagyobb szerephez juthat a társaság irányításában, ami a vezető tisztségviselők leváltásával és a vállalkozó (szélsőséges esetben akár teljes) részesedésvesztésével is járhat. Ha viszont a körülmények kedvezően alakulnak, a befektető fokozatosan feladhat kontrolljogaiból, ami ugyancsak a vállalkozó teljesítményét ösztönzi (*Kaplan – Strömberg [2000]*). Ezek a lehetőségek *put* és *call* opciókkal, azaz kölcsönös vételi és eladási jogokkal biztosíthatók, amelyek bizonyos feltételek teljesülése esetén az egyik fél egyoldalú döntése alapján vételi vagy eladási kötelezettséget keletkeztetnek. Gyakori megoldás például, hogy egy meghatározott teljesítményindikátor megvalósulása esetén a vállalkozó jogosult a befektető részesedésének bizonyos százalékát megvásárolni, a befektető pedig köteles azt eladni.

Mindemellett a befektető nyilvánvaló érdeke, hogy a vállalkozó ne folytasson más olyan tevékenységet, ami hátrányosan befolyásolhatja a cég kilátásait, és lehetőleg minél tovább részt vegyen annak működésében. Ezért gyakoriak a versenykorlátozási megállapodások, valamint annak differenciált kezelése, hogy a vállalkozó milyen körülmények között válik meg a cégtől (*good leaver – bad leaver provisions*). Ha például a vállalkozó idő előtt kiszáll a cégből és nem marad a társaság alkalmazottja sem (a betegséget és egyéb hasonló eseteket kivéve), akkor előírható, hogy meg kell válnia a részesedésétől is, amelyet a cég általában meglehetősen nyomott áron vásárol vissza.

A céltársaság működésében való részvétel az üzleti angyal típusú befektetések egyik jellegzetessége, kontrolljogok nélkül ugyanis a biztosítékként leköthető *cash flow* hiányában egyáltalán nem lenne lehetőség finanszírozásra (*Tirole [2006]*). A részvétel intenzitása igen eltérő lehet a befektető beállítottságától és a céltársaság igényeitől függően, beletartozhat egyrészt a menedzsmentben való részvétel vagy az annak kijelölésében való közreműködés, amihez széleskörű információs jogosultságok társulnak. Ezen túlmenően kiterjedt döntési jogosultságokat is biztosít magának a magánbefektető, hogy a céget érintő legfontosabb döntéseket a hozzájárulása nélkül ne lehessen meghozni. Ilyen stratégiai kérdés lehet például egy meghatározott összeghatár feletti ügylet általános jelleggel, új üzletág indítása, szervezeti összefonódás már társasággal, illetve jellemzően a további forrásbevonás lehetőségei. A döntés a menedzsment helyett a tagok hozzájárulásához köthető, de vétőjog is biztosítható a befektetőnek vagy az általa kinevezett vezető tisztségviselőnek. *Kaplan – Strömberg [2000]* azt emeli ki a befektetési formával kapcsolatban, hogy a szerződésekben egymástól függetlenül oszthatók el a pénzbeli kifizetésekre vonatkozó jogok (*cash flow* jogok), az egyes döntések meghozatalára vonatkozó jogok (kontrolljogok) és az egyéb (például likvidációs, információs stb.) jogok, ezek pedig időben is önállóan változhatnak.

A befektetett összeg egyik védelmi eszköze a már említett lépcsőzetes finanszírozás. A befektető cégbeli részesedésének fenntartása érdekében az újabb finanszírozókkal

megvalósuló tőkebevonás esetére részvételi (jegyzési elsőbbségi) jogot tarthat fenn magának, illetve kizárhatja a részesedése csökkenésének lehetőségét (*anti-dilution rights*), amennyiben pedig egy újabb tőkeemelés az eredeti befektetésnél alacsonyabb értéken valósulna meg, úgy a kockázati tőkés megfelelő kompenzációra tarthat igényt. A kompenzáció kiegyenlíti az egyes tőkeemelési körök közötti esetleges árkülönbséget, a befektető így effektíve ingyen juthat plusz részesedéshez. A befektetés gyakran átváltoztatható pénzügyi eszközökkel (*convertibles*) valósul meg. Az átváltoztatható kötvény olyan hitelviszonyt hoz létre, ami a befektető egyoldalú döntésétől függően társasági részesedésre váltható. Előnye bizonytalan kilátások esetén, hogy fix kamatával és hitel minőségével a követelések sorrendjében a társasági részesedéshez képest elsőbbséget élvez (Schertler [2000]). Jó teljesítmény esetén pedig társasági részesedésre konvertálható, ami nagyobb potenciális haszonnal kecsegtet, mert ez esetben a hozam felülről nem korlátozott. A másik oldalról a befektető privilegizált társasági részesedésének átváltoztathatósága a pluszjogosultságok feladásával kétségtelenül ösztönzőleg hat a vállalkozó tevékenységére. A jogosultságainak teljesítményfüggővé tétele azért ösztönzi a vállalkozót, mert mérsékelt teljesítmény esetén saját, pluszjogosultságok nélküli részesedése kevesebbet ér (Prowse [1998]). További hasonló célt szolgáló lehetőség, hogy a tőkésnek előre meghatározott feltételek esetén saját diszkréciója alapján joga van a részesedését visszavásároltatni a céggel, amennyiben annak pénzügyi helyzete megengedi. Gyakori megoldás az is, hogy a befektető a befektetett összeg erejéig feltételes osztalékelsőbbséget köt ki magának, valamint a társaság csődje esetére a megmaradó vagyomból is elsőbbségi kielégítésre tart igényt (likvidációs elsőbbség). Egyes nem kívánt események bekövetkeztére sokszor elvártak különböző biztosítási konstrukciók, például hogy a kulcspozícióban lévő személyek életbiztosítással és felelősségbiztosítással rendelkezzenek, vagy maga a céltársaság kössön üzemszüneti biztosítást. A kulcsszemélyek életbiztosítása baleset vagy betegség esetén nyújthat kompenzációt a befektetőnek, mivel az egész üzleti vállalkozás alapvetően a vállalkozóra és annak ötletére épül, a kezdeti időszakban tehát a vállalkozó személye nélkülözhetetlen. A vezető tisztségviselők felelősségbiztosítása akkor játszhat szerepet, ha az ügyvezetést ellátó személy saját magatartásával okoz kárt a társaságnak, amit ebben az esetben a biztosító téríthet meg helyette. Az üzemszüneti biztosítás pedig olyan körülmények között juthat jelentőséghez, ha valamilyen kívülálló ok akadályozza a társaság rendes működését. Egyes biztosítók foglalkoznak azzal is, hogy magának a befektetőnek nyújtanak biztosítást a befektetett tőke meghatározott százalékának erejéig, amennyiben a tranzakció kedvezőtlen eredményeket hoz.

A befektetés likviditásának biztosítása azt a célt szolgálja, hogy a kockázati tőkésnek minden lehetősége meglegyen a befektetés hozamának realizálására és a veszteség korlátok között tartására, ez a rugalmasság érzékelhető ellentétben áll a vállalkozó részesedését terhelő korlátozásokkal. A tagok egymás közötti viszonyában a részesedések értékesítése tekintetében kiterjedt elsőbbségi jogokkal rendelkezik a befektető, amelyek részben a befektetés biztosítását is szolgálják: elővásárlási joga van a vállalkozó részesedésének megszerzésére, az átruházás ezenkívül sokszor társasági hozzájáruláshoz is kötött, ráadásul a vállalkozóval együtt ő is jogosult arányos részt értékesíteni saját részesedéséből (*tag-along*). Ez utóbbi megoldás lehetővé teszi, hogy a részesedések egymáshoz viszonyított aránya további tag beszállása esetén se változzon. Amennyiben pedig a kiszállási lehetőség úgy kívánna, a befektetőnek joga van saját részesedésével együtt a vállalkozó tulajdoni hányada felett rendelkezni (*drag-along*), így őt is kötelezheti részesedésének értékesítésére abban az esetben, ha a potenciális vevő csak többségi részesedés, vagy az egész cég megvásárlásában érdekelt. Likviditást növelő eszköz lehet az is, ha a befektető a társaság számára írhatja elő kötelezettségként a részesedés visszavásárlását, erre viszont általában csak a cég megfelelő pénzügyi helyzete esetén van lehetőség. Végezetül a társaság megszűnésének (és bizonyos egyéb, hasonlóan hátrányos események bekövetkezésének) esetére a befektető érdeke, hogy

legalább a befektetett tőke erejéig elsőbbsége legyen a tagok között felosztható vagyon tekintetében.

A magánbefektető a részesedésszerzés mellett kölcsön formájában is finanszírozhatja a vállalkozást. Kölcsönnyújtás esetén különösen fontos szerepet játszhatnak a különböző szerződéses biztosítékok. Egy külső finanszírozási ügylet során általában az alábbi biztosítéki formák jöhetnek szóba. A befektető egyrészt széleskörű zálogjogalapítást igényelhet a vállalkozó részéről, ami érintheti a céltársaság vagyonelemeit és megtakarításait, továbbá a vállalkozó társaságon belüli tulajdoni részesedését. A cég tulajdonában álló ingatlanra például jelzálog jegyezhető be az ingatlan-nyilvántartásba, de hasonlóképpen jelzálog tárgyai lehetnek az egyéb forgó- és állóeszközök vagy akár a cég jövőbeli követelése is. A speciális nyilvántartásokba történő bejegyzéssel jelzálogjog alapítható továbbá a szellemi alkotásokhoz fűződő jogokra, mint például a szabadalom, a védjegy, a formatervezési minta, stb. Lehetőség van arra is, hogy a cég vagyonának egészére, vagy annak egy meghatározott részére vagyont terhelő jelzálogot alapítson a vállalkozó. A vállalkozó személyesen nyújtott biztosítéka lehet a társaság kötelezettségeiért vállalt kezesség, vagy pedig az, ha kötbérfizetést vállal saját, társaságon belüli szerződési kötelezettségeinek megszegése esetére.

A szerződési struktúrában alkalmazott biztosítékok több okból is csak korlátozottan használhatók. A felek közötti kapcsolat érzékenysége tekintettel az egész befektetést ellehetetlenítheti, ha véleménykülönbség merül fel. Ha odáig fajul a nézetkülönbség, hogy a befektető valamelyik biztosítékot érvényesíteni kívánja, akkor már a felek közös társaságban maradását sem igazán indokolja semmi, mert meggyengül vagy megszűnik a befektetés alapvető fontosságú feltétele, a bizalom (*Kelly – Hay* ([2006])). Egy ilyen környezetben a legésszerűbb és legegyszerűbb megoldás gyakran az, ha a felek együttesen szállnak ki a társaságból, vagy az egyik szereplő kivásárolja a másikat. További probléma, hogy egy induló vagy korai fázisban lévő vállalkozás kevés kézzelfogható vagyontárggyal rendelkezik, a kényszerértékesítés pedig igen körülményes – ez kifejezetten igaz a zártkörűen működő cégek társasági részesedéseire és a szellemi tulajdonra vonatkozó jogokra. A vállalkozó által személyesen nyújtott biztosítékok, mint a kezesség vagy a kötbér, esetében pedig az érvényesítéséhez végrehajtási eljárást kell indítani, ami költséges és időigényes.

A fentiekkel összhangban az alábbiak szerint összegezhetők a leggyakoribb kockázatkezelési megoldások:

- Ösztönzés
 - A vállalkozó megfelelő méretű részesedése a cégben
 - Lépcsőzetes finanszírozás (*staging*)
 - Teljesítményfüggő opciók
 - A tulajdoni részesedéstől eltérő, teljesítményfüggő szavazati és egyéb pluszjogosultságok
 - Versenykorlátozási megállapodás és a cég elhagyásával szembeni ellenősztönzők (*good leaver – bad leaver provisions*)
- A működés felügyelete
 - Speciális szavazati arányok, stratégiai döntéseket érintő hozzájárulási jog, vétőjog
 - Menedzsment kinevezésének és leváltásának joga
 - Részvétel az üzletvezetésben

- Információs jogok
- További forrásbevonás kontrollálása, elővásárlási és jegyzési elsőbbségi jogok
- A befektetési összeg biztosítása
 - Lépcsőzetes finanszírozás
 - Társasági részesedésre átváltoztatható hitelkonstrukciók
 - Likvidációs preferencia, osztalékelsőbbség, a részesedés társaság általi visszavásárlása
 - Pénzügyi biztosítékok a vállalkozó részéről (például kötbér, kezesség)
 - További forrásbevonás kontrollálása, elővásárlási és jegyzési elsőbbségi jogok
 - Versenykorlátozási megállapodás és a cég elhagyásával szembeni ellenősztönzők (*good leaver – bad leaver provisions*)
 - Biztosítások (élet-, felelősség- és üzemszünet-biztosítás, esetleg tőkebefektetési biztosítás)
- Likviditás fenntartása
 - kivásárlási megállapodások a vállalkozóval
 - a részesedés társaság általi visszavásárlása
 - együtt-eladási jogok (*tag-along, drag-along*)

Az általános elméleti megfontolások után a következő részben azokat a gyakorlati eredményeket mutatjuk be, amelyek az egyes országok üzleti angyal kutatásaiból a befektetések szerződési megoldásaira vonatkoznak.

6.2 Külföldi tapasztalatok

Az angyal befektetések elemzésére kézenfekvő megoldás a formális kockázati tőkebefektetésekkel történő összehasonlítás. Az utóbbiakról ugyanis sokkal több információ érhető el, sokkal több kutatás is készült róluk. A 3. fejezetben láttuk, hogy a befektetési eljárás egészét tekintve alapvetően ugyanazok a kockázatkezelési technikák jelennek meg a kockázati tőkések és az üzleti angyalok esetében, a különbségek az alkalmazott eszközök egymáshoz viszonyított súlyában jelentkeznek. E különbségek a szerződési konstrukciókban, a szerződéses dokumentumokban is leképeződnek

6.2.1 Szerződéses megoldások

A szerződési megoldásoknak az angyal befektetések során is nagy jelentőségük van, a közvélekedésben sokszor előforduló feltételezéssel ellentétben ugyanis az informális kockázati tőkebefektetési ügyleteket sem csupán a felek kézfogása vezérli (*Kelly – Hay [2003]*). *Prowse [1998]* szerint az egyik legjelentősebb ösztönző az angyal-finanszírozásban az, ha a vállalkozónak jelentős mértékű részesedése marad a társaságban, ezzel szemben ritka a formális befektetésekben alkalmazott azon megoldás, miszerint bizonyos teljesítménycélok elérése esetén a vállalkozó részesedése a befektető kárára növekszik. Véleménye szerint továbbá ritkábban alkalmazzák azokat a megoldásokat is, amik rossz teljesítmény esetén megbüntetik a vállalkozót például a cégvezetésből történő leváltással, vagy részesedésvesztéssel.

A brit angyalok befektetési szerződéseit vizsgáló úttörő tanulmányában Kelly és Hay [2003] számos figyelemre méltó megállapításra jutott, a következőkben ezeket az eredményeket foglaljuk össze röviden. A szerzőpáros 40 személyes interjú és több mint száz kitöltött kérdőív alapján azt tesztelte, hogy egyes tényezők hogyan befolyásolják a befektetések szerződési feltételeit. Az üzleti angyal befektetési előéletével kapcsolatban igazolást nyert az a hipotézis, hogy minél tapasztaltabb az angyal, annál konzervatívabb a szemlélete, annál inkább közelít a formális kockázati tőkebefektetésekhez, és szigorúbb, több védőmechanizmust tartalmazó szerződéseket eredményez. Hasonlóan részletes szerződésbeli rendezést igényel, ha az angyal aktívan részt vesz az üzletvezetésben, mivel az együttműködés részleteit ez esetben rögzíteni szükséges. Ugyancsak szigorú a szerződési struktúra akkor, ha szindikált befektetésről van szó, illetve ha viszonylag nagy az angyal által megszerzendő részesedés. Az utóbbi jellemző esetén az angyal által vállalt kockázat magasabb szintje igényli a részletes szerződésbeli védelmet, a szindikálás pedig azért, mert – annak ellenére, hogy a társas befektetés alapvetően csökkenti az üzleti angyal által vállalt kockázatot – a résztvevők érdekeinek és magatartásának összehangolása részletes szabályokat igényel. A szerződési struktúrát egy „befektetői paradoxon” is befolyásolja: az egyik oldalról ugyanis a befektető olyan vállalkozót keres, akinek van megfelelő iparági tapasztalata, a másik oldalról viszont éppen ez az információs aszimmetria komoly szerződésbeli védelmi megoldásokat is szükségessé tesz.

A szerzők vizsgálták továbbá azt is, milyen konkrét szerződési eszközök jellemzőek a befektetésekre. Azt találták, hogy a szerződésekben nélkülözhetetlen elem az akvizíciók és eladások, valamint a stratégiai és pénzügyi tervek jóváhagyásának joga, a menedzsment korlátozása részesedésre vonatkozó opciók kibocsátásában, a versenykorlátozási megállapodások kikötése és a további forrásbevonás korlátozása. Ezekon túlmenően vannak olyan feltételek, amelyek tárgyalás alapját képezhetik a felek között. Ilyen a kényszerű kilépés szabályozása, a kulcspozíciókra vonatkozó személyi döntések, a pénzügyi kötelezettségvállalások ellenjegyzésének előírása, a menedzsment részesedésének változására vonatkozó szabályok, valamint az alternatív vitarendezési fórum előzetes meghatározása.

Az üzleti angyalok befejezett befektetések szerinti csoportokra bontása azt a megfigyelést eredményezte, hogy minél aktívabb egy angyal, annál nagyobb ügyletekben vesz részt, illetve annál inkább vesz részt önállóan befektetéseket. Ezen túlmenően, habár tapasztaltabb befektetők tendenciózusan érettebb fázisban lévő cégekbe is beszállnak, minden csoport nagyrészt korai stádiumban lévő céltársaságokba fektet. Tapasztalatlanabb angyalok nagyobb hangsúlyt fektetnek a szerződéses védelemre, de minél tapasztaltabb egy befektető, annál fontosabbak lesznek az olyan szabályok, amik a kiszállással vagy a befektető részesedésének mértékével kapcsolatosak.

Összefoglalva azt mondhatjuk, hogy a szerződések tartalmi elemei az üzleti angyalok számára is nagy jelentőséggel bírnak. (A fejezet végén szereplő melléklet szemléltetési céllal tartalmaz egy listát azokról a szerződéses feltételekről, amelyek a befektetés folyamán előfordulhatnak.) Nem állíthatjuk, hogy bizonyos szerződési feltételek egyáltalán nem fontosak: egyes szerződéses kikötések preferálása másokkal szemben viszont nagyban kontextusfüggő. A jogi közeg akkor kedvező, ha mindegyik elméletileg szóba jövő szerződéses megoldás költségeit alacsonyan tartja.

6.2.2 Szabályozási, jogalkalmazási problémák

Az előzőekben bemutatott kockázatkezelési megoldások többé-kevésbé leképezhetők a különböző jogrendszerekben, egyes konkrét jogszabályi korlátozások vagy gyakorlati ugyanakkor megnehezíthetik és költségesebbé tehetik a befektetéseket.

Klonowski [2006] szerint Lengyelországban az alábbi problémák jelentkeznek a kockázati tőkebefektetések során. Az igazságszolgáltatás rendes útja lassú, illetve a bírák részéről hiányzik a befektetések megítéléséhez szükséges közgazdasági, számviteli és pénzügyi szaktudás. Problémát jelent továbbá, hogy a részvényesi megállapodások, bennük pedig a sok befektetőt védő biztosítékok a bíróságon gyakran eredményesen megtámadhatók. A befektetések megvalósítása során sok indokolatlan ügyvédi és közjegyzői költség (közjuttétel, közjegyző, stb.) merül fel. A társasági részesedéshez fűzhető elsőbbségi jogok alkalmazása a gyakorlatban problémás, a társasági törvény sok korlátozást tartalmaz az eltérő jogokra, a cégbírósági eljárásban pedig a befektetőt védő egyes pluszjogosultságok – mint a *drag-along* jogok vagy a menedzsment lecserélésének joga – regisztrálása és kikényszerítése okoz problémát. Az említett nehézségek mellett, hogy általánosságban a tranzakciós költségek növekedéséhez vezetnek, hátrányosan érintik az üzleti angyal vállalkozásban való aktív részvételét, a befektetett összeg biztosítását, valamint a likviditás fenntartására vonatkozó igényét.

Más szerzők általánosságban, több európai jogrendszerrel szemben hozzák fel azt, hogy társasági jogi szabályozásuk alapján egy társaság nem nyújthat pénzügyi segítséget harmadik személy részére saját részesedésének megszerzése céljából (NVCA [2001]). Ez a lehetőség a beszállást tekintve költségnövelő tényező, továbbá új befektető megjelenése esetén a kilépést és a likviditást is hátrányosan érintheti. Az irodalomban *financial assistance* tilalma néven ismert szabály megnehezíti az olyan tőkeáttételes finanszírozási formákat, ahol az adós részben a céltársaságtól kap biztosítékok a vételár-finanszírozáshoz, és költséges alternatív megoldások felé tereli a feleket. Az amerikai „*fraudulent conveyance*” szabály ezzel szemben abban az esetben biztosít lehetőséget az ilyen szerződések megtámadására, ha a társaság a tranzakció által fizetőképtelenné válik. Az európai országokban eltérő szabályozások vannak érvényben, Németországban például csak egyes társasági formákra vonatkozik a korlátozás, Belgiumban egy társaság nyújthat segítséget az anyavállalaton belüli részesedésszerzéshez, de például Franciaországban teljes tilalom van érvényben (NVCA [2001]). Az Egyesült Királyságban korábban bizonyos feltételek teljesítése esetén volt lehetőség a szabály alóli felmentésre, 2008-ban pedig zártkörűen működő társaságok tekintetében a korlátozás teljesen megszűnt.

6.3 Hazai jogi szabályozás

Az alábbiakban azt mutatjuk be, hogy a hazai jogi szabályozás egyes elemei mennyiben segítik elő vagy akadályozzák a befektető és a vállalkozó közötti rugalmas kockázatkezelési struktúra kialakítását. Mivel a befektetések társasági részesedésszerzéssel is járnak, nagyon fontos szerep jut a társasági jogi szabályozás hatékonyságának. Ezen túlmenően érdemes a szerződéses kapcsolatokra irányadó kötelmi jogot, az egyes szerződéses biztosítékokra vonatkozó dologi jogot, valamint a kikényszerítés egyes lehetőségeit is megvizsgálni.

6.3.1 Általános megfontolások

A befektetési tárgyalások elején a felek a hitelfinanszírozáshoz hasonlóan a befektető sablonja alapján rögzítik a megállapodás leglényegesebb pontjait (e dokumentum elnevezése általában *term sheet*, *memorandum of understanding* vagy *letter of information*). Az indikatív ajánlatok kötelező erővel általában nem bírnak, illetve csak az ügylet szempontjából leglényegesebb feltételeket tartalmazzák, amelynek részletei a későbbiekben még változhatnak. A finanszírozott cég működésének alapjait a nyilvános társasági szerződés határozza meg, amely a társasági jogi szabályok szerinti kötelező tartalmi elemeken túl egyéb információt is

tartalmazhat. A társaság tagjainak belső viszonyát tükröző szindikátusi szerződés ehhez képest bizalmas dokumentum, amely számos egyéb kérdést rendez. A jogi kikényszeríthetőség szempontjából lényegi különbséget jelent, hogy a szindikátusi szerződésből mi kerül bele a társasági szerződésbe, ugyanakkor annak nyilvánossága miatt komoly ellenőrzőzök is jelentkeznek. A gazdasági társaságok alapvető viszonyait a társasági törvény szabályozza, a tagok egymás közötti megállapodásait és a harmadik személyekkel fennálló szerződéses kapcsolatokat pedig a polgári jog, illetve a Polgári Törvénykönyv. A következőkben e jogszabályok releváns rendelkezéseit vizsgáljuk meg, a kikényszerítés tekintetében pedig a szerződéses biztosítékokat érintő dologi jog, a polgári peres eljárás és a választottbírói törvény egyes vonatkozásaira is kitérünk.

6.3.2 Társasági jog

A társasági jognak központi szerep jut a kockázati tőkebefektetések során, mert a befektető társtulajdonossá válik és a társasághoz, valamint a vállalkozóhoz mint másik társtulajdonoshoz fűződő viszonyát e jogág normái határozzák meg. A társasági törvény szerint a tagok (részvényesek) a jogszabályok keretei között a társasági szerződés tartalmát szabadon állapíthatják meg, a törvény rendelkezéseitől azonban csak akkor térhetnek el, ha ezt a törvény megengedi (Gt. 9. § (1) bekezdés). A társasági jog szabályai tehát a gazdasági társaságok személyiségi jogaként mérsékeltebben adnak lehetőséget a polgári jog egyik alapelveinek, a szerződési szabadságnak az érvényesülésére, így az esetlegesen nem hatékony rendelkezések is jóval komolyabb következményekkel járhatnak. A hazai szabályozás elvileg rugalmasságra törekszik, de egyrészt vannak olyan korlátozások, amik hátrányosak lehetnek a befektető szempontjából, másrészt a jogszabályilag nem tiltott megoldások bírósági megítélése is kérdéses lehet. Az alábbiakban ismertetjük a gazdasági társaságokról szóló 2006. évi IV. törvény (Gt.) azon rendelkezéseit, amelyek a befektetés szempontjából relevanciával bírnak.

Kockázati tőkeügyletek során elsősorban csak a korlátozott felelősségű társasági formák jöhetnek szóba, ezek a korlátolt felelősségű társaság (Kft.) és a zártkörűen működő részvénytársaság (Zrt.). Létezik az egyéni cégnek is korlátolt felelősségű változata, de ennek főszabályként csak egy tagja lehet, a betéti társaságnak (Bt.) pedig legalább egy korlátlanul felelős taggal kell rendelkeznie, illetve más korlátozások is vonatkoznak rá, ami miatt szabályozása e befektetések szempontjából kevésbé alkalmas. A Kft. és a Zrt. szabályai sok tekintetben különböznek, ezeknek egy jelentős része viszont a szabályozás diszpozitív jellegéből kifolyólag viszonylag alacsony költséggel megváltoztatható, vagyis a társasági szerződésben a törvényi főszabálytól eltérően szabályozható. Ilyen például az elővásárlási jogok kérdése, a társasági részesedés átruházásának egyéb módon történő korlátozása, a társaság saját üzletrészenek/részvényének megszerzésekor követendő szabályok, a legfőbb szerv és az ügyvezetés kompetenciájába tartozó döntések köre és a döntéshez szükséges szavazati arányok, stb. Ezek a szabályok tehát lehetővé teszik a befektető számára, hogy érdekeinek a korábbiakban ismertetett eszközökkel szerezzen érvényt.

A társasági részesedés jogi megítélése

A részvénytársaság és a korlátolt felelősségű társaság között a befektetés szempontjából az alábbi releváns különbségek fedezhetők fel. Az egyik legfontosabb ezek közül a társasági részesedések jogi megítélése. A Gt. szerint a Kft.-ben a tagsági jogokat az üzletrész testesíti meg, ami a társasággal szemben fennálló jogok és kötelezettségek összességéként absztrakt és az értékpapírnak minősülő részvélynél jóval képlékenyebb jogi kategória (Sárközy 2009), ehhez képest a részvény átruházása tisztább és egyszerűbb eljárás. A részvény ugyanis a benne foglalt jogokat önmagában megtestesíti, átruházása birtokba adással lehetséges, ezért a

likviditás és a biztosítéki funkció szempontjából is előnyösebb. A részvény értékpapír minősége miatt a szerződési biztosítékként való felhasználhatóság tekintetében is van különbség, üzletrészen ugyanis csak jelzálogjog alapítható, míg részvényen óvadék is. Az óvadék azért jelent kedvezőbb megoldást, mert alapításával a részvény fizikailag is a befektető birtokába kerülhet, és az óvadék tárgyából történő kielégítést közvetlenül, bármilyen előzetes eljárás vagy külön szerződési megállapodás nélkül lehetővé teszi, ha a részvények értékelési módját a felek előre meghatározták (Ptk. 270. § (1) bekezdés). A Gt. ezen felül csak a Zrt. szabályai között tesz említést átváltoztatható kötvény kibocsátásának a lehetőségéről (mégpedig a 194. § (1) bekezdése értelmében az alaptőke feléig), ami biztosítéki és ösztönző funkciót is ellát, Kft.-nek erre nincs módja. Ha a befektetőnek a társasági tőkeemelés elhatározásához elegendő mértékű szavazati joga van, akkor Kft. esetében is reprodukálható az átváltoztatható kötvény átkonvertálásával egyenrangú eredmény, a tranzakció költségei viszont valószínűleg magasabbak lesznek, és a megállapodás kikényszeríthetőségét illetően is kételyek merülhetnek fel.

A részvény értékpapír minőségéből eredezethető különbség az is, hogy egy esetleges tőzsdei bevezetés a Zrt. működési formájának megváltoztatásával viszonylag egyszerűen megvalósítható. Egy Kft.-nek ugyanakkor társasági formaváltást kell végrehajtania, ami időigényesebb és költségesebb eljárás, ezért a likviditás szempontjából hátrányos. Tény, hogy a tőzsdei bevezetéssel (IPO) záruló befektetések elsősorban nagyobb intézményi résztvevők által vezényelt, nagy értékű ügyletek kiszállási lehetősége lehet, és hazai gyakorlatban egyébként sem igazán jellemző. Jelentősége azonban mégis lehet például abban az esetben, ha az üzleti anyagot követően egy másik befektető száll be a cégbe, aki azonban a saját későbbi kiszállási lehetőségeit szem előtt tartva a befektetés előtt zárási feltételként előírja a Kft. céltársaság Zrt.-vé alakulását.

Egyéb különbségek társasági formák között

Zrt. esetében a törvény lehetőséget ad az igazgatóság felhatalmazására egyes döntések tekintetében (ilyen például a tőkeemelés, az átváltoztatható kötvény kibocsátása, osztalékfizetés elhatározása, stb.), Kft.-nél viszont ezek a lehetőségek nem elérhetők, minden lényegi döntést a taggyűlésnek kell meghoznia. Az eltérő szabályozás arra vezethető vissza, hogy Zrt.-nél az ügyvezetést az igazgatóság testületileg látja el (kivéve, ha vezérigazgató működik a cégnél), míg Kft.-nél az ügyvezetésre és a döntések meghozatalára az ügyvezetők személy szerint vannak felhatalmazva, testületük nincs. A fellépő koordinációs nehézségek a tagok számától és heterogenitásától függően jelenthetnek valódi problémát. Vannak azonban olyan szabályok is, amik a fentiekkel ellentétben a kettőnél több személyes korlátolt felelősségű társaság mellett szólhatnak. Ilyen például a Gt. 47. § (2) bekezdésének rendelkezése, amely szerint nem indítható kizárásra irányuló kereset a részvényes ellen (ha csak két tagja van a társaságnak, akkor cégformától függetlenül nincs lehetőség a kizárásra). A kizárásra alapvetően igen korlátozottan nyílik mód, amennyiben „*a tagnak a társaságban maradása a társaság céljának elérését nagymértékben veszélyeztetné*” (Gt. 47. § (1) bekezdés), amire a tagok közötti nézetkülönbség nem szolgáltat elegendő alapot. Az eltérő szabályozás arra vezethető vissza, hogy a részvénytársaság a törvény szellemisége szerint elsősorban tőkeegyesítést szolgált, ellenben az üzleti anyag jellegű finanszírozás esetében ahogy láttuk, ennél többről van szó. A vállalkozó nélkülözhetetlensége miatt sokszor nem is lenne hiteles a kizárással való fenyegetés, a korlátozás viszont adott esetben mégiscsak hátráltathatja a magánbefektetőt abban, hogy a tagok között megromlott viszony vagy az üzleti terv nemteljesülése esetén végső megoldásként kényszerrel váljon meg a vállalkozótól. Ez a korlátozás valószínűleg felértékeli a kölcsönös vételi és eladási jogok alkalmazását is. Az értékpapírként megtestesülő részvényekkel kapcsolatban továbbá olyan adminisztrációs

költségek is jelentkeznek, amik a jogosultságok és kötelezettségek összességéként aposztrofált, absztrakt Kft. üzletrész esetében nem merülnek fel (Sárközy, 2009). Ilyen lehet például a dematerializált részvények nyilvántartásával kapcsolatos értékpapírszámla-vezetési díj, vagy fizikai részvények esetén a letétkezelési díj, az esetleges felülbélyegzés, címletösszevonás vagy bontás esetén az ismételt előállítás díja, stb.

Többletjogosultságok

A befektetőnek biztosított többletjogosultságok kimagasló szerepet játszanak a befektetések során, mert befolyásolják az ösztönzés, a társasági működés fölötti ellenőrzés, a biztosítéki funkció és a likviditás körülményeit. Ezért az optimális szabályozással szemben az az elvárás, hogy rugalmas legyen a feleket megillető jogosultságok elosztása és átrendezhetősége tekintetében, és ne gördítsen olyan indokolatlan korlátozásokat a megállapodások elé, amelyeket azután a szindikátusi szerződés rendelkezéseivel próbálnak meg a felek megkerülni. A részvény tagsági jogokat megtestesítő, névre szóló, névértékkel rendelkező forgalomképes értékpapír (Gt. 177. §), a részvénytársaság a részvényfajtákat tekintve törzsrészcsemet, valamint elsőbbségi, dolgozói, kamatozó és visszaváltható részvcsemet bocsáthat ki. Dolgozói részvcsemet a társaság alkalmazottai számára juttatható ingyenesen vagy kedvezményesen, a kamatozó részvcsemet az osztalékon felül meghatározott kamatra jogosítja tulajdonosát, a visszaváltható részvcsemet pedig a részvcsemetes és a részvénytársaság között vételi, illetőleg eladási jogot foglalhat magában.

Az elsőbbségi részvcsemetfajtán belül pedig osztalékelsőbbséget, likvidációs hányadhoz fűződő elsőbbséget, szavazati joggal összefüggő elsőbbséget, vezető tisztségviselő vagy felügyelőbizottsági tag kijelölésére vonatkozó elsőbbséget, elővásárlási jogot vagy külön törvényben meghatározott egyéb elsőbbségi jogot biztosító részvcsemetosztályt határozhat meg. Az osztalékelsőbbségi részvcsemet értelemszerűen a többi részvcsemet előtt vagy annál kedvezőbb mértékben jogosít osztalékra, ha pedig egy évben nincs osztalékfizetés, a következő alkalommal csak akkor kerülhet rá sor, ha az osztalékelsőbbségi részvcsemetre jutó elmaradt osztalékot maradéktalanul kifizették (Gt. 187. §). Hasonlóképpen a likvidációs hányadhoz fűződő elsőbbség a társaság megszűnésének esetére biztosít kedvezményes elbírálást a részvcsemet tulajdonosának. Ez a részvcsemetosztály kiemelt jelentőséggel bírhat a külső tőkebefektetések szempontjából, mert egy felszámolási eljárásban a tagok általában csak az összes hitelező kielégítése után megmaradt vagyonra jogosultak. Az már más kérdés, hogy egy felszámolandó társaságnak marad-e egyáltalán olyan vagyontárgya, ami érdemi megtérülést jelenthet és így biztosítékként funkcionálhat a befektető számára. Az említett elsőbbségi jogok egymással kombinálhatóak, emellett lehetőség van olyan elsőbbségi részvcsemet kibocsátására is, ami később más elsőbbségi részvcsemetre vagy törzsrészcsemetre cserélhető (Gt. 183. és 186. §). Az egyes speciális részvcsemettípusokon túlmenően a törvény lehetőséget ad átváltoztatható és jegyzési jogot biztosító kötvény kibocsátására is. Az előbbi a kötvényes kérésére törzsrészcsemetnyé alakítható, az utóbbi pedig tőkeemelés esetén sorrendben a részvcsemeteseket követő jegyzési jogot biztosít a kötvény tulajdonosának.

A törvény tehát felsorolja azokat a pluszjogosultságokat, amelyek általában előfordulnak a társasági jogviszonyokban, ami önmagában kedvező környezetet teremt a társaságon belüli tagsági jogviszonyok differenciálására. Egyéb jogosultság alapítására viszont a társasági jog kógens jellegéből fakadóan nincs lehetőség, másrészt a törvény különböző korlátozásokat állít fel e jogokkal kapcsolatban, amik limitálják azt, hogy milyen mértékben tehető különbség az egyes tagok részesedései között.

Az egyes részvényfajtákra és részvényosztályokra vonatkozó legfontosabb korlátok:

- A törzsrészvények összege mindenkor meg kell, hogy haladja a társaság alaptőkéjének felét.
- Dolgozói részvény legfeljebb az alaptőke 15 %-áig hozható forgalomba.
- Kamatozó részvény az alaptőke 10 %-át meg nem haladó mértékben bocsátható ki.
- Visszaváltható részvény kibocsátására ugyancsak az alaptőke 10 %-át meg nem haladó mértékben van lehetőség.
- Szavazatelsőbbbségi részvény esetén az egy részvényhez kapcsolódó szavazati jog nem haladhatja meg a részvény névértékéhez igazodó szavazati jog tízszeresét, eltérő szavazati többlet-jogosultságot biztosító részvény kibocsátása semmis.
- A vezető tisztségviselő kijelölésére vonatkozó elsőbbségi részvény alapján a részvényes az igazgatóság legfeljebb egyharmadának kijelölésére jogosult, ilyen részvény nem bocsátható ki, ha az igazgatóság jogkörét vezérigazgató látja el.

Problémát okozhatnak azok a rendelkezések is a társasági törvényben, amelyek az egyes jogokkal kapcsolatos eljárás szabályait határozzák meg. Így például visszaváltható részvény esetén a törvény előírja, hogy (Gt. 193. § (4) bekezdés) a vételi vagy eladási jog gyakorlásakor kötelező az alaptőke leszállítása, a saját részvényekre vonatkozó szabályokkal ellentétben a részvénytársaság ezeket a részvényeket ideiglenesen sem tarthatja meg. A felsorolt korlátozások nem zárják ki, hogy a befektető kerülő megoldások útján megvalósítsa a szándékolt kockázatmegosztást, viszont körülményesebbé tehetik a strukturálást, mert vagy több különböző részvénytársaságot kell hozzá kibocsátani, vagy pedig a Kft.-hez hasonló módon a társasági szerződésben kell az eltérő jogosultságokat részletesen szabályozni. Ezzel szemben fontos pozitívuma lehet a Kft.-nek a Zrt.-vel szemben, hogy a társaság működése és felépítése meglehetősen rugalmasan alakítható, az egyes üzletrészekhez fűződő szavazati jogok és egyéb jogosultságok tetszőlegesen variálhatók, például a szavazati jog mértéke korlátlanul eltéríthető a tulajdonosi részesedés mértékétől.

Financial assistance

Egy másik potenciális problémaforrás a pénzügyi segítségnyújtás (*financial assistance*) elnevezésű finanszírozási technika szabályozása. A Gt. 229. §-a értelmében ugyanis „*a részvénytársaság nem nyújthat kölcsönt, nem adhat biztosítékot, továbbá pénzügyi kötelezettségeit azok esedékessé válását megelőzően nem teljesítheti, ha annak célja az általa kibocsátott részvények harmadik személy részéről történő megszerzésének az elősegítése*”. A második európai uniós társasági jogi irányelvvel átültetett rendelkezés egyik eredeti indoka az volt, hogy a saját részvény megszerzéséhez hasonló jogi megoldás lehetőséget teremthet a társasági vagyon felhígítására, e lehetőség megtiltása pedig a hitelezők és a kisebbségi tulajdonosok érdekeit szolgálja. A korlátozás azonban kétségtelenül megnehezíti azon kivásárlások finanszírozását, ahol a céltársaság vagy annak vagyonelemei szolgálnak a vételár forrásaként szolgáló hitel biztosítékául. A *private equity* ügyletekben gyakran alkalmazott struktúra elősegíti a nagy tőkeáttétellel végbemenő felvásárlásokat, ugyanis olyan forrásokat tud a finanszírozás kedvezményezettje biztosítékként igénybe venni, amelyek a tranzakció kezdetén még nem állnak a rendelkezésére. Tény, hogy az induló, vagy korai stádiumban lévő vállalkozásokba történő befektetések jellemzően nem magas tőkeáttétellel mennek végbe, így a rendelkezés náluk kevésbé fontos, figyelmen kívül azonban semmiképp sem hagyható,

mivel nemcsak a kockázati tőkés beszállását nehezítheti meg, hanem a későbbi kiszállást is. Ha ugyanis a következő befektető számára sem megengedett ez a technika, amire viszont a nagyobb cégérték és finanszírozási igény miatt szükség lenne, akkor az a beszállás költségeinek növekedésén keresztül az eredeti befektető kifizetését is negatívan fogja befolyásolni. Nem hagyható figyelmen kívül továbbá az a körülmény sem, hogy a tőkeáttétellel megvalósuló finanszírozási formákat a korábbiakban ismertetett kedvezőbb adózás is indukálja.

A teljes tilalom problematikáját az európai jogalkotó is felismerte, az irányelv 2006-ban módosult és bizonyos feltételek mellett a rendelkezésre álló szabad pénzeszközök erejéig lehetővé tette a pénzügyi segítségnyújtás alkalmazását. Az eredeti irányelv átültetése az egyes tagállamokban változatos formában ment végbe, az eredetileg csak nyilvánosan működő társaságokra létrehozott korlátozást a tagállamok jó része a zártkörű társasági formákra is kiterjesztette. Hazánkban a részvénytársaság mindkét formája számára tiltott a megoldás, Kft. esetében viszont ilyen korlátozással nem kell számolni (EVCA [2004b]), az irányelv 2006-os módosítása pedig egyik társasági forma tekintetében sem köszön vissza a társasági törvényben. A szabályt egyrészt olyan általánosan bevett módszerrel lehet megkerülni, hogy a forrást kereső befektetők egy közvetítő céget alapítanak, ami a céltársasággal összeolvad és ezután nyújt biztosítékot a hitelezőknek. A megoldás hátránya, hogy az átalakulási szabályok függvényében időigényes és költséges lehet (Ferran [2005]). A másik hazánkban alkalmazható lehetőség pedig az, ha a tilalom hatálya alá tartozó részvénytársaság társasági formaváltással Kft.-vé alakul át (vagy ha tőkeáttételes finanszírozás igénybevétele van kilátásban, akkor eredetileg is ebben a formában jön létre, illetve nem alakul át Zrt.-vé), a korlátolt felelősségű társaságra ugyanis nem vonatkozik a restriktió (EVCA [2004a]). Sokan úgy tartják, hogy a pénzügyi segítségnyújtás korlátozása meghaladott és a hitelezői és kisebbségi érdekek érvényesítésére alkalmasabb eszközök is léteznek (Ferran [2005]). Az Egyesült Királyságban 2008 óta zártkörűen működő társaságoknál nem érvényesül a korlátozás, a korábbi szabályozás szerint pedig a társasági tagok gyűlése felhatalmazhatta a céget hasonló műveletekre (ez az ún. *whitewash resolution*). Megfontolandó tehát hazánkban is a tilalom eltörlése vagy részleges enyhítése, gondosan fel kell azonban térképezni egy ilyen megoldás következményeit, mert az – a társasági határozatok bírósági megtámadhatóságára és egyéb körülményekre tekintettel – indokolatlan költségeket is generálhat.

A társasági jog témakörében érdemes végezetül arról szót ejteni, hogy az új Ptk. koncepciója szerint a társasági jog lényeges anyagi szabályai is bekerülnének a kódexbe. Kérdésként merül fel, hogy a Gt. rendelkezéseinek átültetése milyen irányba halad, annak kapcsán történnek-e érdemleges változások a tárgyalt szabályokban.

6.3.3 Kötelmi (szerződési) jog

Tekintettel arra, hogy a társasági jog csak a társaság jogalanyiségéhez és működéséhez szorosan kapcsolódó szabályokat tartalmaz, a felek megállapodásának jelentős része az általános polgári jogi szabályok szerint alakul.

Szindikátusi szerződés

A befektetéssel kapcsolatos két legfontosabb jogi dokumentum a társasági szerződés és a szindikátusi szerződés. A nyilvános társasági szerződés a társaság működésének, valamint a társaság és a tagok viszonyának a legalapvetőbb szabályait tartalmazza, míg a tagok közötti viszony átfogó szabályozását a bizalmas, szigorúan a szerződésben részes felekre kiterjedő hatályú szindikátusi szerződés valósítja meg. A gyakorlatban a dokumentumok elkészítése általában úgy zajlik, hogy az ügyletben közreműködő ügyvéd a részletesen megtárgyalt

szindikátusi szerződésből készíti el a cégbíróságnak benyújtandó társasági szerződést, átemelve a legfontosabb társasági jogi szabályokat (a szavazati jogok megoszlása és az egyes tagokat megillető pluszjogosultságok, a részesedés átruházására vonatkozó korlátozások, az cégvezetés szabályai, a nyereség felhasználásának kérdése, stb.).

A szindikátusi szerződés érvényesíthetőségét komoly bizonytalanság övezi a magyar joggyakorlatban. A szindikátusi szerződés elvileg nem lehet ellentétes sem a társasági törvénnyel, sem a nyilvános társasági szerződéssel, komoly vita tárgyát képezheti azonban, hogy mi számít „ellentétesnek”. A bírói gyakorlattól függ ugyanis, mennyire szűken vagy kiterjesztően értelmezi az ellentéteességet. A legfőbb probléma abból fakad, hogy a Gt. kimondja, hogy *„nem minősül a törvénytől való eltérésnek a törvényben nem szabályozott rendelkezés társasági szerződésbe való felvétele, ha a rendelkezés nem áll ellentétben a társasági jog általános rendeltetésével vagy az adott társasági formára vonatkozó szabályozás szellemével, illetve a jóhiszemű joggyakorlás elveivel”* (Gt. 9. § (1) bekezdés második mondat). Ebből kiindulva, ha a szindikátusi szerződés akár csak a társasági törvény nehezen definiálható szellemével is ellenkezik, nem érvényesíthető.

További kérdés, pontosan mikor számít ellentetésnek a szindikátusi szerződés a társasági szerződéssel. Ahogyan a társasági szerződés szabályozását illetően is a rugalmasság fontosságát hangsúlyoztuk, ugyanúgy a szindikátusi szerződéseknel is nagyon fontos, hogy az érintettek a lehető leghatékabban strukturálhassák a kapcsolatukat. Ezt az tenné lehetővé, hogy a szindikátusi szerződés – ha csak nem kifejezetten ellentétes a társasággal – érvényesíthető legyen. Nem ebbe az irányba kívánt elmozdulni a végül hatályba nem lépő új Polgári Törvénykönyv (2009. évi CXX. Törvény), amely kifejezetten ki kívánta mondani a szindikátusi szerződés semmisségét arra az esetre, ha *„a vállalkozás tagjai, részvényesei a nyilvános létesítő okiratban szabályozott kérdésről nem nyilvános, külön szerződésükben eltérő tartalommal rendelkeznek”* (2009. évi CXX. tv. 5:73. § (3) bekezdés [Titkos fenntartás, színlelt szerződés]). (A Ptk. ismételt újrakodifikálása tovább folyik, annak tartalmi változásairól egyelőre nincs túl sok nyilvános információ, így az sem tisztázott teljesen, hogy a szindikátusi szerződések milyen elbírálás alá esnek majd az új kódexben.)

Kívánatos lenne a szindikátusi szerződések minél teljesebb körű és egyértelműbb érvényesíthetősége a társasági törvény által *egyértelműen* kijelölt kereteken belül, illetve azokat az eseteket kivéve, amikor a szindikátusi szerződés a társasági szerződésen *ellentétesen* rendelkezik. Amint jeleztük, ez alapvetően a bírói joggyakorlat kérdése. Ugyanakkor erősen összefügg azzal, hogy maga a társasági törvény mennyire rugalmasan, megengedően szabályozza a társasági szerződéseket. Minél rugalmasabb a törvényi szabályozás, annál kevésbé merül fel a szindikátusi szerződések kikényszeríthetőségének problémája.

A szindikátusi szerződés ugyanakkor nem pótolhatja a társaságit, mivel a szindikátusi szerződésben foglalt cselekmény kikényszerítése gyakran nem lehetséges, a szerződésszegéssel okozott károkat érvényesítheti csak a károsult fél (pl. szavazati jog szerződésbe ütköző gyakorlása esetén, ahol a bíróság nem változtathatja meg a tagi vagy részvényesi szavazás eredményét). A részvényes például kártérítési felelősséggel tartozhat akkor, ha – a szindikátusi szerződést megszegve – meghatározott pénzeszámra a tőketartalékba vállalt befizetését jogos ok nélkül megtagadja (BH 2009.21).

A szindikátusi szerződésbe alkalmanként belefoglalják a felek, hogy a szerződésben foglaltakkal kapcsolatos bírósági jogérvényesítést kizárják, vagy feltételekhez kötik, ami összefüggésben lehet a korábbiakban vázolt gyakorlati bizonytalanságokkal. A jogérvényesítés kizárása viszont kétségtelenül érvénytelen és ellentétben áll a társasági jogviták Gt.-ben biztosított jogérvényesítési lehetőségeivel. A gyakorlatban a szindikátusi

szerződésben foglaltak érvényesülnek, ha a felek önkéntesen betartják rendelkezéseit, önkéntes jogkövetés hiányában viszont a befektető nehéz helyzetbe kerülhet, mert egyrészt kétséges a szerződés tartalmának megítélése, másrészt leginkább kártérítésre tarthat igényt, ami sok esetben nem jelent megfelelő kompenzációt, mert a vita esetleg azonnali intézkedést igényelne. Ami némiképp jobb helyzetbe hozhatja a befektetőt, az egyfelől az alacsonyabb szintű vállalkozói jogtudat lehet, másfelől pedig a vállalkozó félelme azzal kapcsolatban, hogy a szerződésben foglaltak nem teljesítése milyen egyéb hátrányos következményekkel járhat. Az utóbbi faktor a piaci lehetőségektől és a vállalkozó alkupozíciójának erősségétől is függ.

A projektfinanszírozáshoz és általában a banki finanszírozáshoz hasonlóan a kockázati tőkebefektetésekre is jellemző, hogy a befektetők igyekeznek minél több garanciát, minden lehetséges biztosítékot beleépíteni a szindikátusi szerződésbe, hogy szükség esetén a lehető legszínesebb palettáról lehessen kiválasztani az adott helyzetben legmegfelelőbb eszközöket, még akkor is, ha azok közül egyesek érvényessége és kikényszeríthetősége kétségesnek mutatkozik. Az önkéntes jogkövetésben azonban valamilyen szinten így is lehet bízni illetve abban, hogy legfeljebb a bíróság kihúzza a megállapodásból az érvénytelen rendelkezéseket (például Györfi-Tóth [2010]). E megközelítés összhangban áll a kockázati tőke és az angyalfinanszírozás már említett jellegzetességével, hogy a szerződési struktúra nem feltétlenül a benne foglalt szabályok szigorú érvényesítését célozza, hanem sokkal inkább egy olyan közös keret meghatározását, ami tisztázza a felek egymással szembeni elvárásait (Kelly – Hay [2003]).

Opció

A kötelmi jogi szabályozás sokat támadott rendelkezései közé tartoznak a vételi jogra (opció) vonatkozó alábbi szabályok a Ptk.-ban:

375. § (1) Ha a tulajdonos másnak vételi jogot (opció) enged, a jogosult a dolgot egyoldalú nyilatkozattal megvásárolhatja. A vételi jogra vonatkozó megállapodást - a dolog és a vételár megjelölésével - írásba kell foglalni.

(2) A határozatlan időre kikötött vételi jog hat hónap elteltével megszűnik; az ezzel ellentétes megállapodás semmis.

(3) A bíróság a tulajdonost - törvény eltérő rendelkezése hiányában - a vételi jogból folyó kötelezettsége alól mentesítheti, ha a tulajdonos bizonyítja, hogy a vételi jog engedése után körülményeiben olyan lényeges változás állott be, hogy a kötelezettség teljesítése tőle nem várható el.

(4) Egyebekben a vételi jogra a visszavásárlási jog szabályait kell alkalmazni.

Amint látjuk, határozatlan időre vételi jogot nem lehet alapítani, a törvény a szerződési szabadságot korlátozva hat hónapban maximalizálja az ilyen megállapodások érvényességét. Ez a rendelkezés nem lenne problémás, ha a határozott időre alapított opció lehetősége nem lenne ugyancsak korlátozva. A Ptk. ugyanis a visszavásárlási jogra történő visszautalással a vételi jogra is alkalmazandónak rendeli azt a szabályt, ami szerint ilyen jogot legfeljebb öt évre lehet kikötni, az ezzel ellentétes megállapodás semmis (ld. Ptk. 374. § (2) bekezdés). A különböző opciók azért kiemelkedően fontosak a kockázati tőkebefektetésekből, mert ösztönző hatásuk mellett biztosítékként is funkcionálnak, valamint a befektetés likviditását is segítenek fenntartani, ehhez képest az ötéves határidő korlátozza a befektető lehetőségeit. Egyik oldalról az ügyletek jellegzetessége, hogy a feleket megillető jogosultságok és a társasági részesedések aránya a cég teljesítményétől és a befektető döntésétől függően

változhat, ami a vállalkozó motiválásaként a kockázatkezelés egyik alapvető eszköze. Másfelől a befektető érdeke, hogy saját kiszállási lehetőségei minél rugalmasabbak, a cégbeli részesedések minél likvidebbek legyenek. A felek gyakran fektetnek le előre szabályokat, amelyek lehetővé teszik, hogy az egyik fél a másik részesedésének megvásárlásával kizárólagos tulajdonossá váljon arra az esetre is, ha megromlik köztük a viszony, vagy az üzleti tervben foglaltak nem teljesülnek az elképzeléseknek megfelelően. A vételi jog biztosította megoldás azért is juthat gyakorlati szerephez, mert a társasági jogi szabályok szerinti tagkizáráshoz csak Kft. tagok esetében és akkor is csak kivételesen van lehetőség, két tag esetén pedig kizárássra cégformától függetlenül nem kerülhet sor. A felek esetenként igen kreatív megoldásokat alkalmaznak döntési patt-helyzetekben annak meghatározására, hogy melyik fél lesz jogosult a másik kivásárlására és milyen vételár mellett, állítólag megesett már, hogy két papírcetlire írt vételárjavaslat kicserélése döntött a cég sorsáról (ez az ún. orosz rulett eljárás). A vételi jog jelenlegi szabályozásával azonban korlátok közé szorul az a jogosultság is, hogy a befektető egyoldalú döntésével a vállalkozó részesedését, vagy annak egy részét megszerezze, illetve a más részére történő átruházásra kötelezettséget hozzon létre.

A joggyakorlat a jogszabályhely *a contrario* értelmezésével arra a következtetésre jutott, hogy a korlátozás az eladási opcióra nem vonatkozik. Amíg tehát olyan jog alapítása, hogy valaki öt éven túl egyoldalú jognyilatkozatával eladhasson valamit (egyúttal a másik félre vételi kötelezettséget hárítva), nem ütközik jogszabályba, addig ezzel ellentétben az, hogy valaki egyoldalúan megvehessen valamit (vagyis az eladási kötelezettség alapítása), öt éven túli időtartamra nem lehetséges. A két hasonló jogintézmény eltérő kezelése nyilvánvalóan a szerződési tárgy tulajdonosának védelmét helyezi előtérbe és a tulajdonviszonyok stabilitását tekinti értéknek, a tanulmány tárgya szerinti befektetések szempontjából azonban jelentős korlátokat állít. Érdemes megjegyezni, hogy az opció időbeli korlátokhoz kötése alól van kivétel, a Gt. a visszaváltható részvényfajttal kapcsolatban lehetőséget ad az eltérésre.

Mivel a vételi jog alapítása a visszavásárlási joggal ellentétben (amit csak az eredeti adásvételkor lehet kikötni) nincs konkrét időponthoz kötve, így az opciós szerződés bármikor megköthető. Emellett eltolható esetleg a szerződés hatálybalépése, az opció gyakorlására nyitva álló határidő kezdete, vagy maga a megállapodás később újraköthető, például amikor a társaság elér egy mérföldkövet és újabb tőkét kap. Ezek a lehetőségek adnak valamennyi mozgásteret a feleknek, de bírósági megítélésük kapcsán bizonytalanságot is felvetnek, mivel a Ptk. általános szerződési érvénytelenségi okként kezeli azt az esetet, ha a szerződés jogszabályba ütközik, vagy azt jogszabály megkerülésével kötötték (Ptk. 200. § (2) bekezdés). A biztosítéki célú vételi jog kapcsán egy bírósági döntés értelmében például semmis a vételi jogot engedő szerződés, ha a felek a vételárat az adós aktuális tartozásának mértékéhez igazodóan állapítják meg oly módon, hogy a vevő a tulajdonos mindenkori kölcsöntartozása fejében - annak beszámítása mellett - megszerzi a dolog tulajdonát, ez ugyanis a zálogjog szabályainak megkerülését eredményezte volna (BH 2008. 48). További problémát jelenthet, hogy a bíróság a vételár nem kellően meghatározott volta miatt, vagy feltűnő értékaránytalanságra hivatkozással érvénytelennek is nyilváníthatja az opció alapján megkötött ügyletet. Újabb kérdést vethet fel a vételi jog átruházhatósága, a vételi jog szabályai ugyanis visszautalnak az elővásárlási jog azon korlátozására, hogy a jogot átruházni nem lehet, gazdálkodó szervezet azonban a jog gyakorlását átengedheti (Ptk. 373. § (4) bekezdés). Egyes bírósági döntések alapján a joggyakorlás átengedése gazdálkodó szervezetek számára megengedett, és nincs korlátozás atekintetben sem, hogy milyen személynek engedhető át (ld. pl. BH 2004.259, EBH 2004.1099). Ez a szabály tulajdonképpen még egyszerűsítheti is a *drag-along* jogok alkalmazását, mert a befektető saját részére alapíthat vételi jogot, aminek gyakorlását ezután átengedheti az új befektetőnek. Ha viszont az angyal magánszemélyként fektet be, ez a lehetőség nem áll rendelkezésére, más

megoldást kell igénybe vennie. A Ptk. 375. § (3) bekezdése szerint továbbá a tulajdonos a körülmények lényeges megváltozása esetén mentesíthető a vételi jogból eredő kötelezettsége alól, aminek kockázati tőkebefektetések során nem lenne szabad alkalmazást nyernie, a bírósági gyakorlat azonban e szabály tekintetében nem ismert.

Intézményi kockázati tőkebefektetéseknél előfordul, hogy az adott szerződési feltételt, vagy magát a külön opciós szerződést olyan külföldi jog alatt kötik meg, ami nem ismer időbeli korlátozást (ilyen például az osztrák vagy a holland jog). Ez a gyakorlat nyilvánvaló jelzője annak, hogy a hazai szabályozás szuboptimális. Az új Ptk. hatályba nem lépő változata ehhez képest az ötéves határidőt már csak a fogyasztói szerződésekben írta volna elő *kogens* jelleggel, illetve megszűnt volna a kötelezett mentesítésének lehetősége (2009. évi CXX. tv. 5:197. §) is. A változások a befektető védelme szempontjából mindenképpen pozitív lépésként értékelhetők.

6.3.4 Jogérvényesítés

A következőkben az alapján vizsgálunk egyes eljárási jellegű kérdéseket, hogy mennyire felel meg a hazai környezet annak az elvárásnak, hogy a befektetők gyors és olcsó eljárás keretében érvényesíthessék igényeiket.

Választottbíróságok

A befektetési környezettel kapcsolatos egyik legáltalánosabb jelenség, hogy a rendes bíróságok eljárása hosszadalmas és nélkülözi a szükséges pénzügyi és üzleti szaktudást (*Klonowski* [2006]). A piaci szereplők visszajelzései szerint egy korai fázisban lévő, innovatív vállalkozás életciklusa nem a magyar rendes bíróságok ügymenetéhez van szabva (*Czinkoczky* [2010]). Az intézményes kockázati tőkebefektetésekről tudjuk, hogy a jogviták eldöntésére általában választottbíróság joghatóságát kötik ki a felek. A választottbíróságok potenciálisan mindenfajta jelentősebb magántőke-befektetés esetén szóba jöhetnek mint alternatív vitarendezési fórumok.

A választottbíróságokban rejlő lehetőségek tárgyalása előtt fontos megjegyeznünk, hogy a jogbizonytalanságot növelheti, hogy a választottbírósági határozatok megismerhetősége korlátozott. Nem minden bíróság teszi közzé határozatait és nem minden határozatot hoznak nyilvánosságra (ez jellemző például a Magyar Kereskedelmi és Iparkamara mellett működő Állandó Választottbíróságra és annak eljárási szabályzatára).

Amennyiben a felek jogviszonyukra külföldi jog alkalmazását kötik ki, az gyakran összekapcsolódik külföldi választottbíróság hatáskörének kikötésével is. Hazai befektetések esetében legtöbbször a MKIK mellett működő állandó választottbíróság hatáskörét szokták kikötni, a tőkepiaci törvény értelmében pedig részvényesi jogokkal kapcsolatos jogvitákban a Pénz- és Tőkepiaci Állandó Választottbíróság eljárásának van helye (Tpt. 376. § (3) bekezdés c) pont). A választottbírósági eljárás általában gyors és rugalmas (szabad megállapodás tárgya lehet például az eljárás nyelve és helye is), az eljárást például a kamarai választottbírósági tanács eljárási szabályzata szerint lehetőleg 6 hónapon belül be kell fejezni. A választottbírósági ítélet hatálya ugyanaz, mint a jogerős bírósági ítéleté, az ítélet viszont nem megfellebbezhető. Az ítélet érvénytelenítése csak néhány kivételes esetben kezdeményezhető a rendes bíróságok előtt (Vbt. 55. §, ilyen lehet a választottbíróság joghatóságát megalapozó választottbírósági kikötés érvénytelensége, egyes súlyos eljárási szabályok megsértése, vagy az ítélet közrendbe ütközése). A bíróság az érvénytelenítési per keretében érdemben nem bírálhatja felül a választottbíróság döntését, csak az érvénytelenítési okok megalósulását vizsgálhatja. A választottbíróság tartalmilag jogszabálysértő rendelkezése, valamint az a körülmény, hogy az ítélet nem követi a rendes bíróságok gyakorlatát, önmagában nem

alopozza meg az ítélet közrendbe ütközésének megállapíthatóságát (ld. a Vbt. indokolása, EBH2006.1515, BH2007.59, BH2006.218). Külön kérelemre lehetőség van gyorsított eljárás lefolytatására is, ekkor főszabályként egyesbíró jár el, tárgyalásra csak szükség esetén vagy bármelyik fél kérésére kerül sor, az eljárás befejezésének határideje pedig lehetőség szerint 100 nap. A fentiek mind olyan tényezőknek tekinthetők, amik biztosságot nyújtanak a befektetőnek a befektetéssel kapcsolatos vita gyors, hatékony és a piaci szokásokat figyelembe vevő eldöntésére. A választottbíróági eljárás viszont nem olcsó, a MKIK állandó választottbíróóságának honlapján található költségkalkulátor²⁵ szerint 10 millió forintos pertárgyérték esetén

- Ha egyesbíró jár el: 578.220 Ft (5,78 %)
- Ha tanács jár el: 1.137.020 Ft (11,37 %)
- Ha gyorsított eljárásban egyesbíró jár el: 494.400 Ft (4,94 %)

A rendes bírósági eljárás illetéke összehasonlításképp elsőfokú eljárásban a pertárgyérték 6 %-a, de maximum 900.000 Ft, fellebbezési eljárásban a fellebbezésben vitatott érték 6 %-a, de maximum 900.000 Ft (amennyiben rendkívüli perorvoslat is van, az említett költségekhez még hozzáadódhat a perújítási eljárás vagy a felülvizsgálati eljárás illetéke). A választottbíróági eljárás költségei ezzel szemben degresszív természetűek, viszont nincsenek maximálva, így 50 millió forintos pertárgyérték esetén a költségek összege a különböző eljárásokban 1.887.260 Ft (3,77 %), 3.817.660 Ft (7,63 %) és 1.597.700 Ft (3,19 %), 100 millió forintos tét esetében pedig 2.847.160 Ft (2,85 %), 5.793.560 Ft (5,8 %) és 2.405.200 Ft (2,4 %) lehet.

Az állandó választottbíróóságok költségvonzatával szemben alternatívaként merülhetnek fel az eseti választottbíróóságok, valamint a különböző alternatív vitarendezési eszközök. Eseti választottbíráskodás alkalmazásakor a felek teljesen szabadon választhatják meg az eljáró választottbírókat (állandó választottbíróóság esetén annak névjegyzékéből tudnak a felek bírákat választani), valamint az eljárási szabályokat is, ez legkézenfekvőbbben valamilyen kodifikált eljárási szabályrendszerre utalással történik. Mivel az eseti választottbíráskodás gyakorlata mögött nincs kiépített infrastruktúra, az adminisztrációval összefüggő költségek alacsonyabban tarthatók. Másfelől viszont ez az estlegesség a specifikus tudás felhalmozásának is gátlóját képezheti. Az eseti választottbíráskodás alkalmazásának lehetőségéről a jelenlegi gyakorlat ismerete nélkül egyelőre nem lehet túl sok kézzelfogható információval szolgálni. A különböző békéltető, konzultációs vitarendezési megoldások kínálhatnak még olyan informális alternatívát, amelyek ugyancsak gyors és költséghatékony eljárással igyekeznek elősegíteni a felek egyezsége jutását. Kérdés azonban, hogy mennyiben lehet helye ilyen eljárásnak egy társaság tagjainak hosszabttávú kapcsolata esetén. Ha ugyanis a felek saját maguk nem tudják megoldani a jogvitájukat, akkor feltehetőleg ez egy külső résztvevő közvetítésével sem fog sikerülni. Így ha már külső félhez fordulnak, azt azzal a szándékkal teszik, hogy jogvitájukat a későbbiekben kikényszeríthető módon döntsön el.

A választottbíróóságok esetében az ügyvédi költségek is jelentősen eltérhetnek a rendes bírósági eljárás költségeitől. Erről azonban nincsenek megbízható információink, az egyes költségelemek indokoltsága pedig egyébként is nehezen megítélhető kérdés. Érdeemes inkább azt a kérdést feltenni, hogy a választottbíráskodás jelenlegi intézményrendszere ösztönöz-e a költséghatékonyagra (illetve a jó ítélezési minőségre). Pozitív ösztönzőket elsősorban az intézményi versenytől várhatunk. Jelenleg a törvény csak a kamarák számára engedi választottbíróóság felállítását (a külön nevesített kivételektől eltekintve). Noha a különböző ágazati kamarák az ügyek egy részéért versenghetnek egymással, a törvény alapvetően erősen

²⁵ <http://www.mkik.hu/index.php?id=1840>

korlátozza az ítélkezési fórumok versenyét. Természetesen indokolt a fórumok törvényi felügyelete, mégis érdemes lenne a szervezetek nevesítése helyett tetszőleges szervezetnek megengedni, hogy a (jelenleg is létező) törvényi előírásokat betartva szabadon választottbírószéket hozhasson létre.

Szerződéses biztosítékok érvényesítése

A különböző zálogjogok egy meghatározott értékig más követeléseket megelőző sorrendben biztosítanak megtérülést a zálogjog tárgyából. Érvényesítésük a következő módokon történhet. A Ptk. szerint az olyan előzetes megállapodás, ami szerint a zálogjogosult a kötelezett nemteljesítése esetén automatikusan megszerzi a zálogtárgy tulajdonjogát, semmis (Ptk. 255. § (1) bekezdés). A zálogjog érvényesítése – ha jogszabály, vagy a felek megállapodása eltérően nem rendelkezik – főszabályként bírósági határozat alapján végrehajtás útján, árverésen történik (Ptk. 255. § (2) bekezdés). A kötelezett nemteljesítésének megállapítása érdekében pert kell indítani a bíróságon, a keresetnek helyt adó határozat alapján pedig végrehajtási eljárás keretében értékesítik a zálogtárgyat. A zálogszerződés közokiratba foglalása esetében a bírósági eljárásra nincs szükség, mivel a közokirat végrehajtható okiratnak minősül, ezért közvetlenül kezdeményezhető a bírósági végrehajtás, ha az alapkövetelés teljesítésének határideje eltelt. Az előbbi megoldások helyett a felek megállapodhatnak abban, hogy közösen értékesítik a zálogtárgyat, vagy az értékesítéssel megbíznak valakit, aki záloghitelnyújtással vagy árverésszervezéssel üzletszerűen foglalkozik. Ha a zálogtárgynak hivatalosan jegyzett piaci ára van, a felek abban is megállapodhatnak, hogy a jogosult a zálogtárgyat a bírósági végrehajtás mellőzésével maga is értékesítheti. Végül a közös értékesítés feltételei alapján lehetőség van egyszerűsített végrehajtási értékesítésre (Ptk. 257.§ (1)-(4) bekezdés).

A közvetlen végrehajtási eljárás nyilvánvalóan könnyebbség ahhoz képest, mintha a jogosultnak még bírósági peres eljárást is kellene indítania, viszont a végrehajtás ettől függetlenül elhúzódhat és többnyire nyomott vételárat eredményez csak. A közös értékesítés a kötelezett közreműködési kötelezettsége miatt lehet nehezen kivitelezhető, ugyanez a helyzet egy olyan megállapodással is a kielégítési jog megnyílta után, ami szerint a jogosult megszerzi a zálogtárgy tulajdonjogát (a megállapodás ugyanis csak az esedékesség előtt tiltott). A lehetőségek közül az tűnik önállóan működőnek, ha a végrehajtás helyett mást bíznak meg a felek az értékesítéssel, ez a megoldás sem garantálja azonban a gyors értékesítést és az érdemi megtérülést. Valamelyest egyszerűbb a helyzet, ha a követelés biztosítására pénzen, bankszámla-követelésen, értékpapíron és egyéb, külön törvényben meghatározott pénzügyi eszközön az óvadék tárgyának átadásával óvadéket alapítanak (Ptk. 270. § (1) bekezdés). Ezesetben a kielégítési jog megnyíltakor a jogosult követelését az óvadék tárgyából közvetlenül kielégítheti, ha az óvadék tárgya pénz, bankszámla-követelés, nyilvánosan jegyzett piaci árral vagy egyébként az adott időpontban a felektől függetlenül meghatározható árral rendelkező értékpapír vagy egyéb pénzügyi eszköz, vagy ha a felek erről szerződésükben megállapodtak és az értékelés módját szerződésükben meghatározták (Ptk. 271. § (1) bekezdés).²⁶

²⁶ A zálogjog érvényesítésének körülményessége miatt a banki finanszírozás területén elterjedtek azok a biztosítéki megoldások, amelyek nemcsak jogot biztosítanak más tulajdonában álló tárgyak értékéhez, hanem konkrétan tulajdonszerzést is eredményeznek. Ilyenek a biztosítéki célú tulajdon-átruházás, a biztosítéki célú engedélyezés és a biztosítéki célú vételi jog. Ezek azonban a biztosíték nyújtóját túlságosan kiszolgáltatott helyzetbe hozhatják.

Közjegyzői eljárás

A biztosítéki szerződések elkészítésében részt vehetnek közjegyzők, a végrehajtási záradékkal rendelkező közjegyzői okirat birtokában ugyanis a bírósági végrehajtásról szóló 1994. § évi LIII. törvény (Vht.) rendelkezései alapján rögtön végrehajtásra van lehetőség. A Vht. 23/C. §-a szerint viszont akkor van csak helye a végrehajtásnak, ha a követelés teljesítésének határideje egyértelműen eltelt. Ez a feltétel egy egyszerű szerződésnél könnyen biztosítható, egy komplex befektetési szerződés esetében azonban komoly értelmezési viták forrása lehet, ami a biztosítékok érvényesítését is kedvezőtlenül befolyásolja. A közjegyzői okirat áthelyezi a bizonyítás terhet a kötelezettre, de nem jelenti szükségképpen azt, hogy a befektető mindenképp hozzájut a követelt összeghez.

A polgári jog szabályai alapvetően lehetőséget adnak arra, hogy a társaság és annak tagja között kölcsönügylet biztosítékául a társaság vagyontárgyai szolgáljanak. A fedezetelvonás tilalma (Ptk.203. § (1) bekezdés) alapján viszont az a szerződés, amellyel harmadik személy igényének kielégítési alapját részben vagy egészben elvonták, e harmadik személy irányában hatálytalan, ha a másik fél rosszhiszemű volt, vagy reá nézve a szerződésből ingyenes előny származott. Ha valaki hozzátartozójával vagy többségi befolyása alatt álló jogi személlyel, továbbá ha a jogi személy a tagjával vagy vezető tisztségviselőjével, illetve annak hozzátartozójával köt ilyen szerződést, a rosszhiszeműséget, illetve az ingyenességet vélelmezni kell. Ugyancsak vélelmezni kell a rosszhiszeműséget, illetve az ingyenességet azonos természetes vagy jogi személy befolyása alatt működő jogi személyek egymás közötti szerződéskötése esetén akkor is, ha közvetlen vagy közvetett többségi befolyás nem áll fenn (Ptk.203. § (1) bekezdés). A fedezetelvonás tilalma elsősorban a hátrányosan érintett szerződés megkötését követő ügyletekre lehet alkalmazandó (tehát ha a szerződés kielégítése utólagos körülmények miatt hiúsul meg), a tagok biztosítékainak kikényszerítését azonban megnehezítheti például egy vitatott tranzakcióval kapcsolatos jogvita elhúzódása.

Összegezve, a közjegyzői okiratba foglalás bizonyos helyzetekben megkönnyítheti a biztosíték érvényesítését, a magánbefektető szempontjából számos fontos helyzetben azonban nem igazán nyújthat segítséget a következő okok miatt: (1) sokszor nehéz egyértelműen megállapítani, hogy beállt-e az a feltétel, ami lehetővé teszi a követelés teljesítését; (2) a végrehajtás nem automatikus, mivel a kötelezett megpróbálhatja bizonyítani, hogy nem állt be ez a feltétel; (3) a fedezetelvonás tilalma miatt a tagi kölcsön a többi követelés mögé sorolódik. Hangsúlyozni kell, hogy ezek alapvetően nem a jogrend hibái, hanem a szóban forgó jogintézmények természetes korlátai.

6.4. Speciális társasági formák és részvénykibocsátási szabályok magántőke-befektetők számára

Az adószabályok kapcsán már említettük azoknak a több országban is elérhető befektetési társaságoknak és alapoknak az előnyeit, amelyek magán-megtakarítások befektetéséhez szolgálnak keretül. Ezek a tapasztalatok szerint főként üzleti angyal jellegű befektetések kezelésére használhatók. Érettebb, de a tőzsdéi méretet el nem érő cégeknél a magántőke bevonásának módja lehet a tőzsdén kívüli részvénykibocsátás egy válogatott befektetői körnek. Ennek kapcsán fontos kérdés a részvénykibocsátás törvényi szabályozása. Először a befektetési társaságokat tárgyaljuk, utána kitérünk a részvénykibocsátás kérdéskörére.

6.4.1 Befektetési társaságok

A lehetséges intézményi formák skálája az egyszemélyes kis kockázati tőketársaságoktól a nagy intézményi befektetők által is használt alapokig terjed. A tapasztalatok szerint az a jogrendszer tekinthető igazán kedvezőnek, amely többféle intézményi formát kínál eltérő nagyságrendű befektetések kezelésére. Érdeemes néhány példát kiemelni a nemzetközi gyakorlatból.

Franciaországban az egyéni kockázati tőke-társaság (*Société unipersonnelle d'investissement à risque, SUIR*) nagyon egyszerű és rugalmas keretet kínál 2004 óta.

A SUIR-nek egyetlen magánszemély lehet a tagja, és egyedüli tevékenysége, hogy pénzügyi támogatást nyújt meghatározott feltételeknek eleget tevő vállalkozásnak. A SUIR-en keresztüli befektetésekre a következő fontosabb szabályok vonatkoznak:²⁷

- Legfeljebb 30 százalékos részesedést szerezhethet más vállalkozásokban
- A SUIR tulajdonosa és családtagjai nem tölthetnek be menedzserpozíciót finanszírozott vállalkozásban.
- A SUIR tulajdonosa és családtagjai legfeljebb a szavazati jogok 30 százalékát birtokolhatják a finanszírozott vállalkozásban.

A belga *Pricaf privée* elnevezésű befektetési társaság kisebb csoportos befektetések keretében szolgálhat. Legfeljebb 12 évre alapítható legalább 6 taggal és legalább 50 000 euró fejenkénti befektetéssel. Korlátozott a cég által végezhető tevékenységek köre is: társasági részesedésekbe, kötvényekbe, hitelkibocsátásba és a társaság befektetési politikájához hasonlóan működő befektetési eszközökbe fektethet (*Garabedian – Losseau [2008]*). Hasonló konstrukciókat találunk például Hollandiában és Luxemburgban is (a Benelux-államokról kimerítő áttekintést nyújt *Loyens – Loeff [2009]*).

Egy befektetési eszközre vonatkozó szabályozás kialakításánál az alábbi szempontokra kell tekintettel lenni:

- Először is legyen lehetősége a befektetőnek a felelősség korlátozására a befektetett összeg értékéig.
- Az alap minimális méretének és a lehetséges befektetők körének meghatározásánál figyelembe kell venni azt a körülményt, hogy az esetleg kevesebb befektetővel kisebb tőkeigényű vállalkozásokba fektet be.
- Ezen túlmenően akkor lehet népszerű, ha adózási szempontból átlátható, vagyis nem kell a szokásos társasági adómértéket megfizetni.
- Az alap hatékony működése érdekében lehetőséget kell adni a lehető legrugalmasabb befektetési tevékenységre, beleértve ebbe az indokolatlan befektetési korlátozások hiányát és annak lehetővé tételét, hogy a tőkét ne kelljen már a létrehozatal elején szolgáltatni, hanem csak az egyes befektetési döntésekkel párhuzamosan.
- A kellő tapasztalattal és kockázati attitűddel rendelkező befektetők részvétele felvetheti a lazább felügyeleti szabályozás lehetőségét is.

Egy ilyen intézmény hazai meghonosításához jó például szolgálhatnak a Benelux államok alapjai. A luxemburgi, holland és belga alapok mellett, hogy alkalmasak a kockázati és magántőke befektetések levezénylésére, a kisebb informális befektetők számára is megfelelő lehetőséget tudnak nyújtani. A luxemburgi *Sicar* és a belga *Pricaf privée* is számos testre szabási lehetőséget kínál, így megválasztható a befektetési eszköz konkrét jogi formája, egyes

²⁷ Article 81 de la loi de Finance 2006 paru au JO le 31 décembre 2005.

esetekben megváltoztatható az alap tőkéje és a *Sicar* esetében a befektetési minimum sem abszolút korlát, ha a magánszemélyt kvalifikálja egy pénzügyi intézmény. A piaci felügyelet szempontjából a *Sicar* csak részben, a *Pricaf privée* pedig egyáltalán nem tartozik az adott ország pénzügyi felügyeletének fennhatósága alá.

A szabályozás egyszerűségét is szem előtt tartva, Magyarországon érdemes lehet egyrészt növelni a kockázati tőkealap szabályozásának rugalmasságát, másrészt bevezetni egy a belga *Pricaf privée*-hez hasonló, kisebb csoportos befektetésekre használható kockázati tőke-társaság intézményét.

6.4.2 A részvénykibocsátás szabályozása

Magyarországon a részvénykibocsátás alapvetően két formában: zártkörűen és nyilvánosan történhet. A zártkörű kibocsátás lényege nem annyira a „zárt kör”, hanem azoknak a feltételeknek a meghatározása, amelyek esetén a kibocsátásra enyhített, könnyebben teljesíthető szabályozás vonatkozik. Ezért érdemes először megvizsgálnunk, hogy a zártkörű kibocsátás létező szabályozása mennyire kedvező keret tőkét kereső vállalkozások és informális magánbefektetők egymásra találásához. A szabályozási változtatás pedig arra irányulhat, hogy ezt a jogi keretet rugalmasabbá tegye.

A tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvény értelmében zártkörű értékpapír-kibocsátás esetén a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyeletét nem kell bevonni az eljárásba, elegendő a kibocsátást annak lezárását követően 15 napon belül bejelenteni a felügyeletnek (Tpt. 17.§). Az információ-szolgáltatás kapcsán a törvény csak annyit ír elő, hogy a forgalomba hozatal során biztosítani kell, hogy minden befektető ugyanazokat a lényeges, a kibocsátó piaci, gazdasági, pénzügyi, jogi helyzetének és várható alakulásuknak, valamint az értékpapírhoz kapcsolódó jogoknak a befektetők részéről történő megalapozott megítéléséhez szükséges információkat megkapja, ideértve azokat az információkat is, amelyek a befektetőkkel személyesen folytatott megbeszélések keretében merültek fel (Tpt. 16. §). A Tpt. 14. §-ának (1) bekezdése szerint zártkörű forgalomba hozatalra akkor van lehetőség, ha

- a) az értékpapírt kizárólag minősített befektetők részére ajánlják fel;
- b) az értékpapírt minősített befektetőnek nem minősülő, tagállamonként száznál kevesebb személy részére ajánlják fel;
- c) az értékpapírt kizárólag olyan befektetők részére ajánlják fel, akik egyenként legalább ötvenezer euró vagy annak megfelelő értékben vásárolnak a felajánlott értékpapírokból;
- d) az értékpapír névértéke legalább ötvenezer euró vagy annak megfelelő összeg; vagy
- e) az összes forgalomba hozott értékpapír kibocsátási értéke az ajánlattételtől számított tizenkét hónapon belül nem haladja meg a százezer eurót vagy az annak megfelelő összeget;
- f) a részvénytársaság szövetkezet átalakulásával jön létre és a részvényeket kizárólag az átalakuló szövetkezet tagjainak, üzletrész tulajdonosainak ajánlják fel.

Az egyszerű zártkörű eljárás az üzleti angyal szempontjából akkor elérhető, ha csak minősített befektetőknek szól, vagy egyébként a célszemélyek száma nem éri el száz főt, illetve azokban az esetekben, ha az egyes befektetők vagyoni kötelezettségvállalása jelentős, illetőleg épp ezzel ellentétben az egész kibocsátás kis volumenben történik. Természetes személy, illetve kis- és középvállalkozás kezdeményezheti, hogy a 14. § alkalmazásában minősített befektetőnek minősüljön, ez esetben a felügyelet egy évre nyilvántartásba veszi, ha az alábbi feltételek közül legalább kettőnek megfelel:

- a) az előző négy negyedévben negyedévente legalább tíz, egyenként legalább ötvenezer euró összegű ügyletet kötött értékpapírokra;

- b) értékpapír portfóliója a kérelem benyújtásakor meghaladja az ötszázezer eurót;
- c) vagy egyébként minősített befektetőnek minősülő jogi személynél olyan beosztásban dolgozik, vagy legalább egy éven keresztül olyan beosztásban dolgozott, amelyhez szükséges az értékpapír befektetések ismerete (Tpt. 19. § (1) bekezdés).

A fentiekkel szemben, ha az értékpapír forgalomba hozatala a zártkörű forgalomba hozatal feltételeinek nem felel meg, a nyilvános forgalomba hozatal szabályait kell alkalmazni (Tpt. 20. § (1) bekezdés). A nyilvános kibocsátáshoz (egyes speciális esetek kivételével, amelyeknél a törvény egyszerűsített szabályok alkalmazását teszi lehetővé) uniós jogszabályok által meghatározott tartalmi elemekkel rendelkező kibocsátási tájékoztatót és hirdetőmenyt kell közzétenni.

A jelenlegi szabályozás számunkra talán legfontosabb pontja, hogy ha minősített befektető magánszemélyek képezik a kibocsátás célcsoportját, akkor lehetőség van zártkörű kibocsátásra. Jelenleg a minősített befektetők definíciója lényegében a nagy vagyonnal, jellemzően tőzsdén kereskedő személyekre van szabva. Érdemest azt összevetni a brit szabályozással, amely ennél jóval tágabban definiálja a „minősített magas nettó értékű egyéneket” (*certified high net worth individual*), illetve az „önminősítő tapasztalt befektetőket” (*self-certified sophisticated investor*).

A British Business Angels' Association kiadványa szerint (BBAA [2009]) az Egyesült Királyságban ahhoz, hogy valaki „minősített magas nettó értékű egyénnek” számítsa, az alábbi feltételek valamelyikének fennállása szükséges:

- Legalább 100 000 font éves jövedelem, vagy
- Legalább 250 000 font vagyon, amibe nem tartozik bele a lakóingatlan, az esetleges biztosítási összegek és a várható nyugdíj sem

Egy másik befektetői kategóriát képeznek az „önminősítő tapasztalt befektetők”. E cím elnyeréséhez az alábbi feltételek valamelyike szükséges:

- Üzleti angyal hálózat vagy szindikátusbeli tagság legalább 6 hónapon keresztül,
- Legalább egy befektetés tőzsdén nem jegyzett társaságba az elmúlt két évben,
- Aktuális, vagy az előző két évben fennállt foglalkoztatás a magántőke-szektorban, vagy a kis- és középvállalkozások finanszírozásával kapcsolatban
- Aktuális, vagy az előző két évben fennállt vezető tisztségviselői jogviszony egy legalább 1 millió GBP árbevétellel rendelkező társaságban

A minősítéseknek Nagy-Britanniában kifejezetten a tőkepiaci szabályozás szempontjából van jelentőségük, a fenti kategóriákba tartozó személyek ugyanis a pénzügyi felügyelet ellenőrzése nélkül fogadhatnak befektetési ajánlatokat, amelyek esetleg nagyobb kockázatot hordoznak, de egyszerűbb eljárást is jelentenek.

Megfontolandó, hogy a magyar tőkepiaci szabályozás megfelelő körültekintéssel elfogadjon egy ehhez hasonló befektetői minősítést, és lehetővé tegye, hogy ha egy részvénykibocsátás ilyen befektetőket céloz, az zártkörűnek minősüljön.

6.5 Szerződéses gyakorlatok

A jogi szabályozás szintje alatt a piacon szerephez juthatnak azok a dokumentumok is, amik a magántőke-befektetésekben megjelenő szerződéses kapcsolatok „*state of the art*” gyakorlatait összegzik. A következőkben az egyes mintadokumentumok létjogosultságát és nemzetközi tapasztalatait vizsgáljuk meg.

6.5.1 A mintadokumentumok szerepe

A befektetéseket támogató dokumentáció szerepe többféle lehet. A dokumentumok egyrészt csökkenthetik a tranzakcióban résztvevő felek információs aszimmetriáját, ami különböző hozadékokkal járhat.

Harrison és Mason szerint gyakran előfordul, hogy megegyezés hiányában a felek nem jutnak el a befektetésig, mert nem tudtak megegyezni pl. az árról vagy a tulajdonosi struktúráról, ami az egyik, vagy akár mindkét fél nem reális várakozásainak lehet a következménye (*Harrison – Mason [2002]*). Ha léteznek mintaként szolgáló tervezetek a befektetésekhez, az egyrészt csökkentheti a tranzakciós a megállapodás tranzakciós költségeit azáltal, hogy a feleknek elegendő azon feltételekről egyezkedni, amelyek tekintetében el kívánnak térni a mintától. Másrészt a jó gyakorlatok kommunikációja útján a segédletek segíthetnek eloszlatni a különböző jogosultságok elosztását érintő bizonytalanságot, ami a megállapodás gátját képezi. Coase szerint ugyanis a magánjogi tranzakciók egyik fontos alapfeltétele, hogy a feleket megillető jogosultságok eloszlása tiszta és egyértelmű legyen, ez teszi ugyanis lehetővé, hogy alku tárgyai legyenek (*Coase [1961]*). A szerződéses gyakorlatokat leképező mintadokumentumok tehát javíthatják a potenciális befektetők és a vállalkozók közötti együttműködés feltételeit. Paul, Whittam és Wyper továbbá azt találta, hogy a befektetéseknél értékelhető adatok híján a sikeres üzleti angeyak által alkalmazott hüvelykujj-szabályok azonosítása nagyon értékes lenne (*Paul – Whittam – Wyper [2006]*), egyfajta tudástranszfert valósíthatna meg a tapasztalt és a befektetési karrierjük elején lévő angeyak között. Ezek szerint egy másik szegmenst jelenthet a dokumentumok alkalmazására az üzleti angeyak egymás közötti információáramlásának elősegítése.

Kelly és Hay cikkükben jelzik, hogy illúzióknak gondolják azokat az elképzeléseket, amelyek szerint a mintadokumentumok határozottan csökkenthetik a vállalkozó gyakori kiszolgáltatottságát a befektetőnek (*Kelly – Hay [2003]*). Ez a körülmény ugyanis tükrözi az üzleti angyal által vállalt jelentős kockázatot és a szerződési feltételek kiegyensúlyozatlansága a felek erőviszonyaitól is függ, az egyensúlyon a kéznél lévő dokumentumok önmagukban nem képesek változtatni. A különböző támogató dokumentumok szerepe végül valószínűleg a finanszírozási formával kapcsolatos általános tudásszint és az adott dokumentumot kidolgozó szervezet elismertségétől is nagyban függhet.

6.5.2 Külföldi példák

Ahogy a magántőke-finanszírozás egésze az angolszász országokban fejlettebb állapotot képvisel, nem meglepő, hogy az egyes támogató eszközök tekintetében is ezek az országok rendelkeznek a legszerteágazóbb gyakorlattal. A mintadokumentumokkal kapcsolatban elmondható, hogy azok sokszor nem önmagukban, hanem egy átfogóbb ismertetőcsomag részeként jelennek meg, alkalmazásuk pedig nem az angyal befektetések specialitása, a formális kockázati tőkebefektetésekre szakosodott nemzeti és nemzetközi intézmények is gyakran élnek ezzel a lehetőséggel. Ennek megfelelően készített segédleteket többek között az

amerikai National Venture Capital Association (NVCA), a British Venture Capital Association (BVCA) és a European Venture Capital Association (EVCA) is. Ezek a kiadványok a formális és az informális befektetések hasonlósága miatt részben az üzleti angyal finanszírozáshoz is releváns tartalommal szolgálnak. Üzleti angyalok támogatására szakosodott szervezetek például az Angel Capital Association (Egyesült Államok, ACA), a National Angel Capital Organization (Kanada, NACO), British Business Angel Association (BBAA), a LINC Scotland, a Business Angels Netzwerk Deutschland (BAND), a France Angels és a European Business Angel Network (EBAN), amelyek egy része ugyancsak segédanyagok kidolgozásával igyekeznek tájékoztatást nyújtani a piaci szereplők részére.

Nemzetközi viszonylatban eltérő megoldásokkal lehet találkozni, amelyek egymás kiegészítőjeként funkcionálhatnak. Az egyik megoldás, ami elsősorban a befektetésre való felkészülést segíti, a különböző információs kiadványok készítése. Itt megkülönböztethetjük azokat az anyagokat, amelyek a vállalkozó szemszögéből mutatják be a befektetések jellemzőit, illetve azokat az anyagokat, amelyek ugyanezt a befektető szemszögéből teszik. A sokszor „*toolkit*” vagy „*guide*” névvel illetett összefoglalók átfogó képet nyújtanak a vállalkozónak azokról a kérdésekről, hogy például mi is az üzleti angyal finanszírozás, mikor megfelelő a társaság számára, hogyan kell felkészíteni a vállalkozást a befektetésre, hogyan célszerű befektetőt keresni és az üzleti ötletet prezentálni, továbbá mi várható el a befektetőtől, és mit kell ehhez cserébe a vállalkozónak feláldoznia. Az üzleti angyal szempontjából elsősorban olyan kérdések merülhetnek fel, hogy mennyibe alkalmazandó rájuk a pénzügyi piacok szabályozása, mi a befektetési eljárás menete, milyen adózási vonatkozásai vannak a befektetésnek, hogyan működnek az üzleti angyal hálózatok és szindikátusok, milyen körülményeket kell az átvilágítás során vizsgálni, stb.

A dokumentumok másik nagy csoportját a konkrét mintaszerződések adják, amelyek leképezik a befektetések során előforduló szerződéses kapcsolatokat és neutrális alternatívát kínálnak a felek megállapodásához. Még ha nem is lehetséges olyan sztenderd dokumentumokat szerkeszteni, amelyek teljes mértékben megfelelnek minden piaci szereplő igényének, kiindulási alapként mindenképp használatba vehetők, részben csökkentve ezzel az ügylet tranzakciós költségeit. A mintaszerződések között általában szerepel a *term sheet* vagy *head of terms*, ami többnyire nem bír kötelező jelleggel, hanem a tranzakció leglényegesebb elemeinek összefoglalását célozza. A leglényegesebb dokumentum a befektetési vagy részvényesi megállapodás, ami részletezi a befektetés feltételeit. További elem a céltársaság új társasági szerződése, ami tartalmazza azokat a szabályokat (sokszor a szindikátusi szerződéssel párhuzamosan), amelyeket az adott ország társasági joga tartalmi elemként előír. E szerződések kiegészítéseképpen készülhetnek tervezetek a felek közötti titoktartási megállapodásra és egyéb járulékos kérdések rendezésére.

A mintaszerződésekhez kapcsolódó speciális dokumentum lehet a magyarázatokat tartalmazó „kitöltési útmutató” (*drafting notes*). Az útmutatók a szerződések egyes pontjaihoz fűznek szöveges magyarázatot a bonyolultabb technikai megoldásokat és olyan kérdéseket illetően, hogy mi az ami általában elvárt a befektető részéről. A magyarázatok továbbá gyakorlati segítséget is nyújtanak a befektetési eljáráshoz. Végezetül előfordul, hogy az érdekképviselői szervezet nem konkrét mintaszerződéseket dolgoz ki, hanem olyan rövidebb cikkeket hoz nyilvánosságra, amelyek egy-egy speciális kérdést járnak körbe, mint például a mérőkövek szabályozása, a kiszállási lehetőségek vagy az adózási vonatkozások (pl. a német BAND). Van példa egyéb ösztönző megoldásokra is a piacon a támogató szervezetek részéről, mint például a sikeres befektetési történeteket összefoglaló esettanulmány-gyűjtemény kiadása, vagy az üzleti angyal-finanszírozást népszerűsítő kampányok és napok szervezése.

6.5.3 Hazai lehetőségek

Magyarországon a Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület (MKME, angol elnevezése: Hungarian Private Equity & Venture Capital Association, HVCA) látja el az iparág nemzeti érdekképviselőjét. Az egyesület kibocsátott 2008-ban egy Tőkebefektetési Kalauzt, amely az előző pontban bemutatott eszközök közül a vállalkozóknak szóló általános ismertető kategóriájába sorolható. Megfontolásra érdemes támogatni, hogy további segédanyagok is szülessenek. Mivel általános tendencia a vitás ügyek választottbírók elé vitele, és az ítéletek jellemzően nem nyilvánosak, a szakavatott piaci szereplők közreműködésével kialakított mintadokumentumoknak még nagyobb szerep juthat abban, hogy segítsenek áthidalni az információs szakadékot és fejleszteni az üzleti környezetet. A kormányzat ezért támogathatja üzleti anyag mintaszerződések és útmutatók kidolgozását és terjesztését. Külön figyelmet érdemelhetnek az anyagok együttműködésének jellemzőit bemutató ismertető, Magyarországon ugyanis az intézményi kockázati tőkeiparágban sem különösebben jellemzőek a szindikált befektetések annak ellenére, hogy járulékos költségei ellenére fontos kockázatkezelő eszköz, és külföldi tapasztalatok szerint az angyal finanszírozásban is kiemelt szerepet játszik, például a szűz angyalok tapasztalatszerzésében. Ezért az angyal csoportok, hálózatok lehetőségeinek feltérképezése és bemutatása hasznos eszköz lehet.

A mintaszerződések összeállítását és nyilvánossá tételét érdemes lenne felhasználni a társasági és szindikátusi szerződéseket övező jogbizonytalanság csökkentésére is. Komoly pozitív hatása lehetne annak, ha a jogszabályalkotásért felelős kormányzat és az igazságszolgáltatás találna egy elfogadható eljárást arra, hogy előzetesen jóváhagyjon, minősítsen mintaszerződéseket. Mivel a cél egy kiszámítható és a gazdasági racionalitást is figyelembe vevő *bírósági gyakorlat* kikristályosítása, alkalmas eszközként szolgálhatnak a mintaszerződéseket tesztelő próbaperek.

6.6 Javaslatok

Az alábbiakban összefoglaljuk azokat a javaslatokat, amelyek elősegíthetik a magántőkebefektetők hatékonyabb kockázatkezelését, és így ösztönözhetik a befektetéseket, és javíthatják a vállalkozások forrásbevonási lehetőségeit. Mivel a formális és az informális kockázati tőkebefektetések jogi kerete nagyjából megegyezik, az itt megemlített javaslatok nem csak az angyal befektetések, hanem az intézményi kockázati tőke, valamint az egész magántőke (*private equity*) iparág befektetéseire is hatással lehetnek. Fontos azonban ésszerűen tartani, hogy a jogszabályi módosítások kedvezhetnek ugyan a befektetési környezetnek, önmagukban azonban nem képesek kezelni a mélyebb gazdasági és bizalmi problémákat, amelyek a piacon jelentkezhetnek.

6.6.1 Társasági jog

Érdemes a Gt. szabályait felülvizsgálni abból a szempontból, hogy a rugalmasság növelésével csökkenthető-e a befektetések tranzakciós költségei. Úgy tűnik, hogy a mind a korlátolt felelősségű társaságnak, mind pedig a részvénytársaságnak vannak előnyei és hátrányai a másik társasági formával szemben, ami ahhoz vezet, hogy a befektetők kompromisszumokra kényszerülnek a befektetések tervezése és kivitelezése során. Amennyiben a szabályozás kisebb mértékben tenne különbséget a két gazdasági társaság között, vagy egyes rendelkezések tekintetében megengedné a törvényi szabályoktól való eltérést, az elősegítené a hatékonyabb kockázatkezelést. Ezért enyhíteni kellene a Zrt.-ben kibocsátható részvényfajtákra vonatkozó korlátozásokat, vagy legalább lehetővé tenni az eltérően szabályozást a társasági szerződésben. A befektetőnek biztosítékot jelentene az is, ha nem

csak Kft.-n, hanem Zrt.-n belül is lehetőség lenne a tagkizárássra. Emellett érdemes megvizsgálni annak lehetőségét, hogy Kft. esetében is lehessen felhatalmazást adni feltételes tőkeemelésre.

A zártkörű részvénytársaság tekintetében megfontolásra érdemes a *financial assistance* tilalom feloldása. Megítélésünk szerint a Zrt.-re érvényes korlátozás megszüntetése, vagy bizonyos feltételek melletti lehetővé tétele pozitívan hatna a befektetési környezetre, és kevésbé élezné ki a két társasági forma közötti választást. További finomhangolási lehetőség annak lehetővé tétele, hogy a társaságnak visszaváltható részvény alkalmazásakor ne kellejen kötelező tőkeleszállítást végrehajtania, hanem saját belátása szerint dönthessen a visszaváltott részvények sorsáról. A szabályok felülvizsgálata során azt kell figyelembe venni, hogy a befektető rendelkezésére álló eszközök lehetőleg minél inkább önmagukban kikényszerítők legyenek, vagyis érvényesíthetőségük ne függjön további feltételektől.

6.6.2 Szerződési jog

A kötelmi jog egyik leginkább vitatott szabálya a vételi és eladási jogokra vonatkozó szakasz. A vételi opciós megállapodások ötéves időkorláthoz kötése hátrányos a befektető számára, mert akadályozza, hogy a befektető saját, illetve a vállalkozó társaságbeli részesedésével adott esetben rendelkezni tudjon és ezen keresztül befektetése minél likvidebb legyen. Különböző szerződéses megoldások léteznek a szabály megkerülésére, amelyek kikényszeríthetősége azonban bizonytalanságot okoz. A kötelezett mentesítésének jogszabályi lehetősége a bíróság mérlegelésére van bízva, ami kikristályosodott bírósági gyakorlat nélkül további bizonytalansághoz vezethet. Az új Ptk. hatályba nem lépő változata feloldotta volna az időbeli korlátozást, illetve megszűnt volna a kötelezett mentesítésének lehetősége (2009. évi CXX. tv. 5:197. §) is. A változások a befektető védelme szempontjából mindenképpen pozitív lépésként értékelhetők, remélhetőleg a revízió alatt álló koncepcióból készülő törvényjavaslat újabb változatában is visszaköszönnek. A vételi joggal kapcsolatban az üzleti angyal befektetések szempontjából indokolatlannak tűnik az elővásárlási jog szabályaiból alkalmazandó azon korlátozás is, ami szerint a vételi jog átruházása semmis, de gazdálkodó szervezet átengedheti annak gyakorlását – ebbe ugyanis a magánszemélyként, közvetlenül befektető angyalok nem tartoznak bele.

A szindikátusi szerződéseket illetően, kívánatos lenne azok minél teljesebb körű és egyértelműbb érvényesíthetősége azokat az eseteket kivéve, amikor a társasági törvény kifejezett tiltásaiba ütköznek, vagy a társasági szerződéssel *ellentétesen* rendelkeznek. Ez alapvetően a bírói joggyakorlat kérdése, de erősen összefügg azzal, hogy maga a társasági törvény mennyire rugalmasan, megengedően szabályozza a társasági szerződéseket. Minél rugalmasabb a törvényi szabályozás, annál kevésbé merül fel a szindikátusi szerződések kikényszeríthetőségének problémája.

6.6.3 Speciális társasági formák és részvénykibocsátási szabályok magántőke-befektetők számára

Az adószabályok kapcsán már említettük azoknak a több országban is elérhető befektetési társaságoknak és alapoknak az előnyeit, amelyek magán-megtakarítások befektetéséhez szolgálnak keretül. A lehetséges intézményi formák skálája az egyszemélyes kis kockázati tőke-társaságoktól a nagy intézményi befektetők által is használt alapokig terjed. A tapasztalatok szerint az a jogrendszer tekinthető igazán kedvezőnek, amely többféle intézményi formát kínál eltérő nagyságrendű befektetések kezelésére. A szabályozás egyszerűségét is szem előtt tartva, Magyarországon érdemes lehet egyrészt növelni a

kockázati tőkealap szabályozásának rugalmasságát, másrészt bevezetni – például a belga *Priscaf privée*-hez hasonló – kisebb csoportos befektetésekre használható kockázati tőke-társaság intézményét.

Érettebb, de a tőzsdéi méretet el nem érő cégeknél a magántőke bevonásának módja lehet a tőzsdén kívüli részvénykibocsátás egy válogatott befektetői körnek. Ennek kapcsán fontos kérdés a részvénykibocsátás törvényi szabályozása. Magyarországon zártkörű kibocsátás létező szabályozásából kiindulva teremthetők kedvezőbb keretek a tőkét kereső vállalkozások és informális magánbefektetők egymásra találásához. Érdeemes a zártkörű kibocsátás feltételeit rugalmasabbá tenni. Ennek egy lehetséges módja a minősített befektetői kategória jelenleginél jóval tágabb definiálása, és annak lehetővé tétele, hogy a nekik szóló részvénykibocsátási ajánlatok „zártkörűnek” minősüljenek, vagyis enyhe szabályozói elvárások alá essenek.

6.6.4 Jogérvényesítés

A befektetésekből kikötött jogok érvényesítésével szembeni általános vélekedés, hogy a rendes bírósági eljárás hosszú és körülményes, az ítélező bírák részéről pedig hiányzik a megfelelő üzleti, pénzügyi és számviteli szaktudás. A rendes bírósági út helyett gyakran alkalmazott választottbírói eljárás orvosolja e problémákat, viszont meglehetősen költséges. A költséghatékonyság és a jó ítélezési minőség irányába mutató ösztönzőket elsősorban az intézményi versenytől várhatunk. Jelenleg a törvény csak a kamarák és külön nevesített intézmények számára engedi választottbírói felállítását. Természetesen indokolt a fórumok törvényi felügyelete, mégis érdemes lenne a szervezetek nevesítése helyett tetszőleges szervezetnek megengedni, hogy a (jelenleg is létező) törvényi előírásokat betartva szabadon választottbírói eljárást hozhasson létre.

6.6.5 Mintaszerződések és egyéb mintadokumentumok

A szakavatott piaci szereplők, ügyvédi irodák közreműködésével kialakított mintaszerződéseknek és egyéb mintadokumentumoknak nagy szerep juthat az magántőke-befektetéseket övező általános információhiány csökkentésében. Különösen hasznos eszköz lehet az angyalcsoportok, hálózatok lehetőségeinek feltérképezése és bemutatása.

A mintaszerződések összeállítása és nyilvánosság tétele érdemes lenne felhasználni a társasági és szindikátusi szerződéseket övező jogbizonytalanság csökkentésére is. Komoly pozitív hatása lehetne annak, ha a jogszabályalkotásért felelős kormányzat és az igazságszolgáltatás találna egy elfogadható eljárást arra, hogy előzetesen jóváhagyjon, minősítsen mintaszerződéseket. Mivel a cél egy kiszámítható és a gazdasági racionalitást is figyelembe vevő *bírósági gyakorlat* kikristályosítása, alkalmas eszközként szolgálhatnak a mintaszerződéseket tesztelő próbaperek.

6.7 Irodalom

BBAA (BRITISH BUSINESS ANGEL ASSOCIATION) [2009]: Business Angel Investing: A Guide to Legal, Tax & Regulatory Issues. British Business Angels Association

BIENZ, CARSTEN – HIRSCH, JULIA [2009]: The Dynamics of Venture Capital Contracts. EFA 2008 Athens Meetings Paper

- CABLE, DANIEL M. – SHANE, SCOTT [1997]: A Prisoner's Dilemma Approach to Entrepreneur-Venture Capitalist Relationships. *The Academy of Management Review*, 22. évf., 1. szám, 142-176. o.
- CZINKOCZKY ZOLTÁN [2010]: Kockázatkezelési megoldások hazai kockázati tőkebefektetési megállapodásokban. BCE Széchenyi István Szakkollégium. Kézirat.
- EVCA (EUROPEAN VENTURE CAPITAL ASSOCIATION) [2004a]: Debt Financing Structures. European Private Equity & Venture Capital Association
- EVCA (EUROPEAN VENTURE CAPITAL ASSOCIATION) [2004b]: Company Law Across Europe. European Private Equity & Venture Capital Association
- FERRAN, EILÍS [2005]: Simplification of European Company Law on Financial Assistance. *European Business Organization Law Review*, 6. évf., 93-99. o.
- GLADSTONE, DAVID [1988]: *Venture Capital Handbook*. Prentice Hall, New Jersey
- HARRISON, RICHARD T. – MASON, COLIN M. [2002]: Barriers to Investment in the Informal Venture Capital Sector. *Entrepreneurship & Regional Development*, 14. évf., 3. szám, 271-287. o.
- HVCA (HUNGARIAN VENTURE CAPITAL ASSOCIATION) [2008]: Tőkebevonási kalauz. Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület, Budapest
- KAPLAN, STEVEN N. – STRÖMBERG, PER [2000]: Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts. NBER Working Paper Series, 7660. szám
- KELLY, PETER – HAY, MICHAEL [2006]: Business Angel Contracts: The Influence of Context. *Venture Capital*, 5. évf., 4. szám, 287-312. o.
- KISFALUDI ANDRÁS [2007]: *Társasági jog*. Complex, Budapest
- Klonowski, Darek [2006]: Local Laws and Venture Capital Contracting in Transition Economies: Evidence from Poland. *Post Communist Economies*, 18. évf., 3. szám., 327-343. o.
- MAKRA ZSOLT (szerk.) [2006]: *A kockázati tőke világa*. Aula, Budapest
- MASON, COLIN M. [2005]: Informal Sources of Venture Finance.
- NVCA (NATIONAL VENTURE CAPITAL ASSOCIATION) [2001]: European LBO-s: Key Issues for U.S. Sponsors. *The Venture Capital Review*, 9. szám (2001. ősz)
- OSMAN PÉTER [1996]: Kockázati tőke a vállalkozás finanszírozásában. CO-NEX, Budapest
- PAUL, STUART – WHITTAM, GEOFF – WYPER, JANETTE [1996]: Towards a Model of the Business Angel Investment Process. *Venture Capital*, 9. évf., 2. szám, 107-125. o.
- PROWSE, STEPHEN [1998]: Angel Investors and the Market for Angel Investments. *Journal of Banking and Finance*, 22. évf., 785-792. o.
- SAHLMAN, WILLIAM A. [1990]: The Structure and Governance of Venture Capital Organizations. *Journal of Financial Economics*, 27 évf., 473-521. o.
- SCHERTLER, ANDREA [2000]: Venture Capital Contracts: A Survey of the Recent Literature. *Kiel Working Paper Series*, 1017. szám
- TIROLE, JEAN [2006]: *The Theory of Corporate Finance*. Princeton University Press

- TRANTIS, GEORGE G. [2001]: Financial Contract Design in the World of Venture Capital Financing. John M. Olin Law & Economics Working Paper Series, 115. szám
- VAN OSNABRUGGE, MARK [2000]: A Comparison of Business Angel and Venture Capitalist Investment Procedures: An Agency Theory-based Analysis. Venture Capital, 2. évf., 2. szám, 91-109. o.

Melléklet a 6. fejezethez

Tipikus szerződési feltételek, amelyek előfordulhatnak kockázati tőkebefektetésekben:

Tagok közötti viszony

- A befektető és a vállalkozó részesedésének tisztázása, a befektető részesedésének mértéke sok faktortól függhet (iparág, stádium, finanszírozási igény, cégérték, exit kilátások, stb.)
- Befektető pluszjogosultságai
 - Szavazati jogok, esetleg osztalékelsőbbtség, kamat, likvidációs elsőbbség, kinevezési jog
- Döntési jog a tulajdonosi szerkezet megváltozását illetően
 - Tőkeműveletek jóváhagyáshoz kötése
 - Átruházási korlátozások, jegyzési elsőbbség és elővásárlási jog
 - Teljesítményhez kötött opciók
- Versenykorlátozási megállapodás a befektetés idejére, és esetleg az azt követő x évig
- Ha van társbefektető, a vele való viszony rendezése
- A vállalkozó által nyújtott biztosítékok meghatározása
- A kiszálláshoz kapcsolódó együtt-eladási jogok (*drag-along, tag-along*), valamint a befektető kiszállását lehetővé tevő egyéb körülmények (*deemed liquidation*)

A társaság működése

- Vezető tisztségviselők
 - Kinevezés, elmozdítás
 - Szerződések és fizetések felülvizsgálata, ösztönzés opciós lehetőségeken keresztül
- Befektető többlétszavazati joga és vétőjoga stratégiai kérdésekben
 - További forrásbevonás
 - Vállalatfelvásárlás, leépítés
- Társasági nyereség visszaforgatása, így osztalékfizetésre esetleg évekig nem kerül sor, alacsony alapfizetések
- Információs jogok, jelentési kötelezettségek
- Biztosítási elemek:
 - Életbiztosítás, egyéb *key-man provisions*, végrendelet
 - Vezető tisztségviselők felelősségbiztosítása
 - A társaság vagyontárgyainak biztosítása, üzemszünet-biztosítás

Egyéb rendelkezések

- Kiszállással kapcsolatos várakozások tisztázása
- Szellemi alkotásokhoz fűződő jogok rendezése

7. ÖSSZEFOGLALÁS

A kutatás arra a kérdésre kereste a választ, hogy lehetne előmozdítani, hogy a tehetősebb, de nem feltétlenül gazdag polgárok megtakarításaikat olyan hazai kis és közepes vállalkozásokba fektessék, amelyek céljaival azonosulni tudnak, és amelyekre társtulajdonosokként tekintenek. Az ezt támogató kormányzati programok hozzájárulhatnak a vállalkozói és tulajdonosi szemlélet terjedéséhez, a tulajdonos polgárság megerősödéséhez. Lehetővé tehetik a hazai megtakarítások hazai, jellemzően helyben történő befektetését, egyszersmind enyhíti a kkv-k, különösen az induló vállalkozások tőkehiányát, és előmozdítja a lokális gazdasági hálózatok fejlődését.

7.2 Kiket ösztönözzünk tulajdonszerzésre?

A vállalkozásokba történő tőkebefektetés kockázata általában jelentős. Ezért fontos, hogy olyan személyeket ösztönözzünk, akik reálisan fel tudják mérni és megfelelő eszközökkel kezelni, mérsékelni tudják a felmerülő kockázatokat. A személyes – családi, baráti, közeli ismerősi – körben nyújtott kölcsönök, tőketámogatások („*love money*“) megtérülési arányai nemzetközi tapasztalatok szerint rosszak. Bár fontos szerepük lehet az induló vállalkozások finanszírozásában, kifejezett kormányzati támogatásuk komolyan felveti azt a veszélyt, hogy rossz, nem megalapozott befektetési döntéseket támogatunk.

Az elsődlegesen ösztönzendő befektetői csoportot ezért a kellő üzleti tapasztalattal rendelkező vállalkozók és menedzserek képezik. Egyrészt nekik lehet meg a megfelelő humántőkéjük ahhoz, hogy fel tudják mérni egy-egy vállalkozás üzleti tervében rejlő kockázatokat. Másrészt ők képesek leginkább arra, hogy mérsékeljék, kordában tartsák ezeket a kockázatokat. A nemzetközi tapasztalatok szerint ennek elsődleges módja, hogy intenzíven részt vesznek a vállalat fejlesztési terveinek kidolgozásában, szorosan felügyelik és – ha szükséges – tanácsokkal látják el a vállalkozás menedzsmentjét. Egy szóval: a pénzüikkel együtt a szakmai-üzleti tudásukat is befektetik („*smart money*”). Az informális magánbefektetőknek ezt a kategóriáját tág értelemben vett *üzleti angyaloknak* nevezhetjük.

A befektetői kör bővítésének egyik lehetséges módja, hogy a finanszírozott vállalkozást aktívan felügyelő üzleti angyalokhoz szindikátusi formában *passzívabb résztulajdonosok* társuljanak, akik megbízottjukként tekintenek az üzleti angyalra.

Az üzleti angyalok (és passzív társaik) jellemzően kockázatos induló vagy korai fejlődő szakaszban lévő vállalkozásokba fektetnek be. Elvileg stabil, régóta működő vállalkozások esetében is felmerül a külső tőkebevonás lehetősége nagyobb fejlesztések esetén. Itt a befektetők know-how-jának már nem igazán van jelentősége, és valószínűleg a vállalkozó sem hajlandó nagyobb beleszólást engedni nekik a menedzsmentbe. Az alapvetően passzív befektetőknek tehát más módon kell kezelniük a kockázataikat. Számos országok léteznek a közepes vállalatok számára elérhető tőzsdé, de a részvénykibocsátás tőzsdén kívüli, rugalmasabb formái is megfontolásra érdemesek.

A tulajdonosi kör bővülésének további módja, ha egy sikeres vállalkozás úgy terjeszkedik földrajzilag, hoz létre új telephelyeket, működési egységeket, hogy ezek működtetésére új társtulajdonosokat von be. (Például egy sikeres pizzéria vagy autószerelő-műhely hálózattá fejlődik.) Egyfajta tág értelemben vett „franchise” rendszer jöhet így létre. A franchise-ba vevőkkel bővíthet a tulajdonos-vállalkozók köre.

A négy ösztönzésre érdemes befektetői kategória tehát:

- induló vállalkozásokba aktívan befektető üzleti angyalok,
- üzleti angyalokhoz társuló passzív befektetők,
- érettebb vállalkozásokba befektető passzív befektetők,
- terjeszkedő vállalkozásokba beszálló társtulajdonos-vállalkozók.

7.3 Milyen vállalkozásokban támogassuk a befektetők tulajdonszerzését?

Induló vállalkozások. Az első két befektetői kategória definíciójából adódik, hogy induló vállalkozásokba fektetnek be. A pénzügyi szakirodalom visszatérő állítása, hogy az informális befektetők fontos finanszírozási piaci rést töltenek be az induló vállalkozásoknál. A többi finanszírozási forma korlátokba ütközik: (1) a belső források kezdetben korlátozottak; (2) a bankhitel biztosítékok hiányában korlátozottan érhető el; (3) a kockázati tőke inkább nagyobb befektetési szükségletnél, kimagasló ötletnél, jön szóba (gyakran nem az induló fázisban, hanem később). Induló és fiatal vállalkozásoknál jelentkező finanszírozási rést („*equity gap*”) az informális befektetők pótolhatják ki: áthidalhatják „a család és a barátok „kéznél lévő” forrásai és a bankok, intézményi kockázati tőke között tátongó tőke- és tudásszakadékot”.²⁸ A technológiai klaszterek, illetve tágabban a lokális gazdaság fejlődésében különösen fontos szerepet játszhat a lokális informális tőke, mivel jelentős információs előnnyel és jobb ellenőrzési lehetőségekkel bír, mint más befektetők.

Nagyobb, érettebb vállalkozások esetén is lehet helye a magántőke-befektetéseknek. Itt azonban az üzleti angyal jellegű befektetés már nem jön szóba. Két speciális lehetőségre hívtuk fel a figyelmet. Az első a franchise, vagyis amikor egy vállalkozás a sikeres üzleti modelljét, technológiáját adja tovább újabb vállalkozóknak, akik (részben) a saját tőkéjüket fektetik be. A másik lehetőség, hogy a fejleszteni kívánó vállalkozás részvénykibocsátással próbál (passzív) befektetőket szerezni informális vagy a hagyományos a tőzsdénél lazábban, megengedőbben szabályozott keretek között.

7.4 Hogyan támogathatja a kormányzat a magánbefektetéseket?

7.4.1. Közvetlen pénzügyi ösztönzők (adózás és támogatás)

A tőkebefektetés adóteher-csökkentésének talán legkevesebb nem kívánt mellékhatással járó módja, ha a jogrendszer lehetővé teszi a kisebb befektetők számára is reális alternatívát jelentő közvetítő intézmények, kockázati tőke-társaságok létrehozását, amelyek mentesek a társasági adó alól és portfólió-elven adóznak.

Az adókedvezmények terén kézenfekvő lehetőség a tartós befektetések után járó (TBSZ) kedvezmény kiterjesztése a magánszemélyek által vállalkozásoknak nyújtott hitelekre és tulajdoni részesedésekből származó árfolyamnyereségre. A konstrukció pozitív tulajdonsága, hogy csak a sikeres befektetések jutalmazza, így a befektetőket körültekintő viselkedésre ösztönzi. Hátránya, hogy az adóelkerülő stratégiák kivédése végett egy befektetéseket minősítő és ellenőrző bürokrácia kiépítésére lenne szükség. Kevesebb erőforrást igénylő alternatíva, ha csak olyan befektető kaphat adókedvezményt, aki megfelelően ellenőrzött közvetítőn keresztül fektet be. Amennyiben a jelenlegi nagy volumenű kockázati tőkealapok mellett a kisebb alapok, illetve tőketársaságok létrehozására is lehetőséget nyújt majd a jogrend (és azokat jól szabályozza), a rajtuk keresztül szerzett jövedelem esetében is adható adókedvezmény.

²⁸ Kosztópulosz – Makra [2004].

Más országokban az állami támogatási programok nem régóta működnek, és nincsenek igazán megbízható információk a sikerességükről. Erősen kétséges, hogy képesek és ösztönöztek-e a projektek megfelelő kiválogatására. Figyelemre méltó konstrukció a litván, ahol a saját személyes reputációjukat és pénzüket is kockára tevő üzletembereket bízták meg az üzleti angyal alap irányításával.

Ha a kormányzat támogatási rendszer felállításáról dönt, érdemes hitel és tőkejuttatás formájában is felajánlani a kormányzati támogatást, alkalmazkodva a különböző befektetők igényeihez.

7.4.2 Intézményi ösztönzők

A kormányzat elsődlegesen a megfelelő intézményi környezet kialakításával segíti elő a kkv-kba történő magánbefektetéseket.

Üzleti angyalok és induló vállalkozások

Minden befektetés esetén a kulcskérdés, hogyan lehet megteremteni a bizalmat a befektető(k) és a vállalkozó között. Az induló vállalkozásokat finanszírozó üzleti angyalok esetében a személyes kapcsolatoknak, a meglévő üzleti kapcsolatokon keresztüli referenciáknak kulcsszerepük van. A befektetések ezért jellemzően szűkebb régióon belül és gyakran ágazaton belül történnek. A befektető és a vállalkozó egymásra találását, a bizalom kialakulását és fennmaradását az intézményi környezet több eleme is elősegítheti, így (1) egyes piaci közvetítők, (2) vállalkozói szerveződések, hálózatok, (3) befektetéseket támogató állami intézmények és (4) a tulajdonszerzést szabályozó szerződési és társasági jogszabályok.

Piaci közvetítők. A nemzetközi példák alapján a bankok fontos közvetítő szerepet tölthetnek be az üzleti angyal jellegű befektetők és a finanszírozásra vágyó vállalkozások között. A bankoknak érdeke fűződik ahhoz, hogy csökkentsék a hitelkihelyezés kockázatait, és ebben segíthetik őket a tapasztalt, felkészült befektetők. A bankok mindkét félről részletes, hiteles információkkal rendelkezhetnek, így egyfajta minőségbiztosítási szerepet tölthetnek be az informális kockázati tőke-piacon. A kormányzat e téren kezdeményező szerepet játszhat: egyeztetés szükséges a bankokkal, hogy tudnak-e hasonló konstrukciókat ajánlani a magyar környezetben.

Vállalkozói szerveződések, hálózatok. Észak-Amerikában és Nyugat-Európában az üzleti angyal piac fejlődésének legújabb fázisát az angyal-szindikátusok vagy strukturált angyalcsoporthoz tartozók jelentik. Ezek lényegében magánbefektetői klubok, amelyek vagy laza, decentralizált formában, vagy központilag menedzselve vizsgálják meg befektetési lehetőségeket, kötnek befektetői szerződéseket. Csökkentik a párosítási költségeket, közösen szervezik meg a vállalkozások szelekcióját, szűrését, felmérését, elősegítik a csoportos befektetéseket és a finanszírozás folytathatóságát. Az angyalok hagyományosan láthatatlanok, mivel távol akarják tartani a hívatlan érdeklődőket. Ez azonban vélhetően a lehetőségeiket is korlátozza. Megfelelően szervezett közösségi keretben azonban a nyilvánosság elé léphetnek, és intézményi támogatást kaphatnak.

Kérdéses, hogy nálunk mennyire érett meg angyalcsoporthoz létrehozására az idő. Az intézményi keretnek képesnek kell lennie arra, hogy a következő funkciókat ellássa: (1) a „klubtagok” megfelelő szelekciója; (2) a klubon belüli bizalmi légkör megteremtése; (3) a befektetéseket támogató döntéselőkészítés menedzselése; (4) a csoportos befektetéseket megkönnyítő jogi forma kialakítása; (5) a befektetők és a finanszírozott vállalkozók, illetve cégek megbízhatóságáról, teljesítményéről megbízható információk generálása és terjesztése.

Támogatást jelenthet, ha eleve meglévő lokális vagy ágazati szerveződések (kamara, vállalkozói klub, szövetség) vállalja fel az üzleti angyalok megszervezésének funkcióját.

További alternatíva, hogy a települési vagy kistérségi szintű kormányzat karolja fel az ügyet. Ennek különösen olyan befektetések esetén lehet értelme és haszna, amelyek helyi gazdaságfejlesztési célokat szolgálnak (például a befektető vállalkozók által is használt infrastruktúrát javítják). Olyan konstrukcióra van szükség, ahol egy-egy vezető magánbefektető vállalja az egyes befektetési projektek vezetését, saját reputációját és pénzét is kockára téve. Megfontolásra érdemes, hogy a kormányzat kísérleti jelleggel támogassa, hogy nagyobb települési önkormányzatok és vállalkozói szervezetek „angyalklubok” számára megfelelő intézményi kereteket alakítsanak ki.

Befektetéseket támogató állami intézmények. Az államilag üzemeltett „párosító” hálózatok hatékonysága a nemzetközi tapasztalatok szerint alacsony. Ennek fő oka, hogy személytelen jellegüknel fogva nem képesek megteremteni a befektető és vállalkozás közötti bizalmat, sőt a vállalkozók „felkészítésének” kontraszelektációs hatása is lehet. Ugyanakkor a vállalkozásokat támogató kormányzati szervezetek – jellemzően vállalkozói szövetségekkel szorosan együttműködve – célzottan kisebb pénzügyi segítséget nyújthatnak a befektetők és a vállalkozás közötti együttműködés kialakításához (pl. BusinessLink Nagy-Britanniában) vagy ellenőrizhetik, *minősíthetik a forrást kérő vállalkozásokat* (pl. Tekes Finnországban).

Figyelemre méltó példa a skóciai Trial Marriage Scheme, amely szerint (1) vállalkozás pályázhat max. 12 000 euróra, amiből (25% önrész mellett) felfogadhat szakértőt, főként az üzleti tervek kidolgozásához, értékeléséhez. Tanácsadóknak ez nem éri meg, de üzleti angyalnak, aki lát az üzletben potenciált, igen. (2) Üzleti angyalok (csoportok) is kérhetnek támogatást, ha kiszemeltek egy vállalkozást, de kockázatosnak látják felvállalni a kezdeti költségeket. Általában üzleti angyal körökben nagyon magas az elutasítási arány – a program ezt csökkentheti azzal, hogy a kezdeti lépések költségeit részben átvállalja. Fontos, hogy a kormányzat ne vegyen át túl sok kockázatot a befektető válláról.

Az ilyen programok a nyugat-európai tapasztalatok szerint lokális vagy ágazati közegben működnek jól. Ezért az angyalklubokhoz hasonlóan érdemes lehet meglévő lokális vagy ágazati szerveződéseknek megbízni a kialakításukkal, menedzselésükkel. Jó esetben ezek a pénzügyi vagy szakértői támogatást nyújtó programok szorosan kapcsolódhatnak az angyalklubokhoz.

Szerződési és társasági jog. A magánbefektetők számára fontosak a vállalkozás feletti kontrolljogok és a kiszállással kapcsolatos jogosítványok. Emiatt a társasági szerződések (és a kapcsolódó szindikátusi szerződések) a szokásostól eltérő jogosítványokat és kötelezettségeket határoznak meg. A rugalmatlan szabályozási korlátok növelik az ügyletek tranzakciós költségeit, megakadályozhatják a szerződések optimális kialakítását. Az a jelenség például, hogy a formális kockázati tőkepiac résztvevői gyakran szerződnek ki a magyar jog alól, részben valószínűleg a szabályozási elégtelenségekre is visszavezethető.

A társasági jog a gazdasági társaságok jogalanyiségének és működésének számos aspektusát *kógens* módon, eltérést nem engedően szabályozza. Így például a részvénytársaság zártkörű formáját illetően a törvény számos korlátot állít fel az egyes tagok részesedéséhez fűzhető pluszjogosultságok mértékére. A befektetőnek viszont alapvető kockázatkezelési eszköze a társaság működésében való aktív részvétel, ami a jogosultságok jelentős aránytalanságát is eredményezheti. Ezen kívül a különböző jogosultságok elosztása általában a társaság teljesítményének függvényében változik, jelentős igény van tehát a rugalmasságra. A fentiekre tekintettel szükségesnek látszik a rugalmasságot korlátozó jogszabályi rendelkezések enyhítése.

- Mind a korlátozott felelősségű társaságnak, mind pedig a részvénytársaságnak vannak előnyei és hátrányai a másik társasági formával szemben, ami ahhoz vezet, hogy a befektetők kompromisszumokra kényszerülnek a befektetések tervezése és

kivitelezése során. Amennyiben a társasági jog kisebb mértékben tenne különbséget a két gazdasági társaság között, vagy egyes rendelkezések tekintetében megengedné a törvényi szabályoktól való eltérést, az elősegítené a hatékonyabb kockázatkezelést. Ezért enyhíteni kellene a Zrt.-ben kibocsátható részvényfajtákra vonatkozó korlátozásokat, vagy legalább lehetővé tenni az eltérően szabályozást a társasági szerződésben. A befektetőnek biztosítékot jelentene az is, ha nem csak Kft.-n, hanem Zrt.-n belül is lehetőség lenne a tagkizárásra. Emellett érdemes megvizsgálni annak lehetőségét, hogy Kft. esetében is lehessen felhatalmazást adni feltételes tőkeemelésre.

- A zártkörű részvénytársaság tekintetében megfontolásra érdemes a *financial assistance* tilalom feloldása. Megítélésünk szerint a Zrt.-re érvényes korlátozás megszüntetése, vagy bizonyos feltételek melletti lehetővé tétele pozitívan hatna a befektetési környezetre, és kevésbé élezné ki a két társasági forma közötti választást. További finomhangolási lehetőség annak lehetővé tétele, hogy a társaságnak visszaváltható részvény alkalmazásakor ne kellejen kötelező tőkeleszállítást végrehajtania, hanem saját belátása szerint dönthessen a visszaváltott részvények sorsáról.

Kiemelten fontos lenne olyan kockázati tőke-társaság szabályozási hátterének a megteremtése, amely rugalmas közvetítőként szolgálhat a magántőke-befektetők és a finanszírozott vállalkozások között. A lehetséges intézményi formák skálája az egyszemélyes kis kockázati tőke-társaságoktól a nagy intézményi befektetők által is használt alapokig terjed. A tapasztalatok szerint az a jogrendszer tekinthető igazán kedvezőnek, amely többféle intézményi formát kínál eltérő nagyságrendű befektetések kezelésére. A szabályozás egyszerűségét is szem előtt tartva, Magyarországon érdemes lehet egyrészt növelni a kockázati tőkealap szabályozásának rugalmasságát, másrészt bevezetni – például a belga *Pricaf privée*-hez hasonló – kisebb csoportos befektetésekre használható kockázati tőke-társaság intézményét.

A szerződési jog egyik régóta vitatott rendelkezése a vételi opció öt éves határidőhöz kötése. A szabály a magántőke befektetésekre nézve egyrészt azért problémás, mert a társaságon belüli részesedések mértéke teljesítményfüggő. Másrészt a kiszálláshoz a befektető a lehető legnagyobb rugalmasságot igényli, ami ugyancsak kölcsönös vételi és eladási jogokkal biztosítható. Ezért kedvező változás lenne a vételi jogra vonatkozó időkorlát eltörlése (kérdéses, hogy a Ptk. zajló kodifikációja e kérdésben milyen irányba halad).

További szempont a felek közötti szindikátusi szerződés kikényszeríthetősége. A kutatási tapasztalatok szerint a befektetések szerződési kerete elsősorban a kölcsönös elvárások tisztázását szolgálja, a kikényszeríthetőség viszont a befektető védelme szempontjából mégis fontos kérdés. A szindikátusi szerzőség nem ütközhet a társasági törvénybe, amely – különösen a tiltások kiterjesztő értelmezése esetén – túlságosan korlátozza a tagok megállapodási lehetőségeit. A befektetők védelmét az szolgálná, ha a szindikátusi szerződés tartalma az explicit törvényi tiltások kivételével minden esetben kikényszeríthető lenne.

A befektetéseken kikötött jogok érvényesítésével kapcsolatban általános vélekedés, hogy a rendes bírósági eljárás hosszú és körülményes, az ítélező bírák részéről pedig hiányzik a megfelelő üzleti, pénzügyi és számviteli szaktudás. A rendes bírósági út helyett gyakran alkalmazott választottbírósági eljárás orvosolja e problémákat, viszont meglehetősen költséges. A költséghatékonyság és a jó ítélezési minőség irányába mutató ösztönzőket elsősorban az intézményi versenytől várhatunk. Jelenleg a törvény csak a kamarák és külön nevesített intézmények számára engedi választottbíróság felállítását. Természetesen indokolt a fórumok törvényi felügyelete, mégis érdemes lenne a szervezetek nevesítése helyett

tetszőleges szervezetnek megengedni, hogy a (jelenleg is létező) törvényi előírásokat betartva szabadon választottbírósgot hozhasson létre.

A szakavatott piaci szereplők, ügyvédi irodák közreműködésével kialakított mintaszerződéseknek és egyéb mintadokumentumoknak nagy szerep juthat az magántőke-befektetéseket övező általános információhiány csökkentésében. Különösen hasznos eszköz lehet az angyalcsoportok, hálózatok lehetőségeinek feltérképezése és bemutatása.

A mintaszerződések összeállítása és nyilvánosság tétele érdemes lenne felhasználni a társasági és szindikátusi szerződéseket övező jogbizonytalanság csökkentésére is. Komoly pozitív hatása lehetne annak, ha a jogszabályalkotásért felelős kormányzat és az igazságszolgáltatás találna egy elfogadható eljárást arra, hogy előzetesen jóváhagyjon, minősítsen mintaszerződéseket. Mivel a cél egy kiszámítható és a gazdasági racionalitást is figyelembe vevő *bírósági gyakorlat* kikristályosítása, alkalmas eszközként szolgálhatnak a mintaszerződéseket tesztelő próbaperek.

Stabil, érett vállalkozások

Az eddig felsorolt javaslatok nagy része a nagyobb, érettebb vállalkozások számára is pozitív változásokat jelentene. Ezen túlmenően megfogalmaztunk két olyan intézményi javaslatot is, amely kifejezetten ezt a vállalkozói kört célozza meg: junior tőzsde létrehozását és a tőzsdén kívüli részvénykibocsátás feltételeinek rugalmasabbá tételét.

Junior tőzsde. Nagyobb kkv-k számára tőkebevonási lehetőségek jelenthet egy junior tőzsde (vagy alternatív befektetési piac). A nemzetközi tapasztalatok alapján elsősorban egy nagy piachoz kötődő, jól működő, likvid tőzsdének érdemes junior piac nyitásán gondolkodnia. Ezeknek a feltételeknek jelenleg a BÉT nem felel meg. Ahogyan a fő tőzsdének, úgy a junior tőzsdének egy nagyobb regionális környezetben lenne esélye igazán forrás bevonásra. Fontos megfigyelés, hogy a junior tőzsdék elkülönülten intézményesülnek: a könnyített részvénykibocsátás lehetősége mellett speciális támogató környezet is szükséges. A magyar kormányzatnak tehát először a BÉT jövőjéről kell döntenie. Megfelelően szabályoznia a főpiacot, és ennek függvényében érdemes megfontolnia egy junior piac kezdeményezését, amely a skandináv First North-hoz hasonlóan vélhetően csak regionális szinten lehet életképes.

Tőzsdén kívüli részvénykibocsátás. Érettebb, de a tőzsdei méretet el nem érő cégeknél a magántőke bevonásának módja lehet a tőzsdén kívüli részvénykibocsátás egy válogatott befektetői körnek. Ennek kapcsán fontos kérdés a részvénykibocsátás törvényi szabályozása. Magyarországon a zártkörű kibocsátás létező szabályozásából kiindulva teremthetők kedvezőbb keretek a tőkét kereső vállalkozások és informális magánbefektetők egymásra találásához. Érdemes a zártkörű kibocsátás feltételeit rugalmasabbá tenni. Ennek egy lehetséges módja a minősített befektetői kategória jelenleginél jóval tágabb definiálása, és annak lehetővé tétele, hogy a nekik szóló részvénykibocsátási ajánlatok „zártkörűnek” minősüljenek, vagyis enyhe szabályozói elvárások alá essenek.