

**Pécsi Tudományegyetem**  
**Közgazdaságtudományi Kar**  
**Pénzügy MSc**

# **A tőke-alapú közösségi finanszírozás**

**Geiszl Dorottya**

Dr. Kuti Mónika  
adjunktus

# Tartalomjegyzék

Bevezetés.....	1.
1. A tőke-alapú közösségi finanszírozás elméleti háttere.....	3.
1.1. A közösségi finanszírozásról.....	3.
1.2. A közösségi finanszírozás fő modelljei.....	6.
1.3. A tőke-alapú közösségi finanszírozás fogalmi elhelyezkedése.....	12.
1.4. Az ECF, az üzleti angyal és a kockázati tőke összehasonlítása.....	14.
1.5. A tőke alapú közösségi finanszírozás kialakulása.....	19.
2. A tőke-alapú közösségi finanszírozásról.....	21.
2.1. A tőke alapú közösségi finanszírozás definíciója és mechanizmusa.....	21.
2.2. Az ECF szereplőit motiváló tényezők.....	23.
2.3. A tőke-alapú közösségi finanszírozás előnyei és kockázatai.....	24.
2.4. Az ECF kockázatát csökkentő lehetőségek.....	30.
3. Tőke-alapú közösségi finanszírozás a gyakorlatban – empirikus kutatás.....	35.
3.1. A Seedrs jellemzői és működése.....	36.
3.2. A Seedrs projektek alapstatisztikái.....	39.
3.3. Befektetői információ-értékelés.....	43.
Összefoglalás.....	47.
Irodalomjegyzék.....	51.
Függelék.....	53.

# Ábrajegyzék

## ÁBRÁK

1. ábra: A közösségi finanszírozás által összegyűjtött vagyon növekedése amerikai dollárban .....	4.
2. ábra: A közösségi finanszírozási modellek megoszlása az összegyűjtött vagyon alapján .....	7.
3. ábra: A közösségi finanszírozás fogalmi elhelyezkedése.....	12.
4. ábra: Az ECF befektetések mértéke vállalatonként.....	16.
5. ábra: A vállalkozások csoportosítása innováció és növekedés szerint .....	19.
6. ábra: Az ECF befektetés állomásai és folyamata .....	22.
7. ábra: A sikeres szindikátusi és nem szindikátusi ügyletek száma az AngelList-en .....	33.
8. ábra: A 30 projektcég földrajzi elhelyezkedése.....	40.
9. ábra: A világ befektetői .....	41.

## TÁBLÁZATOK

1. táblázat: A négy közösségi finanszírozási modell.....	11.
2. táblázat: Az ECF összehasonlítása az üzleti angyalokkal és a VC-vel .....	18.
3. táblázat: Többváltozós lineáris regresszió független változói és magyarázatuk.....	44.

## Bevezetés

A közösségi finanszírozás, azaz *crowdfunding* egy növekvő népszerűségű finanszírozási forma, mely képes a korai fázisú vállalkozások (*start-upok*) tőkehiányának fedezésére. Lényege, hogy az internet lehetőségeit kihasználva kiiktatja a közvetítő intézményeket, és közvetlenül kapcsolja össze a befektetőt és a finanszírozást igénylő vállalkozót – így jelentős költségeket takarít meg.

A folyamatosan kiszélesedő jelenség többféle modellt ölel fel, melyek közül a szakirodalom 4 fő fajtát vonultat fel: az adomány-alapú (*donation-based*), a jutalom-alapú (*reward-based*), a kölcsön-alapú (*credit-based*) és a tőke-alapú közösségi finanszírozást. Bár választott témámat napjainkban egyre nagyobb érdeklődés övezi, **a tőke alapú közösségi finanszírozás**, angolul az *equity-based crowdfunding* vagy *crowdinvesting* – későbbiekben ECF – egyelőre egy viszonylag új és relatív részesedését tekintve a legkisebb finanszírozási ág. A tőke-alapú közösségi finanszírozás lehetővé teszi a kezdő vállalkozások számára, hogy az interneten keresztül, közvetítő intézmények nélkül, alacsony költséggel a tulajdonosi részesedésük meghatározott hányadát eladják az érdeklődő befektetőknek. Részvényeik ilyen formában történő értékesítésével lehetőségük nyílik a kezdő finanszírozási nehézségeik fedezésére. Ezen kezdeti nehézségek általában abból adódnak, hogy a tradicionális finanszírozási formák – például a bankok, az üzleti angyal befektetők és a kockázati tőke befektetők – képtelenek számukra megfelelő tőkét juttatni. Az ECF nem csupán képes az általuk üresen hagyott finanszírozási rés kitöltésére, hanem – bizonyos előrejelzések szerint – hamarosan át is veszi a vezető szerepet a korai fázisú vállalkozások finanszírozásában.

A tőke-alapú közösségi finanszírozás tehát megoldást kínál sok olyan problémára, amely a kezdő vállalkozások forrásgyűjtésénél eddig jelen volt – azonban, mint minden új jelenség, ez is fokozott kockázattal jár. A tradicionális finanszírozási formák már megtanulták kezelni ezen kockázatok nagy részét: nem véletlenül alakítottak ki a bankok szigorú hitelbírálati eljárást, vagy a kockázati tőkések alapos kiválasztási rendszert. Ráadásul, bár az információs aszimmetria a közösségi finanszírozás teljes egészét átjárja, a tőke-alapú közösségi finanszírozás esetében a leghangsúlyosabb ez a probléma. Ezért az ECF a legbonyolultabb modell a négy közül, és alkalmazása szakértő előkészítést, ellenőrzést igényel – mellyel nem feltétlenül rendelkeznek az interneten keresztül befektetők. Nem véletlen tehát, hogy egyre több ország foglalkozik megfelelő

keretszabályzat kiépítésével, mind a befektetők, mind a finanszírozottak védelmének érdekében. A törvényalkotókon kívül a platformok is sokat tesznek az átláthatóság növeléséért a köztük lévő fokozott verseny miatt. A befektetők szindikátusok kialakításával oldják meg a problémákat.

Dolgozatom célja tehát a tőke-alapú közösségi finanszírozás elméleti hátterének összefoglalása, jelenlegi helyzetének felvázolása, mechanizmusának és fontosságának bemutatása, a jelentős kockázatainak kiemelése és a jogszabályi háttér vizsgálata. A témát releváns – nemzetközi és magyar – **szakirodalom kutatásával** dolgoztam fel, és ennek eredményeit saját empirikus kutatással támasztottam alá illetve cáfoltam meg.

**Empirikus kutatásom** középpontjában a brit Seedrs platform és jelenleg futó projektjei voltak. Azért a Seedrs-re esett a választásom, mert ez a platform szolgáltatja az információk legteljesebb körét befektetői számára. Vizsgálatom alapja a 30 legtöbb finanszírozást kapó, jelenleg is aktív kampány, melynek vállalatai brit székhellyel rendelkeznek, profiljuk azonban rendkívül sokszínű. Elemzésem fő célja, hogy megvizsgáljam, a platform által szolgáltatott adatok közül melyek hatnak legjobban a befektetőkre, és determinálják szignifikánsan a pozitív befektetői döntést. Ehhez az SPSS program segítségével többváltozós lineáris regressziót alkalmaztam. Másodlagos célom, hogy a projektek általános statisztikai vizsgálatával alátámasszam, illetve megcáfoljam szakirodalmi kutatásom eredményét. Harmadlagos célom a Seedrs platform mechanizmusának feltárásával az ECF gyakorlati megvalósulásának bemutatása.

Mindenekelőtt azonban szeretnék köszönetet mondani Dr. Kuti Mónika adjunktusnak, aki felkészítő tanárként rengeteg tanáccsal és hasznos észrevétellel járult hozzá tanulmányom elkészüléséhez. Szeretném megköszönni továbbá Galambosné dr. Tiszberger Mónika adjunktusnak statisztikai elemzésemhez nyújtott segítségét.

Köszönöm!

# 1. A tőke-alapú közösségi finanszírozás elméleti háttere

A tőke-alapú közösségi finanszírozás új jelenség az induló vállalkozások finanszírozásában, így fogalmi jelentése még kiforratlan. Alapjai jól átláthatóak a közösségi finanszírozás (*crowdfunding*) átfogó definiálásával, ezért dolgozatom első fejezetét ennek a bemutatásával kezdem. Ezek után összehasonlítom a közösségi finanszírozás négy modelljét, ezzel is megfogva az ECF fő jellegzetességeit. Végül a fogalmi elhelyezkedésével választ szeretnék adni arra, hogy mi is hívta életre ezt a fajta finanszírozási módot. Ebben a részben megvizsgálom azt is, vajon igazak-e az előrejelzések, miszerint a közösségi finanszírozás részvényvásárlással foglalkozó fajtája valóban képes lesz kiszorítani a hasonlóan kezdeti vállalati tőkebefektetést nyújtó kockázati tőke és angyal befektetőket.

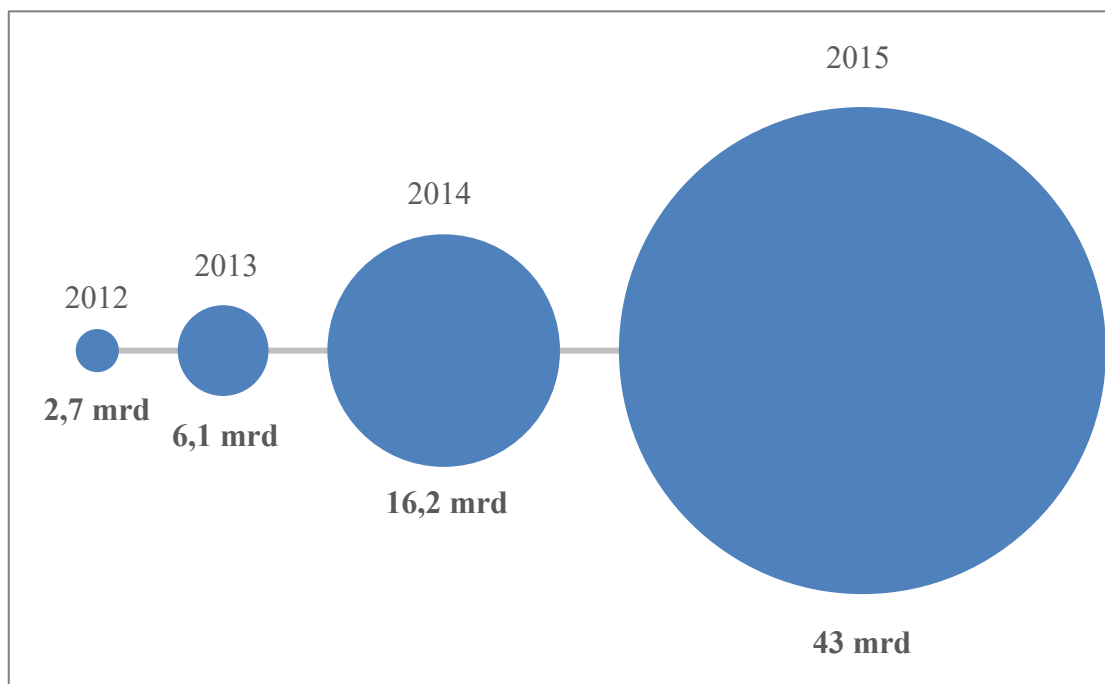
## 1.1. A közösségi finanszírozásról

Bár a közösségi finanszírozás mai formájában újszerű jelenség, a történelem folyamán már számos példa volt az alkalmazására. A New York-i Szabadság-szobor például az amerikai és francia állampolgárok kis felajánlásainak köszönhetően épülhetett meg, illetve Barack Obama, jelenlegi amerikai elnök 2008-as kampánya forrásainak legnagyobb részét az interneten keresztül, kis adományok formájában gyűjtötte össze (Kuppuswamy - Bayus, 2015).

Az újszerű, online közösségi finanszírozás első igazi sikerére 2012-ben került sor, amikor is Tim Schafer, videójáték-tervező 2012. február 8-án, a kickstarter.com oldalon 400 ezer amerikai dollár támogatást kért rajongóitól egy új játék kifejlesztéséhez. „A megjelölt célt alig 8 óra leforgása alatt elérte, és február 9-én a számláló már 1 millió dollár felett járt.” (Juhász, 2012 6. o.). A projekt nagyon nagy sikert tudhat magáénak, hiszen 2012. március 10-re összesen 3 336 372 dollár gyűlt össze. (Forrás: Kickstarter).

A közösségi finanszírozás azóta virágkorát éli, és az utóbbi években egyre nagyobb méreteket öltött: az 1. ábrán jól látható, hogy az iparág már 2014-ben óriási növekedéssel – 167%-kal nőtt a 2013-mas 6,1 milliárd dollárhoz képest – összegyűjtött 16,2 milliárd amerikai dollárt, 2015-re pedig az előrejelzések szerint 34,4 milliárdot kellett volna elérnie (Massolution Crowdfunding Industry Report, 2014). Azonban a becsléseket felülmúlva

tavaly 43 milliárd dollár gyűlt össze – 2016-ra pedig már 66 milliárdot becsülnek (Alliedcrowds Annual Report, 2016).



*1. ábra: A közösségi finanszírozás által összegyűjtött vagyon növekedése amerikai dollárban. Saját szerkesztés. Forrás: Massolution Crowdfunding Industry Report, (2014); Alliedcrowds Annual Report, (2016) adatai alapján*

A *crowdfunding* kifejezést magyarul a közösségi finanszírozásra való fordítással lehet a legjobban megfogni, azonban – mint ahogy a legtöbb esetben – ez sem fedi le teljességében a jelenséget. A „fund” angol szó főként a kezdeti befektetésre, az indulás tőkeigényének fedezésére ad magyarázatot, a finanszírozás pedig egy sokkal tágabb fogalom: utalhat hitelezésre, lízingre, takarékosági technikák alkalmazására (belső finanszírozás). Ez az egyik oka annak, hogy a köznyelvben és a szakirodalomban is a *crowdfunding* angol szó használatos. A másik oka pedig, hogy a közösségi finanszírozás alapja az internet, melynek nyelve az angol – így kapcsolván össze a különböző nemzeteket.

A közösségi finanszírozás fogalmát két fő szereplő nézőpontjából érdemes meghatározni. A támogatást kérő, azaz az alapító (*founder*), kibocsátó (*issuer*), vagy ötletgazda, más néven a finanszírozott, illetve a másik oldalon a támogatást nyújtó befektető, támogató, finanszírozó (*funder*, *pledger*, *backer*), vagy felajánló szemszögéből.

A finanszírozott oldaláról „a közösségi finanszírozás egy olyan folyamat, melynek során egy egyén vagy szervezet egy **nyílt felhívás** segítségével nagyszámú támogató kis összegű hozzájárulását gyűjti össze egy **nagyobb cél megvalósításának** érdekében.” (Béza et al., 2013 233. o.)

A finanszírozó oldaláról pedig „a közösségi finanszírozás (crowdfunding) során nyílt felhívásnak eleget téve számos ember **önként és közvetlenül** finanszíroz valamilyen célt, általában egyéneként csak **kis összeggel** támogatva azt, akár **pénzért, termékért vagy szolgáltatásért cserébe vagy ingyen.**” (Kuti - Madarász, 2014 355. o.)

Ahlers, Cumming, Günther és Schweizer 2012-ben egy esernyő-jellegű kifejezésként jellemzik a közösségi finanszírozást, hiszen ez egy „rendkívül **kiterjedt forrásgyűjtési forma**” (1. o.), melyben emberek különböző csoportjai tipikusan **kis** hozzájárulásokkal támogatnak egy **konkrét** célt.

Összességében elmondható tehát, hogy a közösségi finanszírozás *sok kicsi sokra megy* alapon működik. Kulcsszó a nyílt felhívás – az egész közösségnek, és nem befektetők szűk csoportjának megkeresésével. Konkrét célra történik a forrásgyűjtés, melyet sok egyén, egyéneként kis összeggel történő hozzájárulásával érhetnek el.



## 1.2. A közösségi finanszírozás fő modelljei

A közösségi finanszírozásnak rengeteg változata alakult ki az elmúlt pár évben, azonban számosságuk miatt a szakirodalomban is használt 4 fő modellt mutatom be: az adomány-alapú, a jutalom-alapú, a kölcsön-alapú és a tőke-alapú közösségi finanszírozást.

A csoportosítás alapja a tranzakció jellege; az, hogy a befektető (*funder*) mit kap cserébe a felajánlásáért. Természetesen ezen kívül megkülönböztethetők még például a méret, a döntési racionalitás szintje, a jogi háttér, vagy a szolgáltatást kínáló platformok és a fő motivációk alapján is.

A fő motivációk tekintetében alapvetően külső és belső motivációról beszélhetünk. Belső, nem pénzügyi motivációról akkor eshet szó, ha az adott feladat elvégzése önmagában élvezhető, vagy ösztönös pszichológiai szükségleteket elégít ki. Külsőleg motivált viselkedés esetében a fő mozgatórugó a jutalom, a hozam megszerzése, nem maga a cselekvés elvégzése (Cholakova - Clarysse, 2015).

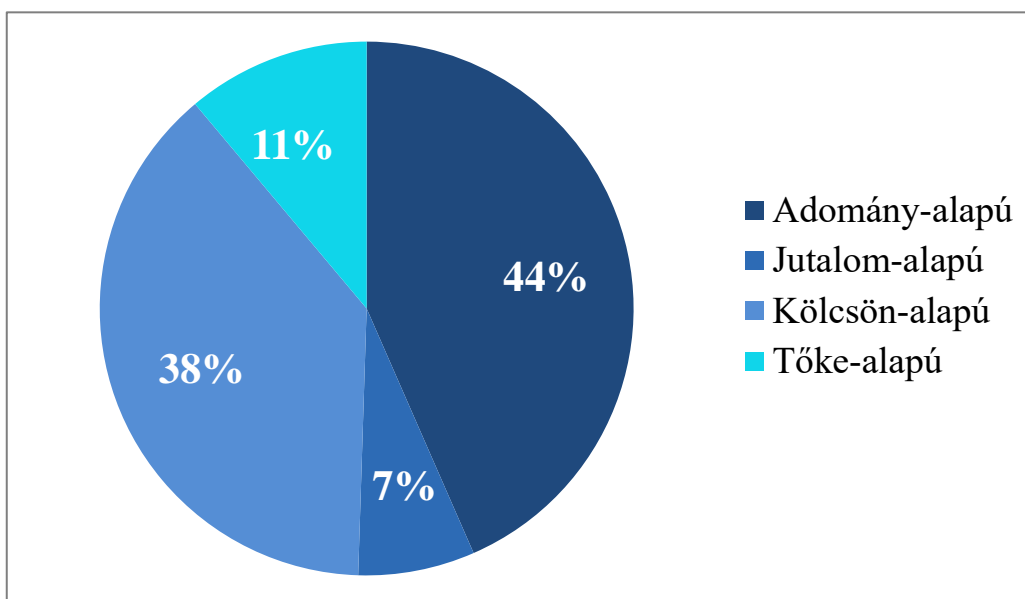
A felsorolt szempontokat figyelembe véve definiálom a négy fő modellt.

### ADOMÁNY-ALAPÚ KÖZÖSSÉGI FINANSZÍROZÁS /Donation-based crowdfunding/

Az adomány-alapú közösségi finanszírozással általában társadalmi, közösségi, kreatív vagy személyes projekteket támogatnak. A felajánlók a pénzbeli adományukért cserébe nem várnak el semmilyen anyagi vagy nem anyagi ellentételezést. (Kuti - Madarász, 2014). Jutalmuk sok esetben érzelmi: felkerülhetnek a támogatók listájára, vagy megtapasztalhatják a közösséghez való tartozás érzését. A projektek számát tekintve ez a legnagyobb, legnépszerűbb közösségi finanszírozási ág, azonban az összegyűjtött vagyon tekintetében csupán a második helyet foglalja el: a 2. ábrán látható, hogy 2015-ben a közösségi finanszírozás által összegyűjtött 43 milliárd dollár 44 százalékát teszi ki (Alliedcrowds Annual Report, 2016).

A modellhez tartozó sikeres kampányoknak az egész világra kiterjedő hatásuk is lehet. A 2015. áprilisi nepáli földrengés után közösségi finanszírozási kampányok százai indultak el többek között az Indiegogo, a CrowdRise és a GlobalGiving platformokon, melyek segítségével családtagoknak és nemzetközi szervezeteknek küldtek támogatást, összesen körülbelül 23 millió dollár értékben (Alliedcrowds Annual Report, 2016). A 2015-ös év végén pedig a szír menekült válság hívott életre hasonló kezdeményezést, amikor még a

Kickstarter is – amely platform eredetileg nem engedélyezte az adománygyűjtő projekteket – 1,7 millió dollárt gyűjtött össze.



2. ábra: A közösségi finanszírozási modellek megoszlása az összeggyűjtött vagyon alapján.  
Saját szerkesztés. Forrás: Alliecrowds Annual Report, (2016) adatai alapján

A modell sajátossága, hogy – mivel általában valamilyen magasabb rendű, társadalmi célról van szó – az adott cél elérése és a projekt teljesülése után a hozzájárulást gyűjtő szervezet nem indít újabb projekteket, illetve nem jön létre vállalkozás sem.

Felajánlói motivációkat tekintve a felajánlások alapvetően együttérzés által vezéreltek, és kevésbé érvényesülnek a finanszírozási döntésben a racionális, pénzügyi motivációk; sokkal inkább jellemző az érzelmi alapon meghozott döntés: az adományozók a számukra szimpatikus projektet vagy átérezhető probléma megoldását támogatják.

Az Európai Unióban nem létezik egységes jogi szabályozás a közösségi finanszírozásra vonatkozóan, csupán egy jogi keretrendszert alkottak meg. Egy 2016-os, 25 európai ország szabályozását felmérő kutatás szerint a legtöbb országban az adomány-alapú közösségi finanszírozás engedélyezett a jelenlegi szabályozási környezetben. Néhány országban, például Finnországban viszonylag szigorú kötelezettségeknek kell megfelelniük az adománygyűjtőknek, ezért sok adminisztratív feladat hárul a finn portálokra. (Current State of Crowdfunding in Europe, 2016)

## JUTALOM-ALAPÚ KÖZÖSSÉGI FINANSZÍROZÁS /Reward-based crowdfunding/

A jutalom-alapú közösségi finanszírozási modellnél a támogatók nem pénzbeli, kézzel fogható vagy kézzel nem fogható jutalmat kapnak a felajánlásukért cserébe (Cholakova - Clarysse, 2015). Ilyen kézzel fogható jutalom lehet maga a termék, amelynek gyártását támogatták vagy egy ahhoz kapcsolható, kisebb illetve nagyobb értékű ajándéktárgy. Kézzel nem fogható jutalom például az elismerés, egy nyilvános, névre szóló köszönet. A jutalom-alapú projektek szignifikáns részét egy-egy kreatív ötlet, vagy művészi alkotás hívja életre. Nagyon gyakori például, hogy feltörekvő vagy éppen már befutott együttesek így gyűjtenek forrást a legújabb lemezük kiadására, és adott mértékű felajánlásért cserébe dedikált példányt ajándékoznak a rajongóknak. A jutalmazás általában a felajánlás mértékéhez kötött – a projekt ismertetőjénél megtalálható, hogy adott mértékű támogatáshoz milyen jutalom jár.

A jutalmazásos modell az összes közösségi finanszírozás 7 százalékát teszi ki, tehát körülbelül 3 milliárd dollárt (Alliedcrowds Annual Report, 2016). A modell legnépszerűbb platformjai a már megismert Kickstarter, Indiegogo és a Gofundme, de helyi kezdeményezés például a Pécsi Tudományegyetem Közgazdaságtudományi Kara által létrehozott [pecs.hubbub.net](http://pecs.hubbub.net).

Míg az adományozó modell esetében a projekt cél elérése után nincsen folytatás, a jutalmazásos modellben gyakran előfordul, hogy a felajánlásokra egy egész vállalkozást tudott felépíteni az adott kreatív termék ötletgazdája. Nem véletlen tehát, hogy a közösségi finanszírozásnak köszönhetően 270 000 állás jött létre 2014-ben (Massolution Crowdfunding Industry Report, 2014).

A projektek támogatói motivációit tekintve Cholakova és Clarysse (2015) azt vizsgálta, hogy milyen mozgatórugói lehetnek a támogatásnak. Hipotézisük szerint a „belső, nem pénzbeli motivációk (másokon való segítség, közösséghez való tartozás érzése) a felajánlást jobban meghatározók lesznek, mint a külső, pénzügyi motivációk (jutalmak begyűjtése)” (150. o.). Ezzel szemben azt találták, hogy a nem pénzügyi motivációs elemek nem determinálják szignifikánsan a pozitív felajánlói döntést, azonban a jutalmak esetleges begyűjtése (küldő, pénzügyi motiváció) sokkal inkább. A racionalitás szintje így ebben az esetben magasabb, mint az adományozás esetében, de még mindig nagy szerepe van a szimpátiának és az érzelmeknek.

A jutalom-alapú közösségi finanszírozás az adomány-alapúhoz hasonlóan mind a 25 megvizsgált országban engedélyezett jogilag. Néhány országban a szabályzat ezt a fajta

finanszírozási formát online vásárlásnak tekinti, éppen ezért a platformok adott esetben visszatérítésre kötelezettek. Sok országban a jutalmakkal kapcsolatos ÁFA fontos témája a jogszabályoknak (Current State of Crowdfunding in Europe, 2016).

### KÖLCSÖN-ALAPÚ KÖZÖSSÉGI FINANSZÍROZÁS /Credit-based crowdfunding/

A kölcsön-alapú közösségi finanszírozás P2P (peer-to-peer) hitelezésként is ismert, hiszen az egyéni hitelezők általi hozzájárulások személyi kölcsönként kerülnek kifizetésre az internetes platformokon keresztül, intézményesített pénzügyi közvetítők nélkül. Mivel nincsenek bankok vagy egyéb közvetítő intézmények, és szigorú hitelezési kritériumok sem, ezért a kockázatok magasabbak. (Kuti - Madarász, 2014).

A modell mechanizmusa tulajdonképpen nagyon egyszerű: a közösség tagjai kisebb hozzájárulásokkal, együtt nyújtanak kölcsönt a forrást igénylőnek, aki lehet magánszemély – például esküvőhöz, illetve egyetemi tanulmányok finanszírozásához – vagy vállalkozás is. A kölcsönt felvevő feltölti projektjét vagy üzleti tervét egy erre szakosodott platformra. Belefoglalja az ismertetőbe, hogy milyen időtávra és célra lenne szüksége egy adott összegre, illetve milyen kamatokkal és futamidővel tudja azt majd visszafizetni. A kölcsönt kérő a regisztráció során még egyéb pénzügyi adatok megadására is kötelezett, amelyek alapján a platform üzemeltetői megítélik a hitelképességét. Ezen adatokat megosztják a hitelezőkkel, hogy azok végleges döntést hozhassanak a hitelnyújtásról. A befektetni kívánók kedvükre válogathatnak a projektek között – akár több finanszírozásában is részt vehetnek egyszerre. Mivel egy-egy teljes kölcsön több felajánlásból adódik össze, és a befektető komplett hitelezési-portfóliót alakíthat ki, a modell képes minimalizálni a veszteségeket (Regőci, 2013).

A kölcsön-alapú modell 2015-ben a teljes közösségi finanszírozás 38 százalékát tette ki, ezzel több, mint 18 milliárd dollárnyi kölcsönhöz juthattak azon vállalkozások, akik nem feleltek meg a szigorú banki kritériumoknak (Alliedcrowds Annual Report, 2016).

A legnépszerűbb kölcsönzéssel foglalkozó közösségi finanszírozási oldalak a Lending Club, a Prosper és a Funding Circle a crowdcrux.com szerint. Mind a három oldal fő célja az „ódivatú” banki rendszer forradalmasítása. A közvetítők kiiktatásával alacsonyabb költséggel működnek, és ezért olcsóbb hiteleket adnak.

A kölcsön-alapú modell esetében a finanszírozói – hitelezői – döntések egyértelműen külső, pénzügyi motivációk által hajtottak, a racionalitás szintje magas a döntéshozatalban, az érzelmek pedig háttérbe szorulnak.

Jogi szabályozását tekintve az európai országokban nagyok a különbségek. Belgiumban betiltották, Franciaországban a vállalkozók ki vannak zárva a hitelezésből, Olaszországban pedig a kölcsönadók nem választhatják ki közvetlenül a kölcsönvevőket. Sok országban jogilag még nem szabályozott a tranzakció.

## TŐKE-ALAPÚ KÖZÖSSÉGI FINANSZÍROZÁS /Equity-based crowdfunding/

A tőke-alapú közösségi finanszírozás, dolgozatom fő témájaként a későbbiekben bővebben kifejtésre kerül, azonban a fent felsorolt szempontok alapján ebben a fejezetben elkülönítem a többi modelltől a jelenség tisztább érhetősége érdekében.

Tőke-alapú közösségi finanszírozás esetében a finanszírozó – akit ebben az esetben befektetőnek is nevezhetünk – vállalati részvényeket vásárolhat az internetes platformokon keresztül, pénzügyi közvetítő intézmény nélkül. A részvények sokkal alacsonyabb költséggel kerülnek kibocsátásra – ezért megvásárlásuk is alacsonyabb árfolyamon történik. A részvény megvásárlásával a befektető tulajdonosi jogviszonyhoz jut, és igényt tarthat a vállalkozás későbbi pénzáramaira (Kuti - Madarász, 2014).

A befektetői motivációk egyértelműen a külső, pénzügyi motivációk felé tolódnak el, az érzelmeknek, szimpátiának már alig van helye a döntésben – a racionalitás szintje pedig nő (bővebben: 2.2. fejezet). Az ilyen platformok, mint például a brit CrowdCube, vagy Seedrs nagy hangsúlyt fektetnek a transzparenciára, és a hangsúlyosan jelen lévő információs aszimmetria kezelésére. (bővebben: 2.3. fejezet)

A tőke-alapú közösségi finanszírozás 2015-ben a 43 milliárd dollár 11 százalékáért volt felelős, azaz körülbelül 4,73 milliárd dollár értékben kaptak finanszírozást azon vállalkozások, amelyek korábban sikertelenül folyamodtak a tradicionális befektetőkhez (üzleti angyalok, kockázati tőkések). Erről bővebben az 1.4. fejezetben esik szó.

A modellel kapcsolatos jogi problémákat minden ország és gazdasági közösség felismerte, éppen ezért sok államban még tiltott tranzakcióról van szó. Azokban az országokban azonban, ahol már engedélyezték az online, tőzsdén kívüli részvénykibocsátást és vásárlást, részletes jogi szabályozást dolgoztak ki, mind a kibocsátók, mind a befektetők védelme érdekében. Ezen szabályok általában rendkívül szigorúak. (Current State of Crowdfunding in Europe, 2016). Az Európai Unióban még nem létezik egységes szabályozás, ezért az Egyesült Királyság szabályozását és az Egyesült Államok JOBS törvényét vizsgáltam meg dolgozatom 2.4. fejezetében.

Az 1. táblázatban látható a fent leírtak összegzése.

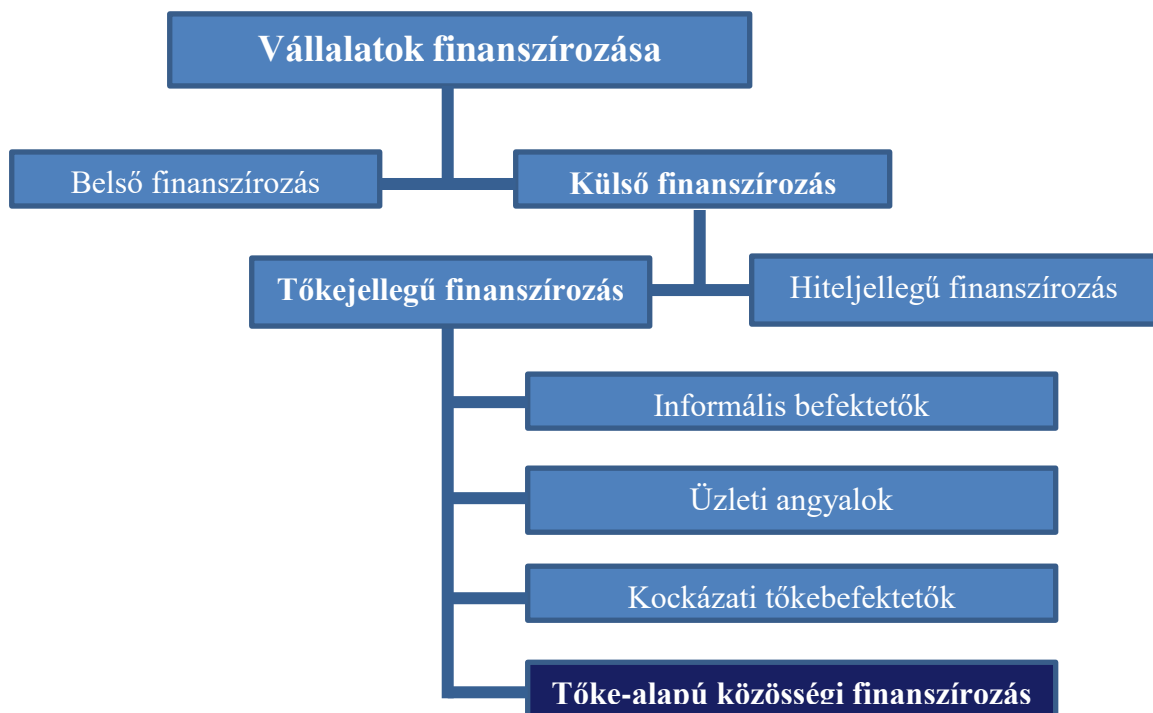
Jellemző	Adomány-alapú	Jutalom-alapú	Kölcsön-alapú	Tőke-alapú
Ellentételezés	Nincs	Termék	Kamat	Tulajdoni részesedés, osztalék
Méret	\$18,5 mrd	\$3 mrd	\$16,3 mrd	\$4,73 mrd
Platformok	Crowdrise, GlobalGiving	Kickstarter, Indiegogo	Lending Club, Funding Circle	CrowdCube, Seedrs
Motivációk	Belső, nem pénzügyi motivációk (segítség)	Külső, pénzügyi motivációk (jutalom)	Külső, pénzügyi motivációk (haszonszerzés)	Külső, pénzügyi motivációk
Racionalitás szintje	alacsony	közepesen alacsony	magas	magas
Jogi szabályozás	engedélyezett	engedélyezett	korlátozásokkal engedélyezett	szigorú szabályozás
Hatása	globális problémák kezelése	vállalkozások létrejötte	hitelezés forradalmasítása és több forrás	kezdő vállalkozások elindítása

*1. táblázat: A négy közösségi finanszírozási modell.  
Saját szerkesztés. Forrás: Kuppuswamy - Bayus, 2015*

Látható, hogy bár mind a négy felvázolt modell magán hordozza a közösségi finanszírozás jegyeit, mégis számos szempontból eltérnek egymástól. Az ECF a legbonyolultabb az összes közül, ezért pontos körülhatárolásához megvizsgálom fogalmi elhelyezkedését dolgozatom következő részében.

### 1.3. A tőke-alapú közösségi finanszírozás fogalmi elhelyezkedése

A XXI. században a vállalkozásoknak rendkívül sok lehetőségük van arra, hogy a vállalatuknak legmegfelelőbb forrást vegyék igénybe – legyen szó kezdeti tőkeigényről, vagy egy nagyobb beruházás finanszírozásáról. Ebben a fejezetben szeretném bemutatni azon lehetőségeket, amelyek szakirodalmi elhelyezkedésük és számos jellemzőjük alapján a tőke-alapú közösségi finanszírozással kapcsolatban állnak.



3. ábra: A közösségi finanszírozás fogalmi elhelyezkedése.  
Saját szerkesztés.

A 3. ábrán jól látható, hogy vállalkozások finanszírozását két csoportba oszthatjuk abból a szempontból, hogy saját vagy idegen források felhasználásával történik. Akkor beszélhetünk **belső finanszírozásról**, hogyha a vállalkozás a tőkeigényét, likviditási problémáinak kezelését saját forrásainak nagyobb hatékonyságú kihasználásával oldja meg. Ilyen lehet például azon eszközök értékesítése, amelyet a vállalat korábban nem használt, vagy nem használta ki kapacitásának teljes spektrumát. Belső finanszírozásnak számít a tulajdonosi hitel, a saját megtakarítások felhasználása, illetve a nyereség visszaforgatása.

**Külső finanszírozás** esetén egy a vállalaton kívüli magánszemély vagy szervezet nyújt forrást ellenérték fejében. Két fő külső forrás bevonására van lehetőség. Az egyik a hiteljellegű forrás: ebben az esetben a forrást nyújtó nem kap tulajdonosi jogosítványokat, viszont a vállalatnak visszafizetési kötelezettsége keletkezik. Az összeg visszafizetésén felül kamatfizetésre is kötelezett a hitelfelvevő. Tőkejellegű forrás igénybevétele esetén a finanszírozó tulajdonosi jogosítványokat kap, viszont a vállalkozás számára juttatott tőkét később nem vonja ki. Ennek a forrásnak is van költsége, mint például az osztalék – azonban a vállalkozás rossz pénzügyi helyzete, csődje esetén a hitelkamat visszafizetése továbbra is kötelező, míg a tulajdonosok csak az egyéb kötelezettségek rendezése után megmaradt összegre tarthatnak igényt.

A tőke-alapú közösségi finanszírozás tehát egy külső, tőkejellegű finanszírozás, mely magán hordozza a fent leírtak minden kézjegyét. Az ECF-en kívül azonban fontos megemlíteni még a hasonló finanszírozási céllal rendelkező szereplőket. Az első csoport az **informális befektetők**. Ez az úgynevezett 3F csoportja: a család (*family*), a barátok (*friends*), és a „bolondok” (*foolhardy investors*). Az informális befektetők definíciójukat tekintve olyan nem intézményi befektetők, akik pénzügyi forrást nyújtanak tőzsdén kívül jegyzett vállalkozások számára (Béza et al., 2013). A családi illetve baráti befektető azért lehet jó megoldás a kezdő vállalkozások számára, mert általában nincsen, vagy alacsony a hozamelvárásuk, a kölcsönnek tehát nincs költsége (kamata). A harmadik F-et más néven üzleti angyaloknak is nevezhetjük. Bár az üzleti angyalok is beleillenek a fenti informális befektetői definícióba, mégis olyannyira különböznek a családi-baráti befektetőktől, hogy érdemes külön csoportként kezelni őket.

Az **üzleti angyalok** (*business angels*) vagyonos, üzleti múlttal rendelkező magánszemélyek, általában volt (vagy jelenlegi) vállalkozók, akik nemcsak anyagi, hanem szellemi tőkét is fektetnek az általuk potenciálisnak, innovatívnak ítélt vállalkozásokba. Ők tehát a nagymértékű tőkejuttatás mellett a vállalkozás rendelkezésére bocsátják tapasztalataikat, kapcsolati tőkéjüket – új üzletfeleket és további befektetőket keresnek – segítenek a kezdő vállalkozóknak a döntéshozatalban, beleszólnak a stratégiai döntésekbe. (Wiltbank, 2009.) Elsődlegesen természetesen ők is befektetők: számukra is a legfontosabb a megfelelő profit realizálása, a lehető legkisebb kockázat mellett. Bár racionálisabban viselkednek, mint az informális befektetők többi csoportja, az angyaloknál megjelennek a hedonista és altruista motivációk is. A hedonista motiváció a saját boldogságuk elérését, az altruista pedig a másokon való segítséget tűzi ki célul. Például számukra a nyugdíj



időszaka alatt egy kellemes időtöltés, hobbi a kiváló kezdő vállalkozások felkarolása, másrészt pedig jó érzést nyújthat, hogy segíthetnek a fiatalokon vagy a helyi munkahelyteremtésben. A befektetni szándékozó üzleti angyalok és a tőkét kereső vállalkozások üzleti angyal hálózatok segítségével találhatnak egymásra, amelyek egyfajta információs csatornát képeznek a két fél között. Ezek a hálózatok folyamatosan információt biztosítanak az angyalnak az aktuális befektetési lehetőségekről. Segítségükkel az angyal anonimitásának megőrzése mellett tájékozódhat – egészen addig, amíg úgy nem dönt, hogy megkezdi a tárgyalásokat a vállalkozóval a befektetésről. Ekkor a hálózat segít a feleknek a kapcsolatfelvételen (Kosztópulosz – Makra, 2004).

Az üzleti angyalok tehát az informális befektetők elitjét képviselik, azonban kevés üzleti angyal folytat aktív befektetési tevékenységet, így erre a lehetőségre ritkán számíthatnak a tőkehiánnyal küzdő, induló vállalkozások.

A harmadik fő kategóriába tartoznak a **kockázati tőkebefektetők** (*venture capital* – kockázati tőke, továbbiakban VC). A kockázati tőkések intézményi befektetők, akik professzionális, erre szakosodott szervezeteken keresztül, a szervezet tőkéjét felhasználva fektetnek be a jelentős növekedést ígérő vállalkozásokba. Egyrészt abban különböznek az angyaloktól, hogy míg az előbbiek nem intézményesült formában fektetnek be, addig a kockázati tőkebefektetésre szigorú szabályozások vonatkoznak. A második nagy különbség, hogy míg az üzleti angyalok esetében a befektetési döntést meghozó és a tőke tulajdonosának személye egybeesik, addig a kockázati tőke-befektetőnél elkülönülnek egymástól. A kockázati tőke-alapba befektetők „olyan magán- és jogi személyek, akik hajlandóak magas kockázatot vállalni a magas hozam reményében” (Béza et al, 2013. 225. o.). A kockázati tőke-alapkezelő társaság pedig az előírásoknak megfelelően a lehető legprofesszionálisabb módon fekteti be a kockázati tőke-alap vagyont. Éppen ezért sokkal szigorúbbak ez utóbbi esetben a kiválasztási kritériumok, csak a legkiválóbbak, már bizonyos méretet elérők kaphatnak kockázati tőkét.

#### 1.4. Az ECF, az üzleti angyal és a kockázati tőke összehasonlítása

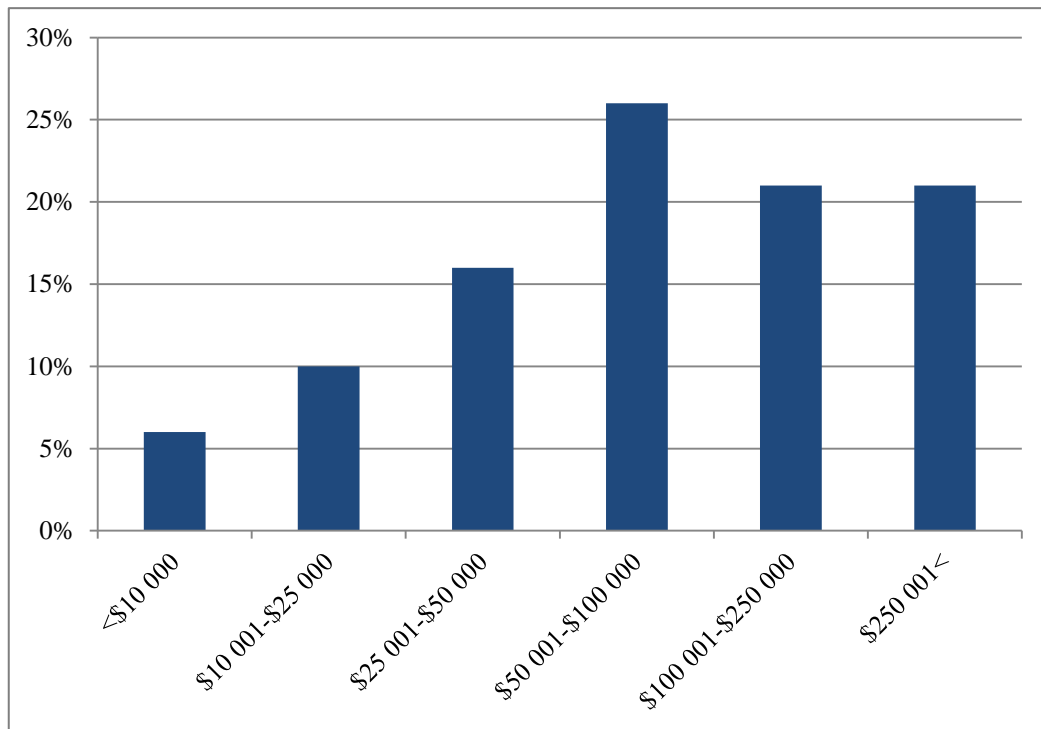
Az ECF jellemzőit tekintve a kockázati tőke-alapkezelő társaságok működéséhez és az üzleti angyalok befektetéseikhez hasonlít leginkább, ezért a következőkben ehhez a két tradicionális formához fogom hasonlítani számos szempont szerint. A másik oka, hogy ezt

a 3 modellt hasonlítom össze az, hogy méreteiket tekintve ezek a legjelentősebb finanszírozási formák a kezdő és növekedő vállalkozások tekintetében.

A tőke-alapú közösségi finanszírozás befektetőinek háttere nagyon diverzifikált, gyakran nem rendelkeznek megfelelő szakmai tudással befektetői döntésük meghozatalához. Az üzleti angyalok ehhez képest tapasztalt vállalkozók, a kockázati tőkések pedig általában egy kiváló szakemberekből álló csapat segítségével hozzák meg a befektetői döntést. Esetükben az is előfordulhat, hogy azon ágazat szakértőjét is alkalmazzák, amelyben a vizsgált vállalat működik (Wilson - Testoni, 2014).

Közös jellemzője az üzleti angyaloknak és a közösségileg befektetőknek, hogy saját pénzüket, tőkéjüket fektetik be, és kockáztatják annak elvesztését. A kockázati tőkések viszont az alapba befektetett pénzeket kezelik, ezáltal nem hárul rájuk közvetlenül a befektetés elvesztésének kockázata. Ehhez kapcsolódik a megbízásból adódó ügynök-megbízó probléma. Ez azt jelenti, hogy az ügynök információellátottsága lényegesen nagyobb, mint a befektetőké, viszont mégis ő kezeli a vagyont – tehát információs aszimmetria áll fenn. Amennyiben feltételezzük a gazdasági racionalitás meglétét, az ügynök a saját érdekeinek maximalizálására törekszik – akár a befektetők rovására is. Fontos megemlíteni, hogy nem csak a pénzt adó és kezelő között van információs aszimmetria, hanem a forrást adó és kapó között is: a vállalkozás mindig több információval rendelkezik saját életképességéről, mint a befektető. Az üzleti angyalok szakértelmükre hagyatkozva csökkenthetik ezt az aszimmetriát, a kockázati tőkések pedig rengeteg dokumentumot, beszámolót kérnek a kiszemelt vállalkozásoktól. Az ECF befektetői azonban csak azon dokumentumokhoz és adatokhoz férnek hozzá, amit a platform megad nekik – így a platformon múlik, hogy az információs aszimmetria milyen hangsúlyos a befektetésben.

Általánosságban kijelenthető, hogy a legmagasabb átlagos összeget a kockázati tőkések fektetik be (3-5 millió dollár), alattuk helyezkednek el az üzleti angyalok (25 000 és 500 000 dollár között), és a közösségi finanszírozás eszméjének megfelelően a platformokon keresztül befektetők egyéenként kismértékű befektetéseket eszközölnek – azonban ezek összegződve felvehetik a versenyt akár az üzleti angyalokkal is. A 4. ábra mutatja, hogy a vállalatok 21 százaléka több mint 250 000 dollárt volt képes összegyűjteni. A leggyakoribb összeg azonban 50 000 és 100 000 dollár között helyezkedik el: a vállalkozások több mint negyede részesült ekkora befektetésekben.



4. ábra: Az ECF befektetések mértéke vállalatonként.

Forrás: Wilson - Testoni (2014) 5. o.

Az üzleti angyalok a potenciális vállalatokat némely esetben saját kapcsolatokon keresztül, de gyakrabban üzleti angyal hálózatokon keresztül találják meg. Ezek után a vállalkozás helyzetének, eszközeinek, potenciáljának felmérését, tehát a cég átvilágítását (*due diligence*) maga az angyal végzi, saját képességei alapján, tapasztalatai segítségével. A kockázati tőkések folyamatosan keresik az újabb lehetőségeket, saját hálózatokat építettek ki a siker érdekében. Miután megtalálták a potenciális befektetési lehetőséget, a VC kezelő társaság szakértői végzik a cég átvilágítását, méghozzá rendkívül alaposan (Wilson - Testoni, 2014). A EFC befektetői általában önmaguk végzik a vállalat potenciáljának felmérését, illetve a nagyobb platformok megteszik ezt helyettük – természetesen kisebb hatékonysággal, mint a VC esetében – hogy ezzel is csökkenthessék a tőke-alapú közösségi finanszírozás legnagyobb kockázatát, az információs aszimmetriát.

Az elsődleges motivációja mind a három szereplőnek a profit, a pénzügyi megtérülés. A kockázati tőkés a lehető legmagasabb pénzügyi megtérülést kívánja realizálni, ezért a befektetés után nem hagyja magára a vállalkozást, igen aktívan beleszól a stratégiai döntésekbe, folyamaton beszámoltatással felügyeli a vállalkozás működését. Az üzleti angyal és az ECF befektetőinek azonban egyéb motivációi is vannak. Az üzleti angyal befektetők altruista és hedonista motivációi – ahogy az előző részben már említettem –

meghatározóak a befektetéskor. Jó érzéssel tölti el őket, hogy a fiataloknak átadhatják a tapasztalataikat. Az angyalok éppen ezért a részvények megvásárlása után segítik a vállalkozókat, mind stratégiai, mind operatív kérdésekben – angyaltól függően. Gyakori, hogy az angyal kapcsolati hálójára alapozva a vállalkozás új befektetőket talál. Az online platformon befektetők nagyon sokféle háttérrel rendelkeznek, ezért egyéntől függőek mind a motivációik, mint a befektetés utáni kapcsolatuk a céggel. Általánosságban azonban elmondható, hogy csak azokat a vállalkozásokat támogatják, amelyekkel valamilyen érzelmi tekintetben is képesek azonosulni. A befektetés után vannak, akik segítik a vállalkozást az ötleteikkel – főként azok, akik nagyobb összeget fektettek be – és természetesen vannak olyanok is, akik nem vállalnak ilyen aktív szerepet - és ők vannak többségben.

A szektorpreferencia eltérően jelenik meg a három modellnél. Az üzleti angyalok általában ugyanazon ágazatban működő kezdő vállalkozásokba fektetnek, amelyben az angyaloknak már van tapasztalatuk. A kockázati tőkések a magas növekedési potenciálú szektorokat választják: gyakran koncentrálnak például technológiai vállalkozásokra, amelyek bár nagyobb kockázattal járnak, nagyobb megtérülést is biztosítanak (Wilson - Testoni, 2014). Főként a kezdő, és növekedő fázisban lévő vállalatokat finanszírozzák. A közösségi finanszírozásban nem figyelhetők meg preferenciák az iparágak területén. Az ő finanszírozásuknak általában az ötlettől a megvalósulásig, a vállalat valódi működésének elindulásáig van szerepe (Béza et al., 2013).

A befektetések földrajzi szóródására a lokalizáció a jellemző: a befektető általában az azonos városban vagy régióban lévő befektetési lehetőségeket preferálja. Az üzleti angyalok az saját régióikat részesítik előnyben, a kockázati tőkések pedig nemzeti, esetleg pár országon átívelő nemzetközi hálózatokkal rendelkeznek, így nekik már messzebbre eljuthat a tőkéjük. Mégsem annyira messze, mint a közösségi befektetőknek: Agrawal et al. (2011) megmutatta, hogy az ECF platformon a befektető és a vállalkozó közötti távolság átlagosan körülbelül 3 000 mérföld (4 828 km). A tanulmány alapján a befektetett tőke csupán 13,5 százaléka maradt 50 kilométeres körzeten belül.

A fent leírtak összefoglalása látható a 2. táblázatban.

Szempont	Üzleti angyalok	Kockázati tőkések	Tőke-alapú közösségi finanszírozás
Befektetés célcsoportja	innovatív, magas növekedési potenciálú, ambiciózus cég	kiugróan magas növekedési potenciálú cégek, szupersztárok	korlátozott növekedésű, innovatív ötletű kezdő cégek
Befektetői háttér	korábbi tapasztalt vállalkozók	pénzügyi, professzionális csapat, gyakran ágazati szakértővel	különböző háttérűek, gyakran vállalkozói tapasztalat nélkül
Befektetési mód	saját tőke befektetése	a kezelő által kezelt alap befektetése	saját tőke befektetése
Összeg	relatív magas	igen magas	egyenként alacsony, összességében magasabb
Befektetés tárgya	általános részvények	elsőbbbségi részvények	általános részvények
Csatorna	üzleti angyal hálózatokon keresztül	saját hálózatokon és proaktív kereséssel keresztül	internetes platformokon keresztül
Cég átvilágítása (due diligence)	saját tapasztalat alapján, üzleti angyal által végzett	VC dolgozói által végzett, néha külső cég segítségével	a platform vagy az egyén által végzett
Elsődleges motiváció	profit, altruizmus, hedonizmus	magas profit	pénzügyi megtérülés fontos, de nem az egyedüli motiváció
Szektorális preferencia	egyedi szakmai tapasztalat mentén	magas növekedési potenciálú szektorok	nincsen szektorpreferencia
Preferált életciklus	kezdő vállalkozásba fektet	kezdő és növekedési fázis	kezdő fázis, ötlettől a megvalósításig
Földrajzi jellemzők	a befektetések nagy része helyi	nemzeti és nemzetközi kiterjedtség, helyi partnerekkel	nagyobb távolságok a befektető és a vállalat között
További támogatás	aktív, operatív segítség	aktív, stratégiai segítség	egyéntől függ, de alapvetően passzív részvétel

2. táblázat: Az ECF összehasonlítása az üzleti angyalokkal és a VC-vel. Saját szerkesztés.

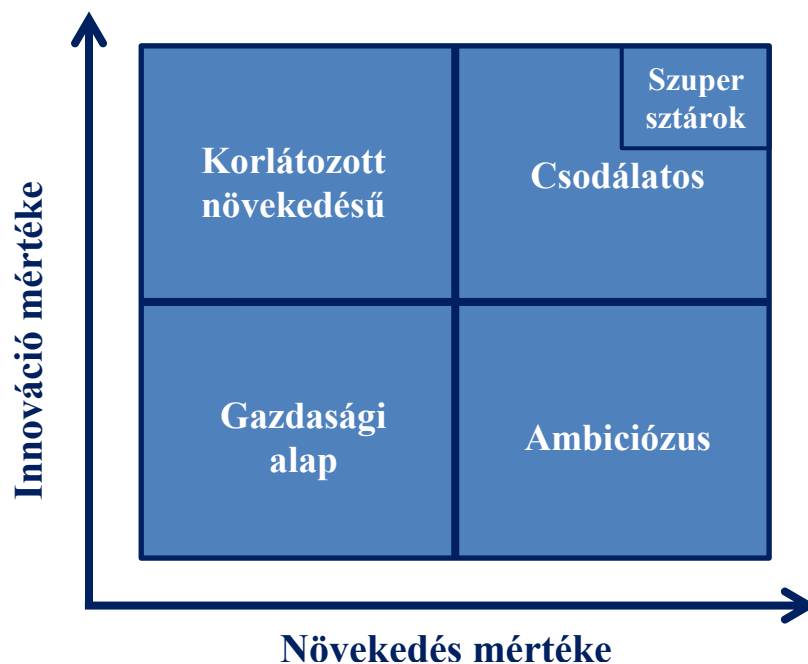
Forrás: Béza et al. (2013) és Wilson - Testoni (2014)

A ECF tehát ezen már létező formák mellett helyezkedik el elméleti és gyakorlati szempontból is. Jogos lehet a kérdés, hogyha ennyi lehetősége van az induló vállalkozásoknak a kezdő tőkeigényük fedezésére, mi hívott életre egy újabb finanszírozási módot, a tőke-alapú közösségi finanszírozást? Erre a kérdésre keresem a választ a következő fejezetben.

## 1.5. A tőke-alapú közösségi finanszírozás kialakulása

A tőkejellegű finanszírozási formák – amilyen az ECF is – vizsgálatánál fontos megemlíteni, hogy a kezdő vállalkozások tőkéjének jelentős hányadát az alapítók és tulajdonosok által a vállalkozás rendelkezésére bocsátott tőke teszi ki. Számos esetben előfordul azonban, hogy az alapítók nem tudják teljes mértékben finanszírozni az indulást, banki hitelre pedig az elégtelen fedezetek és a nagy kockázat miatt nem sok esélyük van. (Béza et al., 2013). Milyen lehetőségeik vannak tehát ezeknek az induló, tőkehiányos vállalkozásoknak?

Ahhoz, hogy a feltett kérdés megválaszolható legyen, először fontos tisztázni, hogy nem lehet bármilyen forrást bármilyen vállalatnál sikeresen alkalmazni, ezért érdemes megtekinteni az 5. ábrán a vállalkozások életében megjelenő **innováció** illetve **növekedés mértéke** szerinti csoportosítást. Ezt a fajta csoportosítást alkalmazta Dr. Csubák Tibor Krisztián és Dr. Szerb László is 2013-ban – céljuk a különböző tőkejellegű finanszírozási formák alkalmazhatóságának bemutatása volt, különböző innovációjú és növekedésű vállalatoknál. Ők nem az ECF-et kívánták összehasonlítani a többi finanszírozási formával – lásd: 1.3. fejezet – hanem a közösségi finanszírozás egészét. Az általuk alkalmazott vállalati csoportosítást én most annak a finanszírozási résznek a bemutatására használom fel, amelyet az ECF képes lehet kitölteni.



5. ábra: A vállalkozások csoportosítása innováció és növekedés szerint.  
Forrás: Béza et al., 2013, 212. o.

A minimális innovációt végrehajtó, és nem növekedő vállalkozások tartoztak a **gazdasági alap** csoportba. Ezen vállalkozások csupán egy megélhetési formaként funkcionálnak, a vállalkozó nem akarja, vagy nem tudja kiteljesíteni a vállalkozói tudatát, nem mer kockázatot vállalni. A gazdasági alap tökéletesen ellentétei a **csodálatos** vállalkozások. Ezek azok, amelyek megfelelnek a vállalkozásokkal szemben támasztott alapelveknek és eszméknek. A vállalkozás mindennapjaiba tartozik a folyamatos innováció, a növekedés pedig szintén folytonos, és a vezetőség által megkövetelt. A két véglet között helyezkednek el az alacsony innovációval, ám magas növekedéssel bíró **ambiciózus** cégek. Ezen cégek általában valamilyen tömegtermék gyártásával foglalkoznak, amelyek nem igényelnek kreativitást, innovációt. A negyedik kategória a **korlátozott növekedésű** cégek. Ide tartozhatnak azok, akik valamilyen egyedi terméket vagy szolgáltatást adnak a piacnak, és gyakran alacsony a velük szemben támasztott kereslet (Béza et. al, 2013).

A csoportok eltérő finanszírozást igényelnek, illetve kapnak. Az előző fejezetben említett informális befektetői csoport (a család és a barátok – az üzleti angyalokat a továbbiakban is külön csoportként kezelem) mindegyik vállalkozás (gazdasági alap, csodálatos, ambiciózus, korlátozott növekedésű) forrásigényét fedezheti az indulásnál, illetve a későbbi nehézségek áthidalásánál. Ezzel a csoporttal csupán annyi a probléma, hogy sokan nem rendelkeznek elég vagyonos családi, baráti háttérrel, illetve vannak olyan mértékű befektetések (főként a késői fejlődés, érettség időszakában), amelyeket ők már nem tudnak finanszírozni. Az üzleti angyalok csupán az innovatív vállalkozásokat támogatják, azokat, amelyekben látnak fantáziát, növekedési potenciált, tehát ők csupán a csodálatos vállalkozások közül válogatnak. A kockázati tőkebefektetők a korábbiakban említett módon, nagyon szigorúan választják ki a szervezetet, amelybe befektetnek, így ők szintén a csodálatos vállalkozásokat támogatják – sőt azok közül is csak a legkiválóbbakat, az úgynevezett „szuper sztárokat”.

Mi marad tehát a korlátozott növekedésű, illetve az ambiciózus vállalkozások számára? Mit tehet az, aki nem rendelkezik megfelelő családi háttérrel vállalkozásának elindításához?

Választhatja a tőke-alapú közösségi finanszírozást.

## 2. A tőke-alapú közösségi finanszírozásról

Az előző fejezetekben több oldalról is megvilágításba került a tőke-alapú közösségi finanszírozás. Láthattuk a teljes közösségi finanszírozás legkisebb szegleteként a népszerűbb modellekkkel összehasonlítva, majd megismerhettük a külső, tőkejellegű finanszírozás egy forradalmi újdonságaként is.

Ebben a fejezetben az eddigi jellemzőket összeszedve és új aspektusokkal bővítve kívánom felvázolni a tőke-alapú közösségi finanszírozás jelenségét, jelenlegi helyzetét, előnyeit és kockázatait, valamint jogszabályi hátterét.

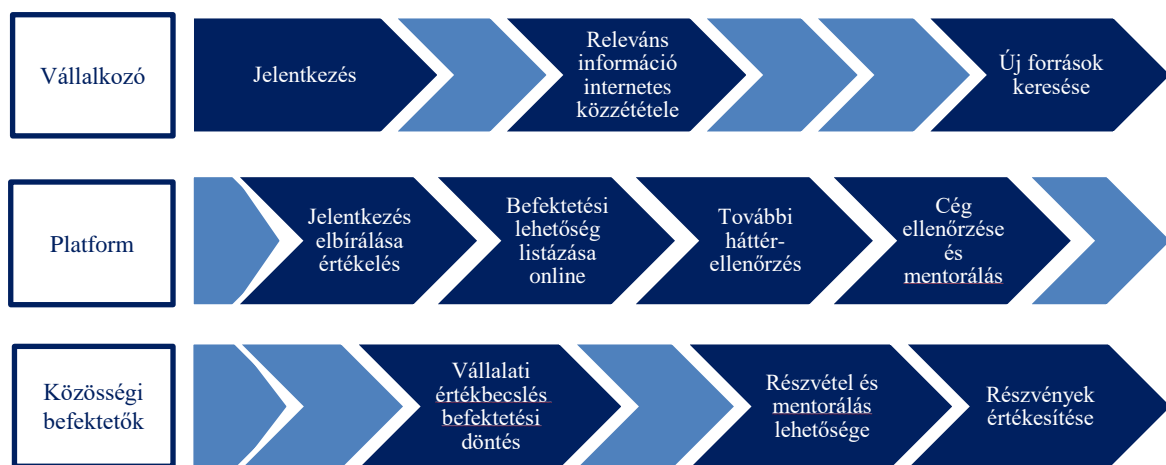
### 2.1. A tőke-alapú közösségi finanszírozás definíciója és mechanizmusa

A **tőke-alapú közösségi finanszírozás** egy olyan folyamat, mely során egy szervezet tulajdonának egy meghatározott hányadát részvények formájában nyílt eladásra kínálja fel, egy erre szakosodott internetes platformon keresztül. A részvények megvásárlásával a befektetők szert tesznek egy adott mértékű tulajdonrészre, és igényt tarthatnak a vállalkozás jövőbeni pénzáramainak meghatározott hányadára (Kuti - Madarász, 2014).

**Mechanizmusa** (6. ábra) egyszerűbb a tradicionális finanszírozási formákhoz képest. A finanszírozást kereső vállalkozásnak először is ki kell választania egy ECF platformot, amelyre már viszonylag sok lehetősége van. Ezután következik a regisztráció és a jelentkezés. A vállalkozásnak különböző adatokat kell szolgáltatni a platform számára pénzügyi helyzetének felmérése érdekében. Ilyen például egy rövid termék-, vagy szolgáltatásismertető, célpiac meghatározása, versenytársak vázolósa, üzleti modell, vagy a jövőbeni várható bevételek – tehát egy egyszerűsített üzleti tervet kell készíteniük. Fontos meghatározniuk, hogy pontosan mekkora tőkére van szükségük, és milyen célból, illetve a tőkésért cserébe mekkora tulajdonrészt ajánlanak fel. Ezek után a portál megvizsgálja a jelentkezést – és amennyiben népszerű, nagyobb oldalról van szó – elvégzi a cég átvilágítását és pénzügyi értékelését (*due diligence*). Megbecsüli a vállalkozás befektetés előtti értékét (*pre-money valuation*). Amennyiben a portál befektetésre értékesnek találja a vállalkozást, felkerül a portálra a többi befektetési lehetőség közé. A projekt oldalán



rendszerint található egy promóciós videó, leírás a termékről, vagy szolgáltatásról és listázzák az eddigi befektetőket, illetve az általuk befektetett összeget. Gyakran a vállalkozás alapítói, jelenlegi tulajdonosai is személyesen bemutatkoznak, hogy ezzel is növeljék a bizalmat a befektetőkben. A forrás összegyűjtésére meghatározott ideje van a vállalkozásoknak. A finanszírozók által befektetett összeg nagysága egyénileg különbözik, de a platformok általában meghatároznak egy minimum összeget 1000 dollár körül. A felső határ természetesen a finanszírozási igény nagysága, így akár egyetlen egy befektető is felvásárolhatja a felajánlott tulajdonosi hányadot (Regöci, 2013). Gyakran előfordul, hogy a befektetés után a platform mentorálja és ellenőrzi a vállalkozást – főként abban az esetben, hogyha engedélyezett a platformon a túlf finanszírozás (*overfunding*). Ilyenkor a célként megjelölt összegem felül is fogadhat be tőkét a vállalkozás. A befektető a befektetési döntés meghozatala során egyéni megítélése alapján részt vehet a vállalkozás életében, és segítheti, mentorálhatja azt. A folyamat lezárásaként a vállalkozás új finanszírozási forma után nézhet, a befektető pedig – ideális esetben – eladhatja a megvásárolt részvényeit egy másik befektetőnek.



6. ábra: Az ECF befektetés állomásai és folyamata.

Forrás: Wilson - Testoni, 2014.

A platformok profitorientált szervezetek (Agrawal et al., 2013), ezért az összegyűjtött tőke általában 5-10 százalékát számolják fel a vállalkozásoknak, és néhány oldal esetében az is előfordul, hogy egy előre rögzített, még a gyűjtés megkezdése előtt kifizetendő díjra kötelezik őket. Olyan oldalak is vannak, amelyek a befektetőktől is levonnak egy bizonyos összeget: ez lehet a befektetett tőke százalékában, vagy a befektetéssel elért profit százalékában meghatározott. (Wilson - Testoni, 2014).

A felvázolt mechanizmus természetesen általánosan megfogalmazott, egyes platformok gyakorlata vagy a befektetők viselkedése eltérhet ettől.

## 2.2. Az ECF szereplőit motiváló tényezők

**Motivációikat** illetően az ECF befektetők eltérnek az egyéb közösségi finanszírozási modellek befektetőitől. Cholakova és Clarysse 2015-ben vizsgálta ezeket a motivációkat. Feltételezésük szerint „A külső, pénzügyi motiváció (a befektetés megtérülése) a tőke-alapú közösségi finanszírozási platformon erősebb determinációja lesz a befektetési döntéseknek, mint a belső, nem pénzügyi motiváció (a másokon való segítség, a közösséghez tartozás, a másokba vetett bizalom).” (Cholakova - Clarysse, 2015). Eredményeik alátámasztották a hipotézist – a belső, azaz nem pénzügyi motivációk általában nem játszanak szignifikáns szerepet a döntés meghozatalakor, viszont a pénzügyi megtérülés mértéke annál inkább. A legnagyobb brit ECF platform, a Seedrs 2013-as felmérése szerint azonban 3 fő motiváció van jelen a befektetési döntésnél: az új vállalkozások sikeres indulásának elősegítése; az adókedvezmények kiaknázása; és a számottevő pénzügyi megtérülés elérése.

A többi szereplő motivációja nem ennyire rétegelt: a vállalkozás általában azért választja az ECF-et, mert más finanszírozási forrás nem érhető el a számára, vagy így akarja megtartani az abszolút vezető szerepet a vállalkozáson belül – hiszen például a kockázati tőkések vagy az angyalok gyakran beleszólnak a döntéshozatalba; a platform fő motivációja pedig a profitszerzés.

## 2.3. A tőke-alapú közösségi finanszírozás előnyei és kockázatai

A tőke-alapú közösségi finanszírozást sok vállalkozás választja kezdő tőkehiányának fedezésére annak előnyei miatt, viszont sokan utolsó lehetőségként tekintenek rá – csak abban az esetben, ha más forrást nem találnak – súlyos kockázatai miatt. Ebben a részben kifejtésre kerülnek az említett előnyök és kockázatok.

### ELŐNYÖK

A vállalkozás számára bizonyos előnyökkel járhat, ha interneten keresztül gyűjti össze az induláshoz, vagy növekedéshez szükséges forrást.

Alapvetően elsődleges szempont, hogy a vállalkozók **olcsóbban** juthatnak tőkéhez. Ennek fő oka, hogy az interneten keresztül sokkal könnyebben – így kevésbé költségesen – találhatóak egymásra a befektetést keresők és a befektetni vágyók, illetve lényegesen kevesebb adminisztrációval jár a tőke közösségi finanszírozásának igénylése: a dokumentumok, szolgáltatandó adatok, üzleti tervek elkészítése sokkal kevesebb utánajárást igényel, mint a tradicionális finanszírozási formák esetében. Az tőkéhez való hozzáférés azért is jár kevesebb költséggel, mert a részvényt kibocsátóknak sokkal kevesebb előírásnak kell megfelelniük, kevesebb beszámolási kötelezettségük van – ez természetesen a befektetők védelmét gyengítő jellemző, így kizárólag a vállalkozásoknak jár előnnyel.

Előnyként jelölhető meg, hogy a tradicionális finanszírozással ellentétben a közösségi finanszírozásra **nem jellemző a földrajzi összpontosítottság**. Agrawal et al. a Sellabanden (az első zenei közösségi finanszírozási oldalon) végzett kutatása alapján (2011) a befektetések több, mint 86 százaléka 60 mérföldnél távolabbról érkezett, és a befektető valamint a vállalkozás közötti átlagos távolság 3 000 mérföld volt. A függelékben található első térképen (1. melléklet) láthatóak a kutatásban résztvevő vállalatok, a második térképen (2. melléklet) pedig a finanszírozásukban részt vett befektetők. Ez pozitívum a vállalkozások számára, hiszen sokkal nagyobb területről – akár az egész világról – gyűjthetnek forrást, ellentétben azzal, ha a tradicionális finanszírozási formák egyikét választják.

Fontos előnyben van az ECF a tradicionális finanszírozási formákkal szemben, mert a cég már a fejlesztési szakaszban **közvetlenül érintkezhet** a potenciális fogyasztókkal – és

mindezt alacsony költségekkel teheti. A potenciális fogyasztók az ECF esetében a befektetők, akik a potenciális piaci kereslettel és a preferenciákkal kapcsolatosan szolgáltatnak adatot a vállalkozóknak. Az indulás marketingköltségeit így igen nagymértékben lecsökkentik. (Wilson - Testoni, 2013)

A közvetlen kapcsolat nemcsak a marketingköltségeket csökkenti, hanem a bukás lehetőségét is. Ugyanis minél hamarabb megismerik a **valós fogyasztói preferenciákat**, annál jobban képesek a terméket vagy szolgáltatás ezen igényekhez igazítani, és annál kisebb a valószínűsége, hogy egy kereslet nélküli terméket vagy szolgáltatást kínálnak majd a piacnak.

A tőke-alapú közösségi finanszírozás fontos a tudománynak is. Az interneten kötött ügyletek ugyanis **adatokat** hagynak maguk után, amelyek mind a befektetők, mint a vállalkozók elemzésének fontos alapjai lehetnek. Míg a kockázati tőke-befektetések és az angyal-befektetések nagy része titkosított, az ECF ügyletekkel kapcsolatos adatok nagyobb hányada hozzáférhető – természetesen a platformtól függően. Ez nemcsak a közgazdasági elemzéseknek szolgáltat segítséget, hanem maguknak a platformoknak is. A saját elemzéseik segítségével képesek lehetnek egyre illeszkedőbb befektető-vállalkozó párosítás kialakítására, illetve a vállalkozások maximalizálhatják a korrelációt a tömeg (*crowd*) és a termék iránti kereslet között – így hasznot húzhatnak az úgynevezett „big data” jelenségből (Agrawal et al., 2013).

A befektetők előnyei eddig nem kerültek említésre, ugyanis ebből van a legkevesebb. Ide tartozik azonban, hogy az átlagember is **befektetési lehetőséget** kaphat (Agrawal et al., 2013), hiszen viszonylag kis összeget kell csak befektetnie. Tagja lehet egy **közösségnek**, átérzheti, milyen lehet egy vállalkozást elindítani, ezzel növekedhet az általános vállalkozói kedv.

Sajnos azonban a befektetők számára több hátránnyal és nagy kockázattal jár a közösségi finanszírozás, mint előnnyel: ezeket a következő részben veszem számon.

## KOCKÁZATOK

A tőke-alapú közösségi finanszírozás egy nagyon új finanszírozási forma, ezért szabályozási háttere még kiforratlan, sok a tisztázatlan kérdés. A VC befektetéseket és a tőzsdéi részvénykibocsátásokat nem véletlenül veszi körül ilyen szigorú szabályozási környezet: céljuk főként a befektető védelme, azonban biztonságot nyújtanak a vállalkozásnak is. Ezek hiányában azonban az ECF szolgáltatásban hangsúlyosan jelen van

az **információs aszimmetria** – a vállalkozók több információval rendelkeznek a kockázatokról, mint a befektetők; ez pedig sok veszély forrása. A főként keretszerű szabályozások sajnos nem elegendők az átláthatóság növeléséhez. A kockázatok másik fő forrása a **befektetők tapasztalatlansága**, befektetői szakértelmük hiánya.

#### BESZÁMOLÁSI KÖTELEZETTSÉG

Bár sokkal kevésbé szigorú előírások vonatkoznak az internetes részvénykibocsátásra, a legtöbb ECF platform elvárja, hogy a részvényt kibocsátó szervezet bemutatkozással, kész üzleti tervvel lépjen a nyilvánosság elé. Innovatív ötletüket tehát még annak megvalósítása előtt nyilvánosságra kell hozniuk, így nagymértékben ki vannak téve a **másolás** veszélyének.

Sokan úgy gondolják azonban, hogy a beszámolási kötelezettség túl kevés ahhoz, hogy valóban védje a befektetők érdekeit, és szigorítani kell a szabályokon (Dorff, 2013).

#### A KOCKÁZAT ÉRTÉKELÉSE

A közösségi befektetők általában tapasztalatlanok a befektetések területén, ezért nem képesek felmérni, hogy milyen óriási kockázattal járhat egy kezdő vállalkozásba fektetni. Kijelentésem alátámasztására Robert Wiltbank kutatását hívom segítségül (Wiltbank, 2009), amely bár üzleti angyal befektetőkre terjedt ki, mégis jól mintázza a kezdő tőkebefektetések kockázatát. Az Egyesült Államokban a befektetések 10 százaléka hordozza az összes pozitív megtérülés 75 százalékát, és a befektetések 52 százaléka veszteséges volt. Az Egyesült Királyságban még nagyobb arányban, 56 százalékban végeztek veszteséges befektetéseket. A brit angyalok megtérülésének 80 százalékát az összes befektetésük felső 9 százaléka produkálta (Dorff, 2013). Az angyalok esetében tehát a kis számú magas megtérülés ellensúlyozta a nagy számmal előforduló veszteségeket. A közösségi finanszírozásban résztvevő befektetők számára azonban ez a lehetőség nem adott, hiszen kis mértékű befektetéseikkel alacsony valószínűséggel tehetnek szert nagy profitra.

#### A CÉG ÁTVILÁGÍTÁSÁNAK KÖLTSÉGEI, CSORDASZELLEM

A befektetők tapasztalatlanságából ered az is, hogy nem képesek egyéb, angyalok, vagy kockázati tőkések által folytatott stratégiák elvégzésére, amelyek biztosíthatják számukra a megfelelő megtérülést. Ilyen stratégia például a **cég átvilágításának** elvégzése (*due*

*diligence*). Számítások alátámasztják, hogy a cég átvilágítása szignifikánsan determinálja a befektetés pozitív megtérülését (Wilson - Testoni, 2014). Az ECF befektetők azonban általában nem rendelkeznek a megfelelő szaktudással a vállalkozás értékének megbecslésére, a cég átvilágításához szükséges képességekre. Amennyiben mégis rendelkeznének az ehhez szükséges tapasztalatokkal, akkor sem biztos, hogy elvégeznék az alapos, sok időt, pénzt és erőforrást igénylő feladatot, ugyanis nem érné meg nekik. A vállalati értékbecslés költségei olyan magasra rúgnának, hogy az általuk eszközölt kis befektetések még kisebb profitja nem fedezné azokat. (Wilson - Testoni, 2014). A közösségi befektetőkre ezért gyakorta jellemző, hogy az általuk végzett „értékelést” nagymértékben a **csordaszellem** (*herding behavior*) befolyásolja. Ez azt jelenti, hogy minél nagyobb az összegyűjtött tőke, és minél több befektető áll a vállalkozás mögött, annál jobban nő a befektetési hajlandóság. A közösség tehát bízik a tömeg bölcsességében, úgy gondolja, ilyen sok ember nem tévedhet – biztosan jó minőségű az adott befektetés. Agrawal et al. 2011-ben a Sellaband (brit közösségi finanszírozási oldal) végzett kutatása alapján a befektetők kétszer nagyobb valószínűséggel fektettek be azon vállalkozásokba, amelyek már finanszírozási céljuk 80 százalékát elérték, mint azokba, amelyek csak 20 százalékot.

#### A PORTFÓLIÓKÉPZÉS HIÁNYA

Másik védelmi stratégia, hogy a szakértők befektetési **portfólió képzésével** minimalizálják kockázatukat. Bár az ECF platformok leegyszerűsítették a befektetési lehetőségek közötti böngészést, a közösségi befektetőknek – ha egyáltalán ismerik a portfólióképzés fontosságát – továbbra sem racionális számos befektetési lehetőség értékelését elvégezni. Emiatt a portfólióképző befektetők akár rosszabb döntést is hozhatnak, mert az értékeléssel járó magas költségek nem fedezik a diverzifikációból származó előnyöket. (Dorff, 2013).

#### MENEDZSMENT PROBLÉMÁK

A befektetők tapasztalatlansága a tőkét igénybevevő vállalkozónak is kárára lehet. Az üzleti angyalok és a kockázati tőkések a befektetés után is sokat tesznek a vállalat sikerességéért és ezáltal a magasabb megtérülés eléréseért úgy, hogy aktív menedzsmenttel, folyamatos ellenőrzéssel (*monitoring*), stratégiai döntésekkel folyamatosan részt vesznek a vállalkozás életében. A közösség befektetői azonban

általában nem rendelkeznek megfelelő szaktudással ahhoz, hogy segíthessenek a vállalat vezetőinek az elindulásban.

Amennyiben mégis képesek lennének szakmai értelemben egyengetni az induló vállalkozás útját, akkor sem valószínű, hogy megtennék. Ennek oka ismét a befektetések és azok megtérülésének kis mértékére vezethető vissza. A közösségi befektetőknek nincsen indítékuk aktívan támogatni a vállalkozást, mert a megtérülésük alacsonyabb, mint a támogatással járó költségek (Agrawal et al., 2013).

A menedzsment problémák a vállalkozás életében is megjelennek. Amennyiben a nem racionális viselkedést választva a befektetők mégis az aktív részvételt választják, egy kezdő vállalkozásnak roppant nagy megterhelést jelentene az aktív kapcsolattartás több száz befektetővel. Az egyik szoftver-fejlesztő cég, amely közösségi finanszírozásban vett részt, azt nyilatkozta: „Annyira lefoglalt minket az e-mailekre válaszolgatás és a póló-készítés, hogy a fejlesztőinknek kevés ideje maradt a szoftver fejlesztésére.” (Agrawal et al., 2011).

#### STANDARDIZÁLT SZERZŐDÉSEK

Az ECF platformok általában standardizált szerződéseket szolgáltatnak összes befektetőjük számára, pedig a kezdő vállalkozások finanszírozása során gyakran van szükség személyre szabott szerződésekre a befektetők védelmének érdekében. Példának okáért, az üzleti angyalok vagy a VC kezelő társaságok gyakran alkalmaznak például hígítás (*dilution*) elleni kikötéseket vagy az olyan jogokat a szerződéseikben, amelyek lehetővé teszik a kisebbségi részvénytulajdonosoknak részvényeik értékesítését a többségi tulajdonosok részvény-eladásával azonos feltételekkel (*tag-along rights*). A hígítás (*dilution*) az eredetileg megvásárolt tulajdonrész csökkenését jelenti. Ez úgy történhet meg, hogy a kezdeti befektetők adott mennyiségű részvény megvásárlásával adott mértékű tulajdonrészre tesznek szert. Mivel azonban a kezdeti vállalkozásnak egykörös finanszírozás általában nem elegendő, más finanszírozási források után kell néznie. Az új vásárlók általában nem az alapítók tulajdonrészéből kapnak, hanem újabb részvények kibocsátására kerül sor. Ahogy nő a részvények száma, úgy csökken az egy részvényre jutó tulajdonrész, és így az elsőkörös finanszírozásban eredetileg megvásárolt adott darabszámú részvény kisebb tulajdonrészt biztosít a befektetőknek (Dorff, 2013).

A standardizált szerződések az ehhez hasonló kikötéseket nem teszik lehetővé, ezért a tapasztalatlan közösségi befektetők képtelenek megvédeni az érdekeiket.

## FÖLDRAJZI TÁVOLSÁG

Bár az ECF pozitívuma, hogy feloldja a befektetések túlzott lokalizációját (Agrawal et al., 2011), a befektetők és a vállalkozás közötti nagy távolságok hátrányokkal is járhatnak. Mivel a folyamatos ellenőrzéshez (*monitoring*) fontos a személyes kapcsolattartás, ezért a földrajzi távolság miatt ennek hiányában tovább erősödhet az információs aszimmetria. A kevés interakció csökkenti annak a kockázatát, hogy – amennyiben a vállalkozó nem megfelelően képviseli a befektetők érdekeit, hanem a saját hasznosságát akarja maximalizálni és szélsőséges esetben csaláshoz folyamodik – rossz hírnevet kapjon a cég. Az olyan internetes piacokon, mint például az Ebay, ez nem jelentene problémát, hiszen a fogyasztóktól érkező negatív visszajelzések (*feedback*) alapján kizárhatják őket az oldalról. Az ECF finanszírozás azonban gyakorta csak egyszer fordul elő egy vállalkozás életében, ezért a motiváció, hogy helyesen viselkedjenek, sokkal alacsonyabb – és ez csaláshoz (*fraud*) is vezethet. (Wilson - Testoni, 2014).

## KILÉPÉS

A tőke-befektetések esetleges megtérülésére gyakran 5-10 évet is kell várniuk a befektetőknek, főként az ECF világában, ahol a befektetők nem nyújtanak segítséget stratégiai kérdésekben a vállalkozóknak. Ráadásul a tőke-jellegű befektetések hosszú távú, nehezen likvidálható pénzügyi eszközöknek tekinthetők, így értékesítésük sem egyszerű. Ahhoz, hogy egy tőke-jellegű befektetés megfelelő megtérülést biztosítson a befektetőknek, pozitív kilépésre (*exitre*) van szükség, mely történhet tőzsdei kereskedéssel, nyilvános kibocsátáson keresztül (IPO: *initial public offering*), vagy összeolvadás és felvásárlás (M&A: *merger and acquisition*) segítségével. Ezek a pozitív kilépések azonban nagyon ritkák: 2012-ben a VC kilépések 15 százaléka történt tőzsdei értékesítésen keresztül, és csupán 5 százaléka volt IPO. (Wilson - Testoni, 2014). A kockázati tőkések a pozitív végkifejletért már a befektetés pillanatától keményen dolgoznak, részletes stratégiát visznek végig hosszú távon keresztül. A közösségi finanszírozóknak ilyen szintű kontrollra nincsen lehetőségük tapasztalatlanságuk, vagy éppen a standard szerződések miatt.

Összességében a vállalkozások szemszögéből főként a nyilvános beszámolók és a magas menedzsment költségek miatt kockázatosabb az ECF. A befektetők számára pedig a kockázatok alulbecslése; a nem megfelelő befektetés előtti mérlegelés; a költséges portfólióképzés hiánya; a standard, gyenge érdekvédelmi erővel rendelkező szerződések; a befektetés utáni aktív részvétel hiánya és a földrajzi távolságok miatt az ECF nagyobb



kockázatu befektetésnek minősíthető, mint a VC vagy akár az üzleti angyal befektetések. A felsorolt szempontok mind hozzájárulnak az információs aszimmetria hangsúlyos jelenlétéhez, ami a potenciális csalók kedvelt színterévé teheti a tőke-alapú közösségi finanszírozást.

A fenti problémák megoldására mind a platformok, a befektetők és a törvényhozói szervek is tettek lépéseket, melyekről dolgozatom következő részében lesz szó.

## 2.4. Az ECF kockázatát csökkentő lehetőségek

Az ECF lényegesen kockázatosabb, mint az egyéb, korai fázisú vállalkozások finanszírozását célzó formák, ezért, hogy a befektetők kárpótolva legyenek a magasabb kockázatért, csak alacsonyabb árat hajlandóak megfizetni adott tulajdonrészért. Ezzel azonban a valóban minőségi vállalkozások értékét is alulárazzák, emiatt ők elfordulnak a közösségi finanszírozástól. Ezek után pedig csak az alacsony minőségű vállalkozások folyamodnak majd a tőke-alapú közösségi finanszírozáshoz, míg a magas minőségű, valóban életképes vállalkozások továbbra is a biztonságosabb angyal befektetőket vagy VC kezelő társaságokat keresik majd. (Agrawal et al., 2013).

A fent leírt bajjós jövő elkerülése érdekében az ECF-et kínáló platformok, és többek között az Európai Unió (EU) valamint az Amerikai Egyesült Államok (USA) törvényhozói szervei nagy hangsúlyt fektettek kedvező, ámde szigorú környezet kialakítására. A befektetők sem tétlenkedtek: szindikátusokat alapítottak önmaguk védelmére.

### A PLATFORMOK INTÉZKEDÉSEI

A tőke-alapú közösségi finanszírozási platformok között folyó nagy verseny arra készítette az iparágat, hogy minél innovatívabb és biztonságosabb megoldást kínáljanak az ECF kockázatainak csökkentésére. Három fő megközelítés alakult ki napjainkig.

1. A platformok aktív **közvetítőként** lépnek fel a befektetők védelmének érdekében: elvégzik a cég átvilágítását (*due diligence*) és a további folyamatos cégellenőrzéseket (*monitoring*). Vannak olyan platformok is, amelyek menedzsment funkciókat is betöltenek, és segítik a vállalkozások elindulását – továbbra is a befektetők érdekeit képviselve (Wilson - Testoni, 2014).

2. Vannak olyan platformok, amelyek a tömeg, a közösség korlátozásával érik el a nagyobb biztonságot. Ők csak egy kisebb csoportnak engedélyezik a befektetéseket. A csoport tagjai általában szakértő, **akkreditált befektetők**, akik a közösség többi tagjához képest nagyobb összegeket fektetnek be. Ilyen oldal például a CircleUp, vagy a FundersClub. Az ilyenfajta megközelítés viszont a tőke-alapú közösségi finanszírozást alapjaiban ingatja meg, hiszen így már nem fektethet be bárki kisebb összeget.

3. Sok platform – mint például a Seedrs vagy a Crowdcube – csak akkor engedélyezi a befektetői regisztrációt, ha a befektetni vágyók kitöltik egy **tesztet**, amiben felméri, hogy a befektetők valóban képesek-e megítélni a valós kockázatokat, és ezeket vállalva kívánják közösségi befektetőkké válni.

## SZABÁLYOZÁSI KÖRNYEZET

A szabályozási környezetet az Európai Unióban és az Egyesült Államokban vizsgáltam meg annak fejlettsége miatt. Másrészt azért választottam ezt a két vezető gazdasági szereplőt, mert az 1. és 2. mellékleten is látható, hogy mind a vállalkozások, mind a befektetők Európában és az Államok keleti felén koncentrálódnak (Agrawal et al., 2011).

### EURÓPAI UNIÓ

Az Európai Unióban a tőke-alapú közösségi finanszírozás jelenleg a hatályos tőkepiaci törvények egy engedményeként került szabályozásra, tehát **engedélyezett**: a kezdő vállalkozások tőke-alapú közösségi finanszírozáson keresztül tőkéhez juthatnak. Az Európai Bizottság számos irányelvet (*directive*) kiadott már az ECF szabályozására. Ezekben az irányelvekben meghatározták a platformok beszámolási kötelezettségeit, illetve a vállalkozások forrásgyűjtési lehetőségeit. A legfontosabb, a 2011/61/EC irányelv tartalmazza azt, hogy a közösségi finanszírozási platform milyen szerepet tölthet be vállalati befektetések lefolytatásánál (Gabison, 2015).

A tagállamok különböző gyakorlatokat adaptáltak: az Egyesült Királyságban például kifejezetten támogatják a befektetéseket adókedvezményekkel, máshol azonban, mint például Franciaországban, kemény adminisztrációs és regisztrációs kötelezettségekkel sújtották a platformokat.

Bár a fent említett irányelvek fontos szerepet tölthettek be a nemzeti szabályozások harmonizálásában, mégis vannak olyan országok, ahol nem valósulhatott meg még a kezdő

vállalkozások tőke-alapú közösségi finanszírozása. Ez persze nem azt jelenti, hogy ezen országok mindegyike kifejezetten tiltja az ECF-et, egyszerűen csak nem megfelelőek a körülmények az alkalmazásához. Ilyen például Magyarország, ahol a kezdő vállalkozások általában olyan cégformát választanak (például a korlátolt felelősségű társaságok), melyek számára tiltott a részvények kibocsátása új befektetők számára – tehát ha akarnának, sem tudnának részvénykibocsátással forrást gyűjteni.

#### EGYESÜLT ÁLLAMOK

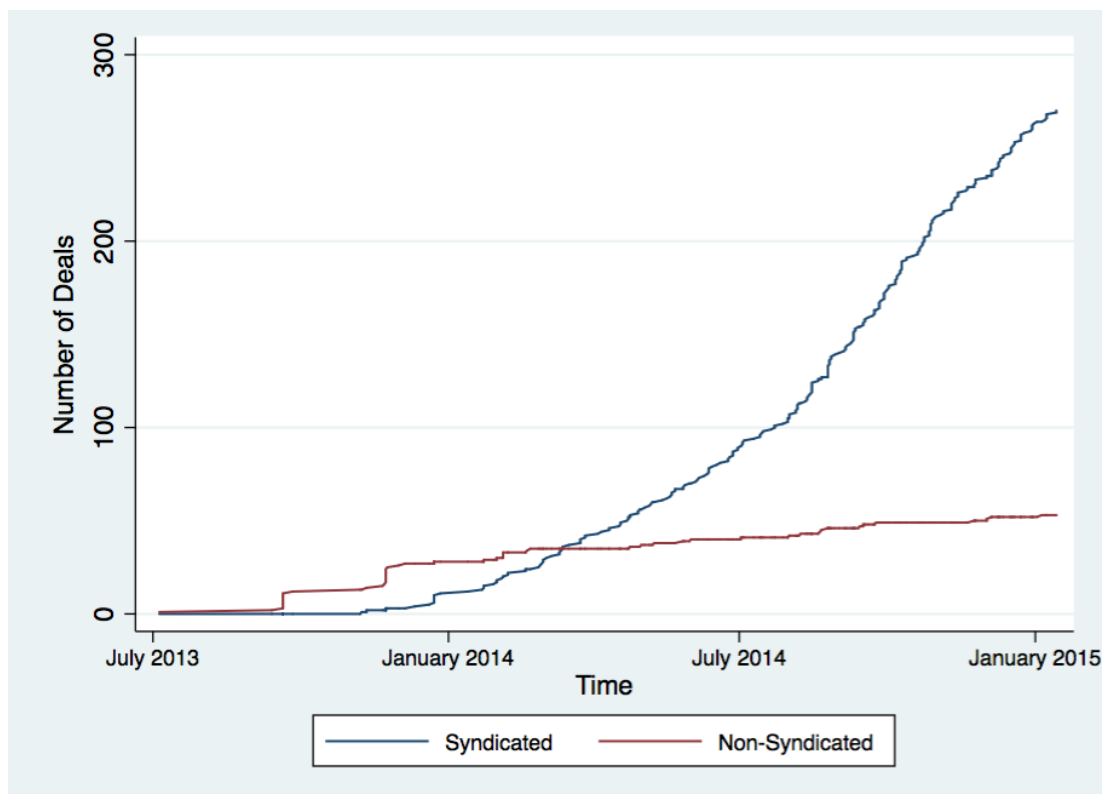
Barack Obama 2012. április 5-én írta alá a **JOBS törvényt** (*Jump Our Business Startups Act*), ezzel törvényesnek minősítette a kezdő vállalkozások számára, hogy tőkét gyűjtsenek az úgynevezett „nem akkreditált” (*non-accredited*) befektetőktől. (Ahlers et al., 2012). A törvény a hatályban lévő 1933-mas tőkepiaci törvényhez (*Securities Act*) képest lényegesen lecsökkenti a részvénykibocsátó információszoolgáltatási kötelezettségének mélységét, illetve engedélyezi a regisztráció nélküli részvénykibocsátást. A részvényeladások regisztrációjára egyébként csak a SEC-nél (*Securities and Exchange Commission*) kerülhet sor, ez a folyamat pedig nagyon pénz és időigényes – kezdő vállalkozások számára nem megvalósítható – és ezt kerüli meg az új törvény. A JOBS engedélyezi a tőke-alapú közösségi finanszírozási platformokon keresztüli tőke gyűjtését egészen 1 millió dollárig. A törvény továbbá korlátozza, hogy a befektető évente mennyit fektethet be ECF platformon – az éves bevételei alapján határozva meg az összeget. A tranzakció csak brókeren vagy szabályos portálon keresztül történhet, a kibocsátóknak pedig beszámolási kötelezettségük van a SEC, a portál vagy bróker, illetve a befektetők felé is. A beszámolási kötelezettség mértékét a SEC határozza meg (Dorff, 2013), de mélysége mindenképpen eltörpül majd az eddigiekhez képest.

#### SZINDIKÁTUSOK – A MEGOLDÁS

A tőke-alapú közösségi finanszírozás magas kockázatának hátterében az információs aszimmetria és a befektetők tapasztalatlansága áll. Az információs aszimmetria pedig kifejezett hangsúllyal van jelen a nagy földrajzi távolságok miatt – hiszen a jó cég-értékeléshez (*due diligence*) személyes (*face-to-face*) kapcsolatra is szükség van. A lokalizáció viszont megakadályozza, hogy a világon bárholnán gyűjthessenek tőkét a vállalkozások. A tökéletes megoldás tehát az lenne, hogyha egy személyes kapcsolattartó elvégezné a cég értékének megbecslését, és az elemzéseinek eredményét közvetítené a világon szétszóródott befektetőknek. Ezt a megoldást a **szindikátusok** (*syndicates*)

testesítik meg. Az ECF szindikátusok magukba foglalnak egy vezető befektetőt (*lead*), aki befektetési lehetőségeket biztosít a támogatóknak (*backer*) (Agrawal et al., 2015).

A legnagyobb, szindikátusi lehetőséget is kínáló ECF portál az AngelList, ahol a szindikátusok által megkötött ügyletek már meg is haladták a nem szindikáltakat – ez látható a 7. ábrán (Agrawal et al., 2015).



7. ábra: A sikeres szindikátusi és nem szindikátusi ügyletek kumulált száma az AngelList-en.  
Forrás: Agrawal et al., 2015.

A szindikátusi befektetések mechanizmusa hasonló minden ilyen szolgáltatást kínáló platformon. Az üzleti angyal készít egy szindikátusi profilt a platformon, ahol olyan alapvető információkat ad meg a potenciális támogatók számára, mint például a várható befektetések tipikus mérete, vagy, hogy évente hány befektetést kíván eszközölni. A szindikátus vezetője (*lead*) lesz ez az angyal, aki minden egyes befektetésről elemzést, tanulmányt készít, és információt szolgáltat a támogatóknak (*backer*). A támogatók vállalják, hogy részt vesznek a vezető által kiválasztott befektetésekből. Természetesen minden egyes befektetésnél esélyük van az adott lehetőség mellőzésére, de ez nem ajánlott. A támogatók az általuk felajánlott összeg felül fizetnek a vezetőnek egy díjat, angolul *carry*-t, ami a befektetési összegük 5-20 százaléka, platformtól és szindikátustól függően. (Agrawal et al., 2015).

Az AngelList egy példát hoz a weboldalán a szindikátus mechanizmusának bemutatására: „Sara, az elismert üzleti angyal úgy dönt, egy szindikátust fog vezetni. Más befektetők, akik csatlakoznak a szindikátusához, beleegyeznek, hogy Sara minden egyes jövőbeni befektetését összesen 200 ezer dollárral támogatják, és ezen felül 15 százalékos díjat fizetnek neki. A Sara által megragadott következő befektetési lehetőségnél Sara 250 ezer dollár értékben tulajdonrészt igényel. Ő személy szerint 50 ezer dollárt fektet be az induló vállalkozásba, és a támogatóknak pedig összesen 200 ezer dollárt van lehetőségük befektetni” (Agrawal et al., 2015).

A szindikátusok tehát megoldják az információs aszimmetria problémáját. Az üzleti angyal nagy mértékben motivált a **helyes cég-értékelés** és további ellenőrzések elvégzésére, ugyanis ellenkező esetben nagyon hamar rossz hírnévre tehet szert, és ellehetetlenülhet a szindikátusok világában. Nem valószínű tehát, hogy csalásban vennének részt a vezetők.

Van azonban egy olyan rés, amelyet még a szindikátusok sem képesek kitölteni. Ahogy korábban említettem, egy megfelelő befektetés-értékeléshez személyes kapcsolattartásra van szükség. Mivel az angyalok végzik az értékelést, ők tartják személyesen a kapcsolatot a vállalkozással. Ehhez azonban az kell, hogy az angyalok ne legyenek földrajzilag túlságosan távol a befektetési lehetőségtől. Ebből következik, hogy a szindikátusok által eszközölt befektetések nagy része **ugyanazon régiókba** áramlik, ahova a tradicionális angyal befektetések. A szerencsés, angyal befektetőkben bővelkedő régiók tehát több tőkét halmozhatnak fel, mint valaha – hiszen az egész világról támogathatják őket. Azokban a régiókban vagy iparágakban azonban, ahol kevés az üzleti angyal, a szindikátusok nem képesek segítséget nyújtani a tőke összegyűjtésében.

Összességében a szindikátusok sok olyan problémára nyújtanak megoldást, melyek a tőke-alapú közösségi finanszírozás kockázatát növelik, azonban még nagyon újszerű finanszírozási módról van szó, így egyértelműen nem jelenthető ki, hogy a szindikátus népszerűsége meg fogja előzni az ECF-ét.

### 3. Tőke-alapú közösségi finanszírozás a gyakorlatban – empirikus kutatás

Dolgozatom első két fejezete szakirodalmi kutatásaim eredményét foglalja össze, és céljuk a tőke-alapú közösségi finanszírozás jelenségének elméleti megismertetése, különböző szakértők által megfogalmazott jellemzők felsorakoztatása. Kutatásom azonban nem lenne teljes a fentiek gyakorlati vizsgálata nélkül.

Empirikus kutatásomat különböző országok és gazdasági közösségek platformjainak vizsgálatával kezdtem. A szabályozási környezet kedvező változásainak köszönhetően egyre több országban és gazdasági közösségben engedélyezik a tőke-alapú közösségi finanszírozást – így a szolgáltatást kínáló platformok száma is folyamatosan növekszik. A platformok nagy működési szabadsággal rendelkeznek, ezért nem ugyanolyan az általuk nyújtott szolgáltatás jellege vagy a befektetőknek nyújtott információk köre. Az általam vizsgált **amerikai** platformok (AngelList, CircleUp, Fundable) kizárólag akkreditált befektetők számára engedélyezik a befektetéseket, ezért a hétköznapi befektetők – a tömeg (*crowd*) – nem kapnak információt a befektetési lehetőségekről. Az **ausztrál** ASSOB engedélyezi a tapasztalatlan befektetők számára a regisztrációt, azonban szintén jelentéktelen mennyiségű információt oszt meg a befektetőkkel. Az említetteken kívül még több platform átböngészése után arra a következtetésre jutottam, hogy az információs aszimmetria hangsúlyos meglétét ebben az iparágban nem csupán a nagy földrajzi távolságok vagy a személyes kapcsolat hiánya okozza, hanem főként a platformok magatartása. Az információ visszatartásával természetesen a vállalkozó érdekeit védik, azonban véleményem szerint a befektetők támogatását figyelmen kívül hagyják.

Az **európai** piacon a **brit** platformok száma a legnagyobb a többi országhoz viszonyítva. Nemcsak az elsők között voltak Európában, akik engedélyezték a tőke-alapú közösségi finanszírozást, hanem adókedvezményekkel is támogatják az internetes részvényvásárlást. A SEIS (*Seed Enterprise Investment Scheme*) a kezdő vállalkozások magtőke-gyűjtését segíti, az EIS (*Enterprise Investment Scheme*) pedig a már későbbi fázisú, növekedni kívánó cégeket: a brit befektetők – amennyiben brit székhelyű vállalkozásba fektetnek – akár a befektetési összegük 50 százalékát is leírhatják jövedelemadójukból (Vulkan et al., 2015).

Több brit platform (például Crowdcube) átvilágítása után arra a következtetésre jutottam, hogy kutatásomhoz a legmegfelelőbb információkat a Seedrs szolgáltatja. Elemzésem során az oldal 30 legtöbbet támogatott (*top funded*) projektjéről minden olyan információt összegyűjtöttem, amelyhez a befektetők hozzáférnek. Fő célom megállapítani, hogy az általában tapasztalatlan befektetők mely információkat veszik a legnagyobb mértékben számításba befektetési döntésük meghozatalakor. Ehhez az elemzéshez többváltozós lineáris regressziót alkalmaztam SPSS segítségével. Ezen kívül különböző kisebb statisztikai elemzésekkel kívánom igazolni vagy megcáfolni szakirodalmi kutatásom eredményeit.

### 3.1. A Seedrs jellemzői és működése

A Seedrs-t 2012-ben alapította Jeff Lynn és Carlos Silva, központja Londonban és Lisszabonban található. (Vulkan et al., 2015). Az oldal tiszta feltételeivel és átlátható működésével az egyik legjelentősebb ECF szereplővé nőtte ki magát az elmúlt 4 évben. Nagy hangsúlyt fektetnek a befektetőik védelmére és széleskörű tájékoztatására. Működése nagy vonalakban követi a 2.1. fejezetben felvázolt általános mechanizmust.

Az oldalon bármely olyan cég gyűjthet tőkét, melynek székhelye az Európai Unió vagy az Európai Gazdasági Közösség (EGK) valamely tagállamában, illetve Svájcban található. Befektetővé ugyanezen országok 18. életévüket betöltött magánszemélyei vagy intézményi befektetői válhatnak. A befektetőknek regisztrációjuk során el kell olvasni egy dokumentumot a befektetés kockázatairól (*Seedrs Risk Warnings, 2016*). Figyelmeztetnek a befektetett összeg elvesztésének kockázatára a kezdő vállalkozások magas bukási aránya miatt; a befektetésük nem likvid mivoltára, mivel jelenleg nincsen ezen részvények értékesítésére kialakított másodlagos piac, és az IPO valamint a támogatott cég felvásárlása nagyon ritka; arra, hogy nagyon kevés kezdő vállalkozás képes osztalékot fizetni tulajdonosainak az első pár évben; a hígítás veszélyére; valamint a diverzifikáció, a portfólióképzés fontosságára. Ebben a tájékoztatóban minden, a szakirodalom által az ECF befektetőket érintő veszéllyel (2.3. fejezet) szembesülhetnek már a regisztráció során. A platform üzemeltetői még egy pár kérdésből álló teszttel (*Investment Authorisation Questionnaire*) is meggyőződnek a megfelelő tájékozottságról, és ennek sikeres

kitöltésével engedélyezik csak az oldalra történő belépést. A pontos kérdések és lehetséges válaszok a 3. mellékletben. (Seedrs.com)

A vállalkozásnak a tőke összegyűjtéséhez kampányt kell létrehoznia. Ennek legfontosabb lépése az értékelés (*valuation*): a vállalkozás meghatározza, hogy mennyi pénzre van szüksége, és azért mennyi tulajdonrészt hajlandó adni cserébe. Ezáltal közvetett módon meghatározzák egy darab értékesíteni kívánt részvényük árát. Bár a Seedrs elővigyázatosságra inti a vállalkozókat az értékeléssel kapcsolatban, konkrét módszert nem szolgáltat elvégzéséhez. Tanácsolja tapasztaltabb befektetők megkeresését a témában. Ebből is látható, hogy a Seedrs nem szabályozó vagy intézményesített közvetítő szerepet tölt be a tranzakció során, csak felületet szolgáltat annak lezajlásához.

A kampányt a benyújtás után természetesen megvizsgálja a platform, és interaktívan segíti a vállalkozást annak tökéletesítésében. A következő lépésben a vállalkozások aláírnak egy **standardizált szerződést**, melyben rögzítésre kerülnek az információszolgáltatási kötelezettségek, és a befektetők alapvető jogai. Ilyen jogok például az elővásárlási jog (*pre-emption right*) a hígítás kivédésének érdekében, vagy a cég felvásárlása esetén érvényesülő jogok (*drag-along/tag-along rights*). Megállapítható tehát, hogy bár a közösségi befektetőknek egyénekenként nincsen alkalmuk ezeket a – kockázati tőkések vagy üzleti angyalok által alkalmazott – **védelmi stratégiákat** (mint például a fent említett jogok szerződésbe foglalása) alkalmazni (bővebben: 2.3. fejezet), a platform megteszi ezt helyettük. A szerződésekbe azt is belefoglalják, hogy Seedrs a befektetők egyedüli képviselője (*nominee*). Ha bármilyen probléma lépne fel a szavazással vagy egyéb részvényesi ügygel kapcsolatban, a vállalkozásnak csak a platformmal kell felvennie a kapcsolatot. A platformnak a szerződés szerint joga van beleszólni bizonyos stratégiai döntésekbe, például elsőbbségi részvények kibocsátása vagy hitelfelvétel esetén. Célja minden esetben a befektetők védelme.

Amint a platform életképesnek ítéli meg a kampányt, az felkerül a befektetési lehetőségek közé, és a vállalkozásnak 60 napja van elérni a kitűzött célt. Amennyiben már a 60 nap lejárta előtt eléri azt, választhat: vagy lezárja a kampányt, és megkapja a finanszírozott összeget, vagy a túlf finanszírozás (*overfunding*) mellett dönt, és többletrészesedést felajánlva még több tőkét gyűjt össze. Hogyha a 60 nap lejártával nem sikerül elérnie a célösszeget, nem kap finanszírozást, és a befektetők teljes egészében visszakapják az általuk befektetett összeget. Az egyénekenként befektethető összeg maximuma a vállalkozás által kitűzött tőke-cél, minimuma pedig 10 font. Az alacsonyan



elhelyezett – átlag alatti (2.1. fejezet) – alsó határ lehetővé teszi, hogy valóban **mindenkinek** lehetősége legyen a befektetésre, és ne csak a vagyonosabb rétegeknek.

A platform díjazása egyszerű, nagy hangsúlyt fektetnek a rejtett költségek kiszűrésére. A vállalkozásokat 6 százalékos díj megfizetésére kötelezik, ha 150 000 fontot, vagy annál kevesebb célt tűztek ki maguknak, és érték el. 150 000 és 500 000 font közötti összegnél 4 százalékos, 500 000 font felett pedig 2 százalékos díjat számolnak fel – kizárólag abban az esetben, ha a kampány sikeresen zárult. Ezen felül van egy 2 000 fontos fix díj az adminisztratív feladatok fedezésére. A befektetőknek csak abban az esetben kell fizetniük, amennyiben profitra tesznek szert a befektetésnek köszönhetően, például megvásárolják tőlük a részvényeiket. Ilyen esetben a profitjuk 7,5 százaléka illeti a Seedrs-t.

A kampány sikeres lezárultával a Seedrs elvégzi a cég jogi átvilágítását (*legal due diligence*) – megvizsgálja, valóban működő, szabályszerűen megalapított cégről van-e szó. Ez az átvilágítás semmi esetben sem a pénzügyeit vagy működésének minőségét vizsgálja – a platform azt vallja, hogy az értékítéletet a befektetők már elvégezték azzal, hogy befektettek a cégbe (*wisdom of the crowd*).

A pár hetes átvilágítás végén a vállalkozás – a fent vázolt díjak levonása után – megkapja az összegyűjtött tőkét, a befektető pedig értesítést kap a részvénytulajdonlásról. A vállalkozás ezek után folyamatos tájékoztatást küld a befektetőknek a cég helyzetéről, stratégiai lépéseiről. A másik oldalon a befektetőnek is lehetősége van **aktív részvételre** a vállalkozás életében – a platformon keresztül bármikor felveheti vele a kapcsolatot. Természetesen ezen megkeresések kezelése a vállalkozás számára költséges lehet (2.3. fejezet), de a tapasztaltabb, nagyobb kapcsolati hálóval rendelkező befektetők értékes segítséget nyújthatnak (Seedrs Guides, 2016).

Összességében elmondható, hogy a Seedrs egy olyan platform, amely nagy hangsúlyt helyez a tőke-alapú közösségi finanszírozás két legfőbb veszélyforrásának semlegesítésére. Széleskörű tájékoztatással csökkenti a befektetők tapasztalatlanságát, szerződéseivel pedig megvédi őket a csalóktól. Átlátható működésével és a széleskörű információszolgáltatással igyekszik csökkenteni az információs aszimmetriát. A szolgáltatott információ elemzésére a következő részben kerül sor.

## 3.2. A Seedrs projektek alapstatisztikái

A Seedrs a befektetői számára a jelenleg futó projektekről ad tájékoztatást, a lezártak csak ideiglenesen érhetőek el a nyilvánosság számára. Elemzésem alapját ezért a 30 legjobban finanszírozott (*top funded*) projekt alkotja. A vizsgált cégekbe az írás pillanatában is lehetséges a befektetés, így az adatok a pillanatnyi állapotot tükrözik. Az összes projekt cég nagy-britanniai székhellyel rendelkezik, ezért a vállalkozásokba eszközölt befektetések alkalmasak a brit adókedvezmények (SEIS, EIS) igénybevételére.

A vizsgált vállalkozások más-más iparágban tevékenykednek: néhányan a ruhaiparban, és az információszolgáltatás területén, mások a sportban. A vállalkozások több mint 23 százaléka az **élelmiszeriparból** (Food&Beverage) érkezett: sok étterem, vagy élelmiszeripari terméket (például tea, joghurt) gyártó cég fordult a közösségi finanszírozáshoz. Az iparágak és az őket képviselő projektek száma látható a 4. mellékletben. A táblázatból kitűnik a projektet sokfélesége – ez jól megmutatja, hogy a tőke-alapú közösségi finanszírozás valóban kitöltheti az üzleti angyalok és a kockázati tőkések által szabadon **hagyott finanszírozási rést** (1.5. fejezet), és hogy az **ECF tőkéje** bizony sokféle iparágba áramolhat, nem csak a tradicionális formák által preferáltakba.

A projektek 60 százaléka valamilyen **digitális** terméket, vagy szolgáltatást nyújt (alkalmazás, szoftver). Valószínűsíthető tehát, hogy azon vállalkozások, amelyek működése a technológiától és az internettől függ, nagyobb bizalommal fordulnak az újszerű, digitális világon alapuló finanszírozási forma felé.

Földrajzi elhelyezkedésük alapján a vállalkozások **fele** Londonban található. A térképen (8. ábra) a piros jelölések mutatják a vállalkozások elhelyezkedését. Látható, hogy bár a szóban forgó vállalkozások másik fele nem a fővárosban található, sok közülük Londonhoz közel helyezkedik el. Ez megdönti azt a feltételezést, miszerint az ECF tőkéje nem a tradicionális finanszírozási formák által preferált földrajzi helyekre összpontosul (Agrawal et al., 2011).



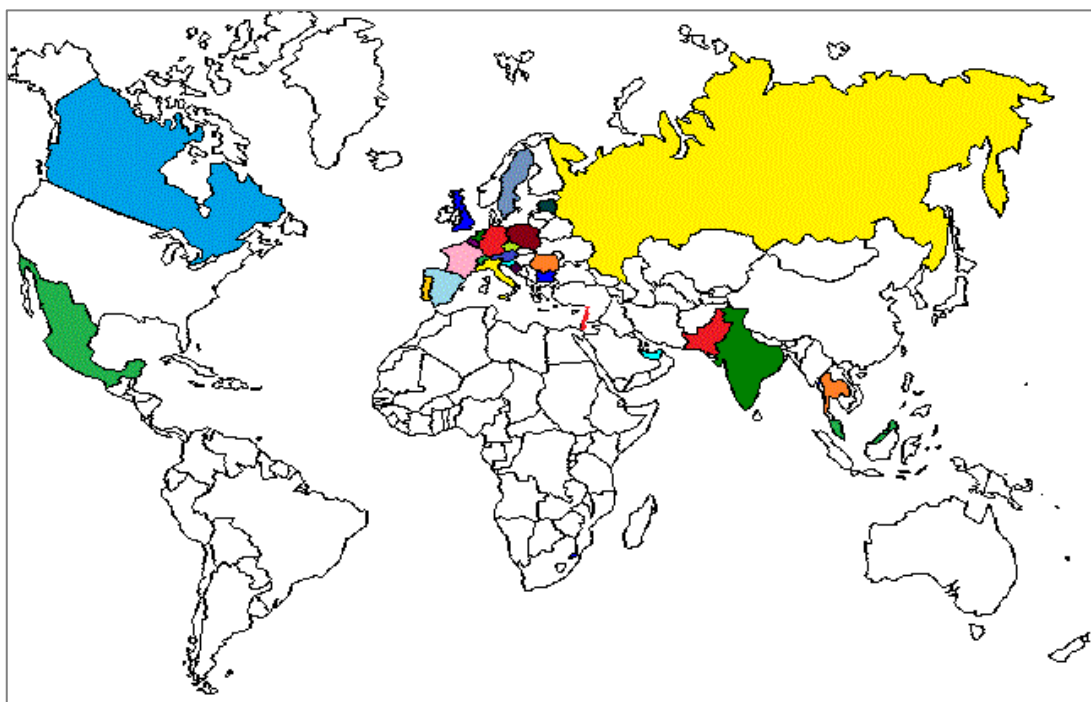
8. ábra: A 30 projekt cég földrajzi elhelyezkedése.  
Saját szerkesztés. Térkép forrása: [www.myenglandtravel.com](http://www.myenglandtravel.com)

Ezzel szemben az általam megfigyeltek sokkal inkább illeszkednek a szindikátusi elképzeléshez: míg a tőke ugyanazon helyekre összpontosul, mint ahogy az a tradicionális finanszírozásnál megfigyelhető, addig a befektetők az egész világról jelentkezhetnek. A Seedrs minden egyes befektetőről nyilvánosságra hozza, hogy mely városban él az illető, így mélyebb elemzések készíthetők földrajzi eloszlásukról. A befektetők számossága miatt – a 30 projektet összesen **2073 befektető** támogatta - az 1000 fontot, vagy annál többet felajánlók (későbbiekben: **top befektetők**) földrajzi elhelyezkedését vizsgáltam. Összesen 331 top befektető volt jelen a projektek életében vizsgálatom idején. A cég és a top befektető közötti távolság felméréséhez a *distancecalculator.net* adott segítséget. A távolságot légvonalban rögzítettem, hiszen gyakran csak repülővel lehetne megközelíteni az adott várost a nagy földrajzi szóródás miatt.

A legmesszebbi top befektető 10 863 km-ről finanszírozott (Szingapúrból Londonba), a befektetések 23 százaléka viszont ugyanazon városból indult, mint ahova megérkezett. A távolságok **átlaga 741,6 km**, szórása azonban rendkívül nagy: 2029,8 km. Agrawal et al. 2011-es kutatása azt mutatta ki, hogy a közösségi finanszírozásban megfigyelhető átlagos befektetői távolság 3 000 mérföld, azaz körülbelül 4 828 km. A saját kutatásom és a 2011-es felmérés eredménye közötti nagy differencia oka lehet, hogy a tőke-alapú közösségi finanszírozásban mégis előnyben részesítik a viszonylag közeli befektetési lehetőségeket – főként, mivel top befektetőkről van szó: nagyobb befektetés esetén a viszonylagos közelséggel igyekeznek csökkenteni az információs aszimmetriából adódó költségeket.

Természetesen mind a 2073 befektető földrajzi távolságának vizsgálatával valószínűsíthető a különbség csökkenése.

A 331 top befektetés közül 98 Londonból érkezett. A külföldi (nem brit) top befektetők 30 országból küldtek támogatást – a térképen (9. ábra) beszínezett országok – melyek között meglepő módon az Egyesült Államok nem szerepelt. Magyarországról sem érkezett 1000 fontnál nagyobb összeg. A térképen megfigyelhető, hogy bár a befektetők Európában koncentrálnak, emellett mégis az egész világon szétszóródva megtalálhatóak.



9. ábra: A világ befektetői. Saját szerkesztés.

A világ 2079 befektetője összesen 3 671 396 fontot fektetett be a Seedrs-en keresztül a 30 legjobb projektbe. Ez azt jelenti, hogy az **egy főre jutó átlagos befektetés** körülbelül 1771 font, amely kerekítve **605 000 Ft** ([napiarfolyam.hu](http://napiarfolyam.hu)). Az üzleti angyalok és a kockázati tőkések által befektetett milliókhoz képest (1.4. fejezet) ez sokkal kisebb összeg; újra alátámasztva a tényt, miszerint az ECF bárkinek biztosít befektetési lehetőséget.

Minden egyes befektetőről látható, – földrajzi elhelyezkedésükön és az általuk felajánlott összegen kívül – hogy mely más projektekbe fektettek, esetenként mekkora összegeket. A 2079 befektető közül 512 osztotta fel több részre befektetésre szánt vagyonát, azaz 24,6 százalék. Tehát a befektetők nem egészen negyede vette csupán figyelembe a platformnak a **diverzifikáció** fontosságára történő felhívását – több, mint 75

százalékuk nem tartja fontosnak a portfólióképzést, mint kockázatporlasztási technikát. Belátható tehát, hogy a Seedrs minden igyekezete ellenére sem lehet megvédeni a tapasztalatlan befektetőt önmagától.

Megvizsgáltam a kampányok vállalati oldalát is. A vállalkozások átlagosan 10,71 százalékos **tulajdonrészt** ajánlottak fel a befektetőiknek. A legkisebb felajánlás 2,6 százalék volt, a legnagyobb pedig 35 százalék. A harminc projekt összes tulajdonrészéért 7 989 101 fontot kívánnak összegyűjteni a cégek. Egy százaléknyi tulajdonrészt vetítve a tőke átlagos ára 36 626 font. Ahhoz tehát, hogy adott vállalkozásban **1 százaléknyi** tulajdonra szert tegyünk, körülbelül **12,5 millió forint** befektetése szükséges. Egy átlagos, nem tapasztalt befektetőnek ez megterhelő lehet. Ahogy korábban említettem az ECF bárkinek megadja a befektetés lehetőségét, viszont láthatjuk, hogy mérvadó tulajdonrészt szert tenni nehéz és költséges. Ez is alátámasztja elképzelésemet, miszerint a közösségi befektetőknek a pénzügyi megtérülésen kívül más motivációs erők is szerepet játszanak a befektetési döntésben, máskülönben nem választanák az ECF-et.

A kampányok oldalán megtalálható, hogy a vállalkozások a kitűzött céljuk hány százalékát gyűjtötték össze – a platform ezen százalék alapján rangsorolja a projekteket a „*top funded*” kategóriában. Az általam vizsgált projektek **átlagosan 55 százalékban részesültek finanszírozásban**. Ebben az átlagban azonban benne van a legmagasabb, 190 százalékos túlf finanszírozott projekt, és a 4 százalékot összegyűjtő, kevésbé sikeres kampány is.

A vállalkozás mögött álló emberek személyesen is jelen vannak a kampány során. Megjelennek az ismertető videóban, illetve a projekt felületén fényképesen megtekinthetőek. Látható, hogy mely tagok mekkora tulajdonrészrel rendelkeztek a befektetés előtt, illetve a vállalkozás életében milyen mértékben vannak jelen: teljes munkaidőben (*full-time*) a vállalat céljainak elérésén munkálkodnak, vagy csak részben vannak jelen (*part-time*) és hasznos tanácsokkal látják el a csapatot. A vizsgált projekteknek **átlagosan 4-5 tagja** van, akik közül 2-3 tag teljes idős elfoglaltságnak tekinti a vállalkozás működtetését és a kampány sikerre vitelét.

A fent leírtakból látható, hogy a Seedrs elegendő adatot szolgáltat különböző elemzésekhez, amely fontos információ lehet a befektetési iparágak, illetve egyéb közgazdaságtudományi kutatásoknak – az adatszolgáltatás az ECF nagy előnye, ahogy azt a 2.3. fejezetben leírtam. Ezen adatokkal képes voltam alátámasztani a szakirodalmi kutatásom eredményeként összegyűjtött jellemzőket: azt, hogy a befektetők valóban a

világ bármely részéről finanszírozhatnak; azt, hogy a vállalkozások sokszínűek és nem csak a tradicionális finanszírozási formák által preferált szférákba áramolhat tőke; illetve azt, hogy az egyéni befektetés alacsony annyira, hogy bárki befektethessen – bár így kis tulajdonrészre tesz majd szert az illető. Az egyéb, általam vizsgált jellemzőkkel átfogó képet kívántam adni az ECF jelenlegi helyzetéről, konkrét megvalósulásáról.

A következő fejezetben azt vizsgálom, vajon melyik megjelenített információ-darabka az, amely a legjobban hozzájárul a befektetői döntés meghozatalához, így a sikeres kampányhoz.

### 3.3. Befektetői információ-értékelés

A Seedrs jelentősen több információt ad meg egy-egy befektetési lehetőségről, mint a hasonló szolgáltatást kínáló versenytársai. Az érdeklődő befektetők mindezen információkat figyelembe véve mérlegelhetnek a befektetési döntés meghozataláról. De vajon a szolgáltatott információ-darabkák mely része az, amely a legtöbb, egyébként tapasztalatlan befektetőt meggyőzi arról, hogy az adott vállalkozás sikeres lesz a jövőben? Erre a kérdésre keresem a választ ebben a fejezetben.

A legfontosabb és legszembeütőbb információ, amivel a befektető találkozik egy kampány böngészésekor, a felkínált tulajdonrész (*equity offered*), az összegyűjteni kívánt tőke (*investment sought*), a vállalkozás ez alapján számított értéke (*pre-money valuation*) és az adott pillanatig összegyűjtött tőke mennyisége (*investment already funded*). Ezen kívül látható még a vállalkozás székhelye, alapítási dátuma, az iparág, amelyben tevékenykedik, és az, hogy kínált terméke vagy szolgáltatása digitális-e vagy sem. Az oldalt tovább böngészve látható egy bemutatkozó videó és egy marketing, illetve versenystratégia. A videó és a stratégiák kidolgozottsága és részletessége kampányonként eltérő. Az érdeklődők ezek után megnézhetik, hogy hány befektetője van adott pillanatig a vállalkozásnak, illetve – amennyiben a befektetők engedélyezik – a befektetők profilját is megtekinthetik. A profil megmutatja, hogy az illetőnek milyen más Seedrs befektetése van, és hogy melyik városban lakik. A kampányért felelős csapatról is informálódhatnak: ki, milyen tisztséget tölt be a vállalkozásban, ki az, aki a vállalkozásért teljes munkaidőben és ki az, aki csak szabadidejében tevékenykedik.

Elemzésemben arra voltam kíváncsi, a befektetők vajon melyik adatot veszik figyelembe a fentiek közül a legnagyobb hangsúllyal döntésük meghozatalakor. Az vizsgáltam tehát, hogy az adott jellemzők közül melyik hat szignifikánsan a **befektetők számára** (*investor number*) az adott kampánynál. A befektetők számát választottam eredményváltozónak, hiszen ez mutatja legjobban a kampány sikerét: számszerűsíti a pozitív befektetési döntéseket.

Az alábbi táblázatban (3. táblázat) láthatók azon jellemzők, illetve magyarázatuk és értékeik, amelyeket az elemzésemben független változónak választottam.

Független változók	Magyarázat
<b>Felajánlott tulajdonrész</b> ( <i>equity offered</i> )	A befektetők által megvásárolható összes tulajdonrész (százalék).
<b>Összegyűjtendő tőke</b> ( <i>investment sought</i> )	A befektetőktől összegyűjtendő összes tőke. (£)
<b>Befektetés előtti vállalati érték</b> ( <i>pre-money valuation</i> )	A vállalkozás értéke a részvényár alapján. (£)
<b>Székhely</b> ( <i>location</i> )	1 – London. 0 – Más brit város (nem London).
<b>Életkor</b> ( <i>years in business</i> )	Alapítás óta eltelt évek száma.
<b>Teljes munkaidős tagok aránya</b> ( <i>full timers</i> )	A teljes munkaidőben dolgozó csapattagok aránya az összes csapattaghoz.
<b>Marketing-, és versenystratégia kidolgozottsága</b>	1 – Részletes és igényes. 2 – Kevésbé részletes és igényes.
<b>Top befektetők földrajzi helyzete</b> ( <i>average top investor distance</i> )	Az 1000 £-nál többet befektetők átlagos távolsága a vállalkozás székhelyétől (km).

3. táblázat: Többváltozós lineáris regresszió független változói és magyarázatuk.  
Saját szerkesztés.

Előrejelzéseim szerint a **felajánlott tulajdonrész** és az **összegyűjtendő tőke értéke** mindenképpen befolyásolják a befektetési döntést, hiszen ezek határozzák meg, hogy adott mértékű befektetéssel mekkora tulajdonrészhez juthat a befektető. A **befektetés előtti vállalati érték** jó jelző a vállalkozás minőségének becsléséhez, így várhatóan ez is hat majd a befektetőkre. A vállalkozás **székhelye** is nagy erővel bírhat, hiszen a befektetők majdnem 30 százaléka londoni (lásd: 3.2. fejezet) – mivel gyakran szívesebben támogatják a helyi kezdeményezéseket, várható, hogy a londoni székhelyű vállalkozásokat előnyben

részesítik majd. A vállalkozás **életkora** szintén fontos lehet, hiszen a befektetők azt gondolhatják, hogy minél érettebb egy vállalkozás, annál kisebb a bukás lehetősége. A **teljes munkaidős csapattagok aránya** pedig jól mutathatja a vállalkozás motivációját. A **marketing-, és versenysztratégia kidolgozottsága** a vállalkozás működésének minőségére utalhat, illetve minél kidolgozottabb, annál több információ tudható meg belőle. A **top befektetők földrajzi helyzete** szintén befektetőt motiváló erő lehet: minél nagyobb távolságokból érkezik nagy mennyiségű tőke, annál biztosabbnak tűnhet a lehetőség.

A többváltozós lineáris regresszió elvégzésének két legfőbb feltétele a multikollinearitás hiánya és a linearitás. A multikollinearitás hiánya azt jelenti, hogy a magyarázó változók páronként függetlenek egymástól, a linearitás pedig azt, hogy a magyarázó és az eredményváltozó közötti kapcsolat lineáris.

A tagok közötti függetlenséget **korrelációanalízissel** lehet megvizsgálni. Az 5. melléklet mutatja az analízis eredményét. Rögtön kitűnik, hogy az **összegyűjtendő tőke** és a **befektetés előtti vállalati érték** változók között túl erős a kapcsolat (0,6213), ezért nem alkalmazhatóak együttesen a regressziós modellben. Mivel az analízis szerint a kettő közül az összegyűjtendő tőke hat erősebben a befektetői létszámra, ezért a befektetés előtti vállalati értéket kell kihagynom az elemzés további részéből.

Jelenleg tehát 7 változóból áll a modell. A második korrelációanalízis eredményéből (6. melléklet) látható, hogy már nincsen túl erős kapcsolat két független változó között, tehát a regresszió analízis ezen feltételének megfelel az adatállomány. Az analízisből még az is megállapítható, hogy a hét változóból három – a **felajánlott tulajdonrész**, az **összegyűjtendő tőke** és a **stratégiák részletezettsége** – áll viszonylag szoros kapcsolatban a befektetők számával, így ezt a 3 változót alkalmazom a regresszióban. A másik ok, amiért lecsökkentem az alkalmazott változók számát az, hogy a 30 projekt elemzés nem elegendő 7 független változó vizsgálatához, mert az eredmény torzítana. Az elemszám növelésével is megoldható lenne a probléma, azonban az írás pillanatában nem áll rendelkezésemre több projekt a vizsgálathoz.

Következő lépés a lineáris kapcsolat meglétének vizsgálata. Mivel a stratégiák részletezettsége „dummy” változó, ott nem ellenőrizhető a lineáris kapcsolat. A 7. melléklet két pontdiagramja jól mutatja, hogy egyik esetben sem lineáris a kapcsolat. Valószínűleg vannak olyan változók, amelyek lineáris kapcsolatot mutatnak a befektetők számával – mint például a kilépési stratégia kidolgozottsága; a lehetséges pozitív kilépésig hátralévő évek száma; vagy az, hogy az adott cég nyer-e el díjat, illetve állami pályázatot –



de sajnos ilyen információkat nem tett közzé a Seedrs. Az elemzett három változót mégis beépítettem a regressziós modellbe, és az információ korlátozottsága miatt eltekintek a linearitás feltételétől.

A 3 független változó hatását tehát megvizsgáltam a befektetők létszámára **többsváltozós lineáris regresszióval** az SPSS program segítségével. A hipotézisem szerint egyik változó sem hat szignifikánsan a befektetői létszámra. Előrejelzéseim szerint a hipotézis elvetése lesz az eredmény.

Az többsváltozós lineáris regresszióval a globális F-próba szignifikancia szintje 3,1 százalék lett. Mivel kisebb, mint 5 százalék, a hipotézist el kell vetni, tehát a 3 tényező között van legalább egy olyan, amely szignifikánsan determinálja a befektetői létszámot. A 8. mellékletben látható, hogy egyedül az **összegyűjtendő tőke mennyisége** az, amelynek a saját (parciális t-próbához tartozó) p-értéke szintén kisebb, mint 5 százalék (2,4), tehát ez az a független változó, amely determinálja a függő változót.

Bár második elemzésem alátámasztotta várakozásaimat, mégis fontos megemlítenem, hogy a felsorakoztatott 8 tényező közül csupán egyről állapítható meg statisztikailag, hogy hatással van a pozitív befektetői döntésekre – és ez is csak bizonyos engedményekkel. Ebből azt az átfogó következtetés vonható le, hogy **a befektetők nem racionálisan, a fellelhető információk számszerű értékelésével döntenek a befektetésről**. Éppen ellenkezőleg: az eredményeim azt mutatják, hogy az ECF tapasztalatlan befektetői sokkal inkább szimpátia, összbnyomás, megérzés alapján döntenek. Ez a feltételezés természetesen további vizsgálatokat igényel, ám dolgozatom erre nem terjed ki. A fenti okokból azt javaslom az ECF-et választó vállalkozásoknak, hogy kampányaik kialakításakor törekedjenek a megbízható, szimpatikus benyomás közvetítésére a befektetők felé irányuló kommunikációban, például a bemutatkozó videóban, vagy a fórumok kezelésekor – így lehetőségük nyílik egy sikeres kampány végig vitelére.

## Összefoglalás

A tőke-alapú közösségi finanszírozás egy forradalmian új finanszírozási forma, mely lehetőséget ad a kezdő vállalkozásoknak a korai fázisban jelentkező forráshiány fedezésére. Tulajdoni részesedésüket részvények formájában interneten keresztül eladásra kínálják fel az érdeklődő befektetőknek.

Az ECF a közösségi finanszírozás négy fő modelljének egyelőre legkisebb és egyben legkomplexebb tagja. Az adomány-alapú, jutalom-alapú és kölcsön-alapú modellekhez képest a szakirodalom szerint tőke-alapú közösségi finanszírozásnál a legmagasabb a befektetői racionalitás szintje, és a külső, pénzügyi motivációk érvényesülnek a befektetési döntés meghozatalakor. Elméleti vonatkozásában és gyakorlati megvalósulásában egyaránt az üzleti angyalokhoz és a kockázati tőkebefektetőkhez hasonlít: mind a három finanszírozási forma külső, tőkejellegű finanszírozásnak tekinthető. Az ECF és a tradicionális finanszírozási formák között azonban fontos különbségek is vannak. Míg a VC kezelő társaságok és az angyalok képzett, nagy tapasztalattal és szakértelemmel bíró befektetők, addig az ECF befektetői általában tapasztalatlanok, és sokkal kisebb befektetésre szánt forrással rendelkeznek. Míg a tradicionális formáknak bevált gyakorlatai vannak saját érdekeik védelmére, addig a közösségi befektetők ezeket képtelenek alkalmazni. Nem utolsó sorban pedig az ECF befektetések az egész világot átkarolják, míg a tradicionális formák általában lokalizáltak. A felsoroltak természetesen a különbségek csak kis hányadát ölelik fel, nem kihagyva a legfontosabbat: a tradicionális befektetők a leginnovatívabb és legnagyobb növekedési potenciállal bíró vállalkozásoknak juttatnak csak forrást, míg az ECF az egyedi terméket gyártó korlátozott növekedésű cégek és a tömegtermék gyártásával foglalkozó ambiciózus vállalatok számára is biztosít lehetőséget. Ez a különbség volt az, amely az internet lehetőségeit kihasználva életre hívta a tőke-alapú közösségi finanszírozást.

Az ECF alapja tehát az egész világot összekötő világháló. A befektető és a vállalkozó összekapcsolásáért egy erre szakosodott platform felelős, amely koordinálja a tranzakciókat, megszabja a feltételeket, elvégzi az adminisztrációt. Általánosságban kijelenthető, hogy a platform nem intézményi közvetítőként lép fel, nagyobb szabadságot biztosít mindkét oldal számára. Természetesen a platformok gyakorlata országoként és gazdasági közösségeként különböző lehet, főként az eltérő szabályozási környezet miatt.

Az Egyesült Államokban a JOBS törvény 2013-as életbe lépésével engedélyezték a tőke-alapú közösségi finanszírozást. Az Európai Unióban jelenleg keretszabályzat teszi lehetővé az ECF-et, irányelvekkel felügyelik tagállamonkénti megvalósulását. A tagállamok különböző gyakorlatokat alkalmaznak: néhány országban szigorú adminisztrációs terhekkel sújtották a platformokat, mások adókedvezményekkel támogatják az ECF befektetéseket.

A tőke-alapú közösségi finanszírozás számos előnnyel rendelkezik a tradicionális formákhoz képest. A vállalkozások olcsóbban juthatnak tőkéhez: az internet használatával könnyebben találhatnak egymásra a tranzakcióban résztvevő felek, és az adminisztrációs költségek is elenyészőek. Hasznos, hogy a vállalkozások a világon bárhol gyűjthetnek tőkét – az ECF-re nem jellemző a földrajzi lokalizáció. Az induló vállalkozások már a kezdetektől érintkezhetnek potenciális fogyasztóikkal – akik egyben befektetőik is – emiatt csökkenhet a bukás valószínűsége, valamint a marketing költségeken is sokat megtakaríthatnak: a felület olcsó reklámot biztosít. A tranzakciókból hátrahagyott nyilvános adatok pedig a közgazdaságtudomány nagy hasznára válhatnak, elemzések alapjai lehetnek.

A pozitívumok mellett természetesen a kockázatokat is fontos megemlíteni. Az ECF két okból kockázatosabb, mint a közösségi finanszírozás többi modellje, vagy mint a tradicionális finanszírozási formák: az információs aszimmetria hangsúlyos jelenléte és a befektetők tapasztalatlansága miatt. A befektetők nem rendelkeznek befektetői tapasztalattal, tehát nem képesek felmérni, valójában milyen kockázatos egy induló vállalkozásba fektetni, vagy azt, hogy milyen fontos a kockázat porlasztása portfólióképzéssel. Az ágazatban alkalmazott standardizált szerződésekkel képtelenek védeni a saját érdekeiket. Ráadásul az alacsony befektetett összeg és az ebből realizált még alacsonyabb profit miatt a befektetési lehetőségek értékelése, vagy az aktív részvétel a vállalkozás menedzselésében – ami egyébként növelné befektetéseik sikerét – egyszerűen nem racionális a számukra: az ezekkel járó költségek meghaladják a realizált profitot. Profit realizálására egyébként kevés esélyük van: jelenleg nincsen kiépített másodlagos piac az interneten keresztül kibocsátott részvények számára, a vállalati felvásárlások és az IPO esélye pedig nagyon alacsony. A vállalatok nem túl szigorú beszámolási kötelezettsége és a nagy földrajzi távolságok miatt az információs aszimmetria hangsúlyos jelenléte jellemző a tőke-alapú közösségi finanszírozásra, így csalók közkedvelt színterévé válhat a jövőben.

A csalóktól kívánják megvédeni a befektetőket az egyre szigorúbb állami szabályozások és a platformok óvintézkedései. A befektetők sem állnak tétlenül a probléma megoldásában: szindikátusok létrehozásával csökkentik az ECF kockázatait. A szindikátusok élén az üzleti angyal befektető a szakértelmével biztosítja a befektetési lehetőségek minőségét és az információszolgáltatást, a tapasztalatlanabb befektetőknek pedig lehetőségük van az angyal által választott projektekbe akár kisebb összegeket is fektetni.

Empirikus kutatásom során megvizsgáltam a brit Seedrs platformot. A platform alapvető működése megegyezik a szakirodalomban ábrázolt, általános mechanizmussal. A Seedrs nagyobb hangsúlyt fektet befektetői megfelelő tájékoztatására és érdekvédelmére, mint versenytársai. Szerződéseikben olyan befektetői jogokat rögzítenek, mint az elővásárlási jog, vagy az úgynevezett „drag-along/tag-along” jogok, melyek a cég felvásárlása esetén érvényesülnek. Az egyénenkénti befektetések alsó határa 10 font, mellyel biztosítják, hogy az ECF tényleg mindenki számára elérhető legyen.

Kutatásom második fázisában elvégeztem a projektek általános statisztikai elemzését, megvizsgálva, hogy a szakirodalmi következtetésekkel azonos, vagy ellentétes eredményt kapok-e. Megállapítottam, hogy a platformon futó kampányok rendkívül diverzifikáltak, sok iparágat képviselnek, tehát az ECF befektetőknek valóban nincs szigorú szektorpreferenciájuk (Béza et al., 2013). A támogatott vállalkozások fele azonban Londonban található, ez pedig megdönti azt a feltételezést, hogy az ECF tőkéje nem a tradicionális finanszírozási formák által preferált földrajzi helyekre összpontosul. A befektetők földrajzi elhelyezkedését tekintve az átlagos befektetői távolság 741,6 km, amely elmarad a szakirodalom 4800 km-es eredményétől (Agrawal et al., 2011). Megfigyeltem továbbá, hogy az egy főre jutó átlagos befektetés körülbelül 605 ezer Ft, tehát valóban bárki befektethet ECF-en keresztül – akármilyen kis forrás is áll rendelkezésére. Számításaim szerint azonban 1 százaléknyi tulajdonrész megszerzéséhez körülbelül 12,5 millió Ft befektetésre van szükség. Összességében tehát elmondható, hogy bár akármilyen kis összeg befektethető, mérvadó tulajdonrészt csak a vagyonos rétegek képesek megszerezni. A befektetők viselkedését illetően fontos adat: a 2079 befektető csupán negyede fektette be vagyonát egyszerre több projektbe – a többiek nem vették figyelembe a portfólióképzés fontosságát. Kutatásom tehát nem támasztotta alá az összes szakirodalmi következtetést. Véleményem szerint ennek fő oka, hogy az ECF egy nagyon fiatal finanszírozási forma – éppen ezért az aktuális szakirodalma is kezdetlegesnek

nevezhető, hiszen nincs mögötte évekre visszamenő megfigyelés, vagy kutatás. A tudományos írások száma a témában azonban egyre növekszik, úgyhogy ez a probléma valószínűleg hamarosan megoldódik.

Kutatásom harmadik lépése a befektetői viselkedés elemzése volt. Megvizsgáltam, hogy a kampány profilján feltüntetett adatok mely szeletét veszik figyelembe legnagyobb mértékben a befektetők döntésük meghozatalakor. Többváltozós lineáris regresszióm eredménye azt mutatta, hogy az összegyűjtendő tőke mennyisége determinálja egyedül szignifikánsan a befektetők számát. Bár regresszióm eredménnyel zárult, mégis fontos kiemelni, hogy a nyolc változó közül kimutathatóan csak egy változó fontos a pozitív befektetői döntésben. Ebből az a következtetés vonható le, hogy a befektetők nem racionálisan, a platform által szolgáltatott információ-tömeg alapján döntenek, hanem sokkal inkább összbenyomás vagy szimpátia alapján. Emiatt azt javaslom az ECF-et választó vállalkozásoknak, hogy kampányaik kialakításakor törekedjenek a megbízható, szimpatikus benyomás közvetítésére a befektetőik felé irányuló kommunikációban.

Szakirodalmi és empirikus kutatásaim során arra a következtetésre jutottam, hogy a befektetők elsősorban profit elérése érdekében választják a tőke-alapú közösségi finanszírozást. Véleményem szerint bármely olyan befektetőt, aki tulajdonrészt vásárol – teszi azt az interneten keresztül, angyalként vagy más befektetőként – elsődlegesen a pénzügyi megtérülés motiválja. Azonban az ECF befektetők, akik a rendkívüli kockázatok mérlegelése után mégis úgy döntenek, hogy kezdő vállalkozásokba fektetnek az interneten keresztül, főként azért teszik, hogy **segítsenek** a vállalkozásoknak az elindulásban és az ötletek megvalósulásában.

Végezetül csak annyit: jó érzés volt a gyakran ridegnek titulált pénzügyi világnak olyan szegletét megismerni, amelyben egy kis jóakarat és segítőkészség is megnyilvánul.

# Irodalomjegyzék

Ahlers, G. K. C. - Cumming, D. - Günther, C. - Schweizer, D. (2012): Signaling in Equity Crowdfunding. Letöltés: 2016.08.21.

[https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2161587](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2161587).

Agrawal A. K. – Catalini, C. – Goldfarb, A. (2011): The Geography of Crowdfunding. *NBER Working Paper Series*. Letöltés: 2016.09.02. <http://www.nber.org/papers/w16820>.

Agrawal A. K., Catalini, C., Goldfarb, A. (2013): Some Simple Economics of Crowdfunding. *NBER Working Paper Series*. Letöltés: 2016.09.28. <http://www.nber.org/papers/w19133>.

Agrawal A. K., Catalini, C., Goldfarb, A. (2015): Are Syndicates the Killer App of Equity Crowdfunding? *MIT Sloan School Working Paper*. Letöltés: 2016.10.07. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2569988](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2569988).

Alliedcrowds (2016): Developing World Crowdfunding. Annual Report. Letöltés: 2016.09.26. <https://cdn.filestackcontent.com/kNfFQ9IgT2ObxzjhGqUU>.

Béza Dániel - Csákné Filep Judit - Csapó Krisztián - Csubák Tibor Krisztián - Farkas Szilveszter - Szerb László (2013): Kisvállalkozások finanszírozása. Perfekt Gazdasági Tanácsadó Oktató és Kiadó Zrt., Budapest.

Cholakova M. - Clarysse B. (2015): Does the Possibility to Make Equity Investments in Crowdfunding Projects Crowd Out Reward-Based Investments? *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 39, Issue 1, pp. 145-172.

CrowdfundingHub (2016): Current State of Crowdfunding in Europe.

Letöltés: 2016.09.12.

[http://www.sbs.ox.ac.uk/sites/default/files/Entrepreneurship\\_Centre/Docs/OxEPR2/current-state-crowdfunding-europe-2016.pdf](http://www.sbs.ox.ac.uk/sites/default/files/Entrepreneurship_Centre/Docs/OxEPR2/current-state-crowdfunding-europe-2016.pdf).

Dorff, M. B. (2013): The Siren Call of Equity Crowdfunding. Letöltés: 2016.07.05. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2325634](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2325634).

Gabison, A. G. (2015): Understanding Crowdfunding and its Regulations.

Letöltés: 2016.10.24.

<http://publications.jrc.ec.europa.eu/repository/bitstream/JRC92482/lbna26992enn.pdf>

Juhász István (2012): Milliók millióktól, avagy a közösségi finanszírozás szerepe a kisvállalkozások finanszírozásában. Szakdolgozat, Budapesti Corvinus Egyetem, Gazdálkodási és Menedzsment szak Kisvállalkozási szakirány. Letöltés: 2016.07.12. <http://szd.lib.uni-corvinus.hu/6072/>.

Kickstarter (2012): Double Fine Adventure. Letöltés: 2016.07.02. <https://www.kickstarter.com/projects/doublefine/double-fine-adventure/posts/1212221>.

Kosztópulosz Andreász - Makra Zsolt (2004): Az üzleti angyal hálózatok szerepe az informális kockázatitőke-piac élénkítésében. *Pénzügyek a globalizációban*. Letöltés: 2016.10.27. [http://www2.eco.u-szeged.hu/penzugytani\\_szcs/pdf/konyv1/koszi-makra.pdf](http://www2.eco.u-szeged.hu/penzugytani_szcs/pdf/konyv1/koszi-makra.pdf)

Kuppaswamy, V. - Bayus B.L. (2015): A Review of Crowdfunding Research and Findings. Handbook of New Product Development Research. Letöltés: 2016.08.12. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2685739](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2685739).

Kuti Mónika - Madarász Gábor (2014): Crowdfunding. *Public Finance Quarterly*. 2014/3 pp 355-366.

Massolution (2014): The Crowdfunding Industry Report, 2013CF. Letöltés: 2016.08.22. <http://www.compromisoempresarial.com/wp-content/uploads/137356857-Massolution-2013CF-Excerpt-Revised-04182.pdf>.

Regőci Bence (2013): Equity Based Crowdfunding és Lending Based Crowdfunding. Letöltés: 2016.09.03. <http://crowdfunding.blog.hu/>.

Seedrs (2016): Guides. Letöltés: 2016.10.12. <https://www.seedrs.com/learn/guides>.

Seedrs (2016): Risk Warnings. Letöltés: 2016.10.12. [https://www.seedrs.com/risk\\_warning](https://www.seedrs.com/risk_warning)

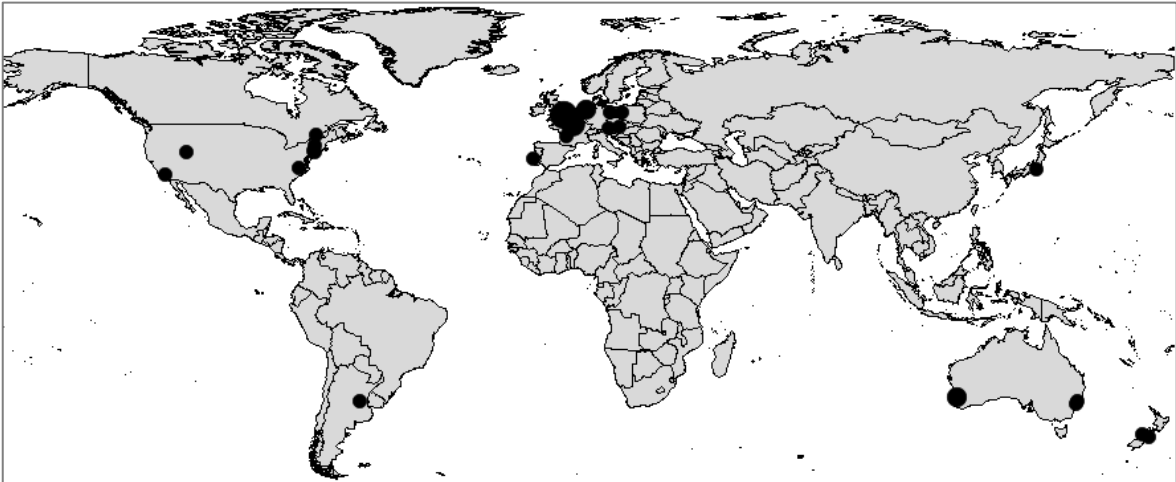
Vulkan N. - Astebro T. - Sierra M. F. (2015): Equity Crowdfunding: a New Phenomena. Said Business School Research Papers. Letöltés: 2016.09.12. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2700236](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2700236).

Wilson K. E. - Testoni, M. (2014): Improving the Role of Equity Crowdfunding in Europe's Capital Markets. Bruegel Policy Contribution. Issue 2014/09. Letöltés: 2016.07.05. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2502280](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2502280).

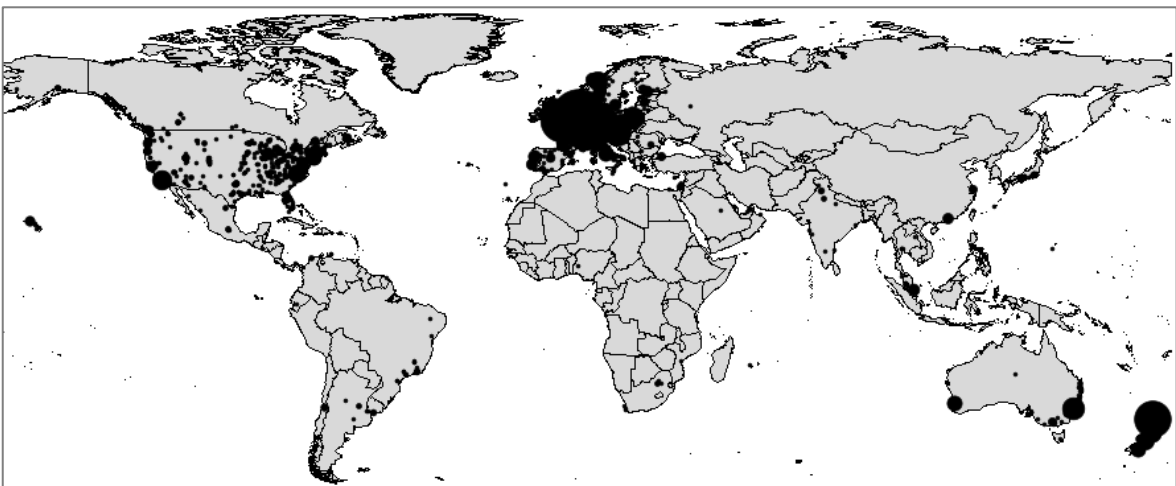
Wiltbank, R. E. (2009): Siding with the Angels: Business Angel Investing – Promising Outcomes and Effective Strategies. Letöltés: 2016.08.04. [http://www.crowdcube.com/ed\\_files/file/NESTABBA-Siding%20The%20Angels.pdf](http://www.crowdcube.com/ed_files/file/NESTABBA-Siding%20The%20Angels.pdf).

## Függelék

1. melléklet: Közösségi finanszírozásban részesült vállalkozások földrajzi elhelyezkedése. Forrás: Agrawal et al., 2011. 34. o.



2. melléklet: Közösségi finanszírozásban résztvevő befektetők földrajzi elhelyezkedése.  
Forrás: Agrawal et al., 2011. 34. o.





3. melléklet: Befektetői regisztrációs kérdőív. (*Investment Authorisation Questionnaire*) Forrás: Seedrs.com. Saját fordítás.

1. A legtöbb kezdő vállalkozás:
  - a. Sikeres lesz.
  - b. Egyenesbe jön.
  - c. **Megbukik.**
2. Amennyiben befektetek egy kezdő vagy növekedés-orientált vállalkozásba, és a vállalkozás megbukik:
  - a. **Senki sem lesz arra kötelezett, hogy megtérítse a befektetésemet, a pénzem elveszik.**
  - b. A vállalkozást alapítók személyesen kötelezettek lesznek a befektetett összegem megtérítésére.
  - c. A bróker vagy közvetítő, aki a tranzakciót elrendezte, kötelezett lesz a befektetett összegem megtérítésére.
3. Amennyiben befektetek egy kezdő vagy növekedés-orientált vállalkozásba, de aztán úgy döntök, hogy vissza akarom kapni a pénzem:
  - a. Visszaadhatom a részvényeimet a kibocsátónak, és visszakapom a pénzem.
  - b. Bármikor képes leszek értékesíteni minden részvényemet a tőzsdén.
  - c. **Nem biztos, hogy képes leszek értékesíteni a részvényeimet, hacsak a vállalkozást nem vásárolja fel egy másik cég, vagy maga nem lép tőzsdére – és még ezekben az esetekben sem garantált az értékesíthetőség.**
4. A kezdő és növekedés-orientált vállalkozások általában:
  - a. **Nem fizetnek osztalékot a befektetőiknek**
  - b. A befektetés után egy éven belül kezdenek osztalékot fizetni.
  - c. Rögtön a befektetés után már fizetnek osztalékot.
5. Amennyiben befektetek egy kezdő vagy növekedés-orientált vállalkozásba, és a vállalkozás sikeres lesz, én pedig készpénzre váltanám ezt a sikert:
  - a. Biztosan találni fogok valakit, aki megveszi a részvényeimet.
  - b. **Bonyolult lesz találni valakit, aki megvásárolja a részvényeimet – még akkor is, ha a vállalkozást egy másik cég felvásárolja, vagy tőzsdére lép.**
  - c. A vállalkozás mindig kötelezett lesz visszavásárolni a részvényeimet előre meghatározott áron.
6. Ha a részvényeim a tulajdonosi részesedés 1 százalékát reprezentálják a befektetésem pillanatában, és később a vállalkozás újabb részvényeket bocsát ki:
  - a. A részvényeim továbbra is a tulajdonosi részesedés 1 százalékát reprezentálják majd.
  - b. **Hígítás miatt a részvényeim a tulajdonosi részesedés kevesebb, mint 1 százalékát fogják reprezentálni.**
  - c. Növekedés miatt a részvényeim a tulajdonosi részesedés több, mint 1 százalékát fogják reprezentálni.

7. A legjobb módszer (*best practice*), amikor egy kezdő vagy növekedés-orientált vállalkozásba fektetnek be:
- A rendelkezésre álló tőkém kis részét fektetem ilyen vállalkozásokba, a nagyobb részét biztosabb befektetésekre allokálva.
  - A rendelkezésre álló tőkém nagyobb részét fektetem ilyen vállalkozásokba, a kisebb részét biztosabb befektetésekre allokálva.

4. melléklet: Iparágak gyakorisága empirikus kutatásomban. Saját szerkesztés. Seedrs.com adatai alapján.

Iparágak	Projektek száma
Advertising&Marketing	1
Automotive&Transport	2
Clothing&Accessories	3
Content&Information	3
Data&Analytics	1
Entertainment	1
Finance&Payments	2
<b>Food&amp;Beverage</b>	<b>7</b>
Home&Personal	1
Poperty	1
Property	1
Recruitment&Procurement	1
SaaS/PaaS	3
Travel, Leisure & Sport	2
Unknown	1

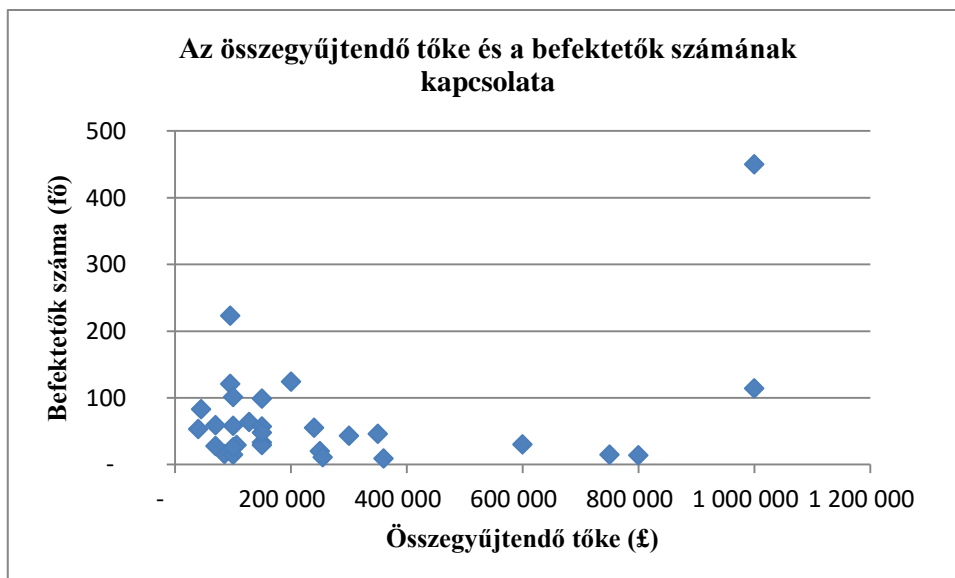
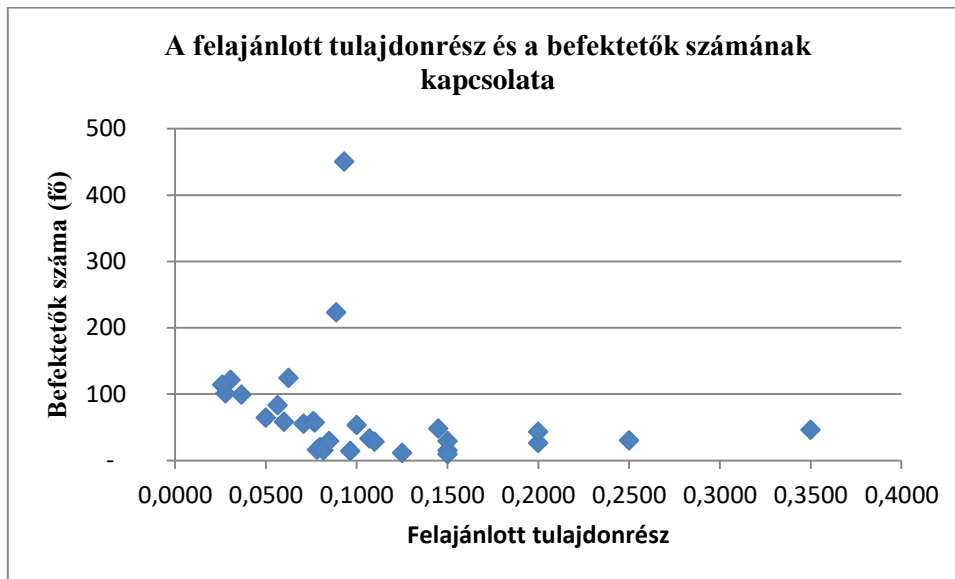
5. melléklet: Első korrelációanalízis eredménytáblája. Seedrs adatok alapján.

	<b>Investor number</b>	Equity offered	Investment sought	Pre-money valuation	Location	Years in business	% Full timers	Strategy
Investor number	<b>1,00000</b>							
Equity offered	<b>-0,23954</b>	1,00000						
Investment sought	<b>0,36100</b>	0,15567	1,00000					
pre-money valuation	<b>0,29750</b>	-0,27691	<b>0,62129</b>	1,00000				
Location	<b>-0,06546</b>	-0,06065	0,01482	0,15472	1,00000			
Years in business	<b>-0,06421</b>	0,01375	-0,01390	-0,10253	-0,14205	1,00000		
% full timers	<b>-0,10719</b>	0,32966	0,11396	-0,17717	0,46672	0,16941	1,00000	
Strategy	<b>0,26495</b>	0,00371	0,02566	0,17784	0,13608	-0,15223	-0,13646	1,00000
Av. top investor distance	<b>-0,09488</b>	-0,11766	0,01823	0,07273	-0,18326	0,67650	0,19604	-0,09416

6. melléklet: Második korrelációanalízis eredménytáblája. Seedrs adatok alapján.

	<b>Investor number</b>	Equity offered	Investment sought	Location	Years in business	% full timers	Strategy
Investor number	<b>1,00000</b>						
Equity offered	<b>-0,23954</b>	1,00000					
Investment sought	<b>0,36100</b>	0,15567	1,00000				
Location	<b>-0,06546</b>	-0,06065	0,01482	1,00000			
Years in business	<b>-0,06421</b>	0,01375	-0,01390	-0,14205	1,00000		
% full timers	<b>-0,10719</b>	0,32966	0,11396	0,46672	0,16941	1,00000	
Strategy	<b>0,26495</b>	0,00371	0,02566	0,13608	-0,15223	-0,13646	1,00000
Av. top investor distance	<b>-0,09488</b>	-0,11766	0,01823	-0,18326	0,67650	0,19604	-0,09416

7. melléklet: A felajánlott tulajdonrész és az összegyűjtendő tőke kapcsolata a befektetők számával. Saját szerkesztés. Seedrs adatok alapján.



8. melléklet: Többváltozós lineáris regresszió SPSS eredménytáblája. Seedrs adatok alapján.

**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	,534 <sup>a</sup>	,285	,203	76,3038

a. Predictors: (Constant), Marketing, competition strategy, Equity offered, Investment sought (?)

**ANOVA<sup>a</sup>**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	60437,510	3	20145,837	3,460	,031 <sup>b</sup>
	Residual	151379,190	26	5822,277		
	Total	211816,700	29			

a. Dependent Variable: Investor number

b. Predictors: (Constant), Marketing, competition strategy, Equity offered, Investment sought (?)

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	49,066	32,325		1,518	,141
	Equity offered	-367,064	203,319	-,303	-1,805	,083
	Investment sought (?)	,000	,000	,402	2,392	,024
	Marketing, competition strategy	43,870	28,446	,256	1,542	,135

a. Dependent Variable: Investor number