

Közösségi finanszírozás – valós lehetőség-e a hazai kisvállalatok számára?*

Bethlendi András – Végh Richárd¹

Crowdfundingnak, magyar elnevezéssel közösségi finanszírozásnak nevezzük az olyan, internetalapú platformon keresztül történő anyagi segítségnyújtást, amikor nagyszámú magánszemély vagy szervezet egyenként kis összeggel finanszíroz művészeti, sport-, társadalmi, technológiai vagy üzleti projekteket, elképzeléseket. A közösségi finanszírozás potenciális finanszírozási forrása a kkv-szektornak, különösen a startup vállalkozásoknak. A fejlett országokban az állományok gyors növekedést mutatnak, de más finanszírozási formákhoz képest ma még marginálisnak tekinthetők. Magyarországon is megjelentek az első közösségi finanszírozással foglalkozó oldalak. A piac fejlődését leginkább a befektetői bizalom szolgálná, amelynek a kialakításához egy jól működő üzleti struktúrára, transzparenciára és megfelelő szintű befektető védelemi szabályokra lenne szükség.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: E44, G20, G24, G28

Kulcsszavak: közösségi finanszírozás, crowdfunding, crowdfunding platform, startup, peer to peer (P2P) lending, részvény típusú közösségi finanszírozás, Kickstarter, Lending Club, Crowdcube, JOBS Act

1. Mit jelent a közösségi finanszírozás, milyen típusai léteznek?

A közösségi finanszírozás – crowdfunding – egy fiatal, terjedőben levő internetes jelenség, amely világszerte egyre nagyobb szerepet kap a kreatív ötletek és művészi projektek, vagy akár üzleti elképzelések megvalósításában. A 2000-es évek második felétől, az internetes közösségi oldalak népszerűségének robbanásszerű növekedését követően számos vállalkozás, kezdő vállalkozó és művész lát elindulási, bemutatkozási, befutási lehetőséget a közösségi

* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját. Végh Richárd, piacfelügyeleti igazgató (MNB); Bethlendi András, fogyasztóvédelemért és piacfelügyeletért felelős ügyvezető igazgató (MNB).

1 A szerzők köszönik Baranyai Lászlónak, Móczár Krisztiánnak, Németh Péternek, Varga Ritának és a két anonim lektornak a cikk elkészítésében nyújtott segítségüket.

projektoldalakban. Egy új elképzelés, vállalkozás elindításának anyagi szükségleteit tipikusan egy szűk hármas kör biztosítja: a család és a barátok, ismerősök, akik a nagy kockázat ellenére, elsősorban a személyes érintettség okán finanszírozzák az új ötleteket. Az internetes közösségek megjelenésével ez a szűk kör jelentősen kibővült, és megnyílt annak a lehetősége, hogy az új ötletek megvalósításába egy jóval szélesebb kör kapcsolódjon be. Az erre a célra létrehozott internetes oldalak megvalósították a közösségi finanszírozás modelljét.

A közösségi finanszírozásnak több fajtája létezik aszerint, hogy milyen mértékben hasonlít a konstrukció a hagyományos banki és tőkepiaci finanszírozási formákra. Eszerint megkülönböztetnek nonprofit (adomány és jutalom), fedezet nélküli kölcsön (magánszemélyek közötti hitelezés, közvetlen hitelezés a vállalkozásoknak), részvény, illetve kötvény típusú finanszírozást. A pénzgyűjtő kampányok ellenértékeként a szponzor a közösségi finanszírozás típusának megfelelő ellenértékben részesül.

- Adomány (donation) típus esetében: nincs ellenszolgáltatás, a művészeti, társadalmi kezdeményezések jellemzően ilyen módon toboroznak támogatókat.
- Jutalom (reward) típus esetében: az adományozó leggyakrabban csekély ajándékot kap (emlékbe, köszönetképpen; vagy esetleg az általa is szponzorált eseményen részvételi jogot szerez, illetve az elkészült eszköz egy példányát kapja meg).
- Hitel (lending) típus esetében: előre meghatározott kamatot kap, amely lehet a platform által garantált is.
- Részvény (equity) típus esetében: értékpapírban megtestesülő tulajdonjogot szerez. A hozam kifizetése osztalék vagy árfolyamnyereség formájában történik.

1. táblázat Közösségi finanszírozási modellek				
	Nonprofit		Üzleti	
Típusok	Adomány	Jutalom	Hitelezés – magánszemélyek közötti – vállalkozások közvetlen hitelezése	Befektetés – tőke – tőkejellegű (átváltható kötvény)
Jellemzők	Ellenszolgáltatás nélküli szerződés filantróp alapon; Jelentősebb tőkebevonásra nem képes	Nem pénzügyi ellenszolgáltatást helyez kilátásba; Elszámoltathatóság korlátozott; Jelentősebb tőkebevonásra nem képes	Hitelszerződés, a hitelt kamatostul fizetik vissza; Jelentősebb összegű tőke bevonására képes; Jelentős befektetői kockázatok	Tulajdonosi szerződés, részvény- vagy kötvényszerű befektetés; Jelentősebb összegű tőke bevonására képes; Jelentős befektetői kockázatok
<i>Megjegyzés: az üzleti típusokon belül még egy nem túl gyakori típust különböztetünk meg, a jogdíjalapút. Forrás: ESMA/2014/CFSC/23</i>				

Első pillantásra a részvény típusú közösségi finanszírozási forma tartalmilag hasonlít a kockázati tőke működésére. Ezen a finanszírozási formán keresztül jellemzően (de nem kizárólagosan) startupok próbálnak forrást bevonni. Azonban mind a forrásbevonás módja, mind a megcélzott befektetői kör, valamint az egész szabályozási környezet jelentősen eltér a kockázati tőkebefektetéstől. A részvény típusú közösségi finanszírozási tranzakcióban az online platform hirdeti meg a kampányt, és szervezi meg a kibocsátó mint tőkeigénylő és a többségében magánszemély befektető mint tőkeforrás közötti tranzakciót, amelyet az internetes portál szabályai határoznak meg. A határozott idejű tőkegyűjtési időszak végén, ha a céltőke összegyűlt, akkor a kibocsátó rendelkezésére bocsájtják. A portál tehát csak az elsődleges kibocsátást szervezi.

A hitel típusú közösségi finanszírozást szokták még a mikrofinanszírozással (micro finance, social lending) összehasonlítani, bár a két forma között jelentős eltérések lehetnek. A mikrofinanszírozás általában a szegény társadalmi rétegeket célozza meg; jellemzően kis összegű és volumenű hitelezést jelent. Ugyanakkor Magyarországon és más közép-kelet-európai országban a mikrofinanszírozás szociális aspektusa nem jelentős, alapvetően a mikro- és kisvállalkozások forráshoz jutásának egy jelentős formája a hitelcélok szélesebb skálájával. A közösségi finanszírozás egyrészt nem szűkíti le a hitelcél és adóskört, másrészt az új ötletek, technológiaintenzív hitelezési célok hangsúlyosak, harmadrészt nagyobb összegű hiteleket is hozzáférhetővé tehet.

A közösségi finanszírozás egyik legnagyobb előnye, hogy a kvv-szektor számára nyújt finanszírozási lehetőséget. A kvv-szektor világszerte jelentős mértékben járul hozzá a GDP előállításához és a foglalkoztatáshoz, ezért fontos, hogy az innovatív, növekedés előtt álló cégek hozzáférjenek a növekedésükhöz szükséges pénzforrásokhoz. A közösség finanszírozó hajlandósága nem véletlenül a válság kitörését követően, 2008-ban indult gyors növekedésnek. Ekkor ugyanis a bankok hitelezési képessége és hajlandósága, valamint a tőkepiaci forrásbevonási lehetőségek visszaestek.

A befektetők számára a pénzügyi platformokon elérhető befektetések egy teljesen új, fedezetlen kockázathoz biztosítanak hozzáférést, ami egy új befektetési eszközosztályt és új diverzifikációs lehetőséget biztosít. A kockázatoknak a befektetési eszközök közötti, hatékony megosztása hozzájárulhat a rendszerszintű kockázat csökkenéséhez.

A platformok közös jellemzője, hogy interneten működnek, fizikai jelenlétre, hagyományos pénzügyi közvetítőkre esetükben nincsen szükség. A hitelfelvevők minősítése jellemzően automatikusan, előre definiált paraméterek mentén történik, így az élők munkai igény is alacsonyabb a hagyományos finanszírozási csatornákhöz képest. Ennek köszönhetően jelentős költségelőnyt tudnak elérni, ami olcsó és hatékony pénzügyi közvetítést tesz lehetővé.

A platformok új szereplőként versenytársai a hagyományos finanszírozást nyújtó intézményeknek, így ezeket is szolgáltatásaik javítására, gyorsabb és olcsóbb ügyfélkiszolgálásra készítetik.

2. Ma mekkora piacról beszélünk?

A közösségi finanszírozás 2008-tól nagy ütemben növekszik. A különböző típusú internetes platformok száma 2013-ra világszerte meghaladta a 800-at, több tízezer kezdeményezést talált támogatásra sok millió szponzortól. A finanszírozás volumenét tekintve elmondható, hogy az adományalapú platformok adták még 2013-ban is az összegyűjtött források több mint felét. Az iparág üzleti jellegű szektora által kihelyezett források állománya 2013-ra 6,4 Mrd USD-ra nőtt, és sikere töretlen. Dinamikus fejlődés, évente duplázódó összeg jellemzi, amelyben az USA (51%), UK (17%), illetve Kína (28%) részesedése dominál (ESMA, 2014).

Az új finanszírozási mód világszerte megkezdte hódító útját, ami azt vetíti előre, hogy a szegmens további dinamikus bővülés elé néz. Az iparág jövőbeni sikerét nagyban befolyásolja a jogszabályalkotóknak és felügyeleteknek a közösségi finanszírozáshoz való viszonya. Megfelelő szintű szabályozottság esetén a közösségi finanszírozás a kkv-k és startupok finanszírozásának fontos szegmensévé válhat. A tipikus forrásbevonás összege széles sávban szóródik (1000-tól egymillió dollárig). 2025-re a közösségi finanszírozás mérete globálisan akár a 90 milliárd dollárt is elérheti éves szinten (World Bank, 2013).

Az internetes kultúra és a nagy belső piac révén az internetalapú szociális, valamint tőkebevonási célú kampányolás leginkább az USA-ban virágzott fel, ahol számos internetes portál kezdett foglalkozni az akciók meghirdetésével, a műfaj népszerűsítésével, a sikeres kampányok kommunikációjával. A platformok eredményességének egyik mutatója, hogy a pénzgyűjtő kampányaik hány százaléka tekinthető sikeresnek (a meghirdetett összeg lejegyzésre kerül-e).

2. táblázat

A közösségi finanszírozási platformok száma egyes országokban

Ország	CF-platformok száma	Ország	CF-platformok száma
USA	344	Brazília	17
Franciaország	63	Kanada	34
Olaszország	15	Ausztrália	12
Egyesült Királyság	37	Dél-Afrika	4
Spanyolország	27	India	10
Hollandia	34	Oroszország	4
Németország	26	Belgium	1
		Hongkong (Kínai Népköztársaság)	1
		Kína	1
		Egyesült Arab Emírátsok	1
		Észtország	1

Forrás: World Bank (2013)

Az Amerikai Egyesült Államokban a legdinamikusabban fejlődő, adomány típusú crowdfunding platform a *Kickstarter*, amely 2008-ban kezdte meg működését; azóta 44%-os sikerrátával közel 850 millió dollárt közvetített mintegy 50 000 projektbe. A második legsikeresebb amerikai crowdfunding platform az *Indiegogo*, ahol például 2014. április végén két magyar fiatal által kifejlesztett, új ügyességi játék, a *Feel Flux* gyártására 36 918 dollár gyűlt össze. (Forrás: http://crowdfunding.blog.hu/2014/07/15/magyar_crowdfunding_sikersztori_feel_flux.)

A közösségi finanszírozás a 2009-es gazdasági válságot követően nagy lendületet kapott Európában is. Magyarországon a közösségi finanszírozási platformok 2012-ben jelentek meg (*Creative Selector* és *Indulj.be*), eddig azonban csak néhány sikeres projektet tudhatnak maguk mögött.

3. Jelentős kockázatok

A közösségi finanszírozás – előnyei ellenére – jelentős kockázatokat hordoz a finanszírozóra nézve. Ezek egy része szabályozással, illetve megfelelő platformokkal csökkenthető. Ugyanakkor mindenképpen magas kockázatú terméknek tekinthető. A legjelentősebb kockázati faktorok a hitel-, illetve a partnerkockázat. Ezek részben csökkenthetőek, ha a platform egyrészt végez bizonyos előszűréseket a potenciális befektetéseket kínáló között, másrészt a befektetés jegyzése és a pénzügyi elszámolások terén bizonyos szolgáltatásokat is magára vállal. A platformok gyakorlata e téren jelentős eltéréseket mutat, de számos platform elmozdult az adós csődjét, illetve késedelmes teljesítésének a kockázatát csökkentő gyakorlat irányába. Ezek hatására az amerikai *Lending Club*on például csak minden tizedik igénylő jut finanszírozáshoz. A nemteljesítés aránya szintén változó platformonként és országonként, az USA-ban az átlagos nemteljesítés aránya jelentősen csökkent a 2000-es évek közepén tapasztalt 30%-ról, és a legsikeresebb platformokon tapasztalt arány mindössze 3-7% között van az IOSCO adatai alapján. (Forrás: IOSCO, 2014.)

A második legjelentősebb kockázat a befektetők megtévesztése, illetve alulinformálása a projektekről. Könnyű kihasználni a személyes kapcsolat hiányát, és a befektetők megtévesztésére törekedni. Mivel a platformok csak online működnek, a hitelminősítés folyamata nagyrészt automatikus, illetve a hitelfelvevő által szolgáltatott adatokat nem minden esetben ellenőrzik, ezért nagymértékű az információs aszimmetria vagy a szándékos megtévesztés veszélye. Fokozottan fennáll annak a kockázata, hogy a befektetők nem képesek felmérni a befektetéshez kapcsolódó rizikó valós mértékét. A közösségi finanszírozás megfelelő működéséhez elengedhetetlen a tájékoztatási szabályok jobb érvényesítése, amihez speciális szabályok is szükségesek.

A platformok online működése és a személyes kontaktusok hiánya mind a befektetők, mind a forrásgyűjtők oldaláról fokozott pénzügyi kockázatokat jelent a hagyományos pénzügyi közvetítőrendszerhez képest.

A kockázatok között meg kell említenünk a likviditási kockázatot is. A közösségi finanszírozási platformokon eszközölt befektetések jellemzően teljesen illikvidek, azaz lejárat előtt nem lehetséges kiszállni belőlük. A részvény- és kötvényplatformok is alapvetően az elsődleges forrásbevonásnak biztosítanak terepet, az értékpapírokkal való másodlagos kereskedelemre tőzsdészerűen a legtöbb esetben csak nagyon korlátozott módon, magas eladási költséggel van lehetőség.²

Végül a működési kockázatot is ki kell emelnünk. Egyrészt származhat a már említett csalásból, másrészt a jelenlegi platformok bizonyos kiemelt kockázatot hordozó jellemzőiből. Ugyanis a jelenlegi platformok nagy része kisvállalkozásként korlátozott erőforrásokkal, feltételezhetően gyengébb kontrollokkal és vállalatirányítási rendszerrel működik, összevetve a pénzügyi szolgáltató iparág sztenderdjeivel.

A fenti kockázatok Magyarországon várhatóan jelentősebbek, mint a fejlettebb régiókban. A magas kockázatok és az üzleti bizalom hiánya béklyója lehet e finanszírozási forma érdemi fejlődésének. Ezt a korlátot egy jó minőségű szabályozás, illetve működési struktúra (modell) tudná feloldani.

4. Hogy működnek a legsikeresebb platformok?

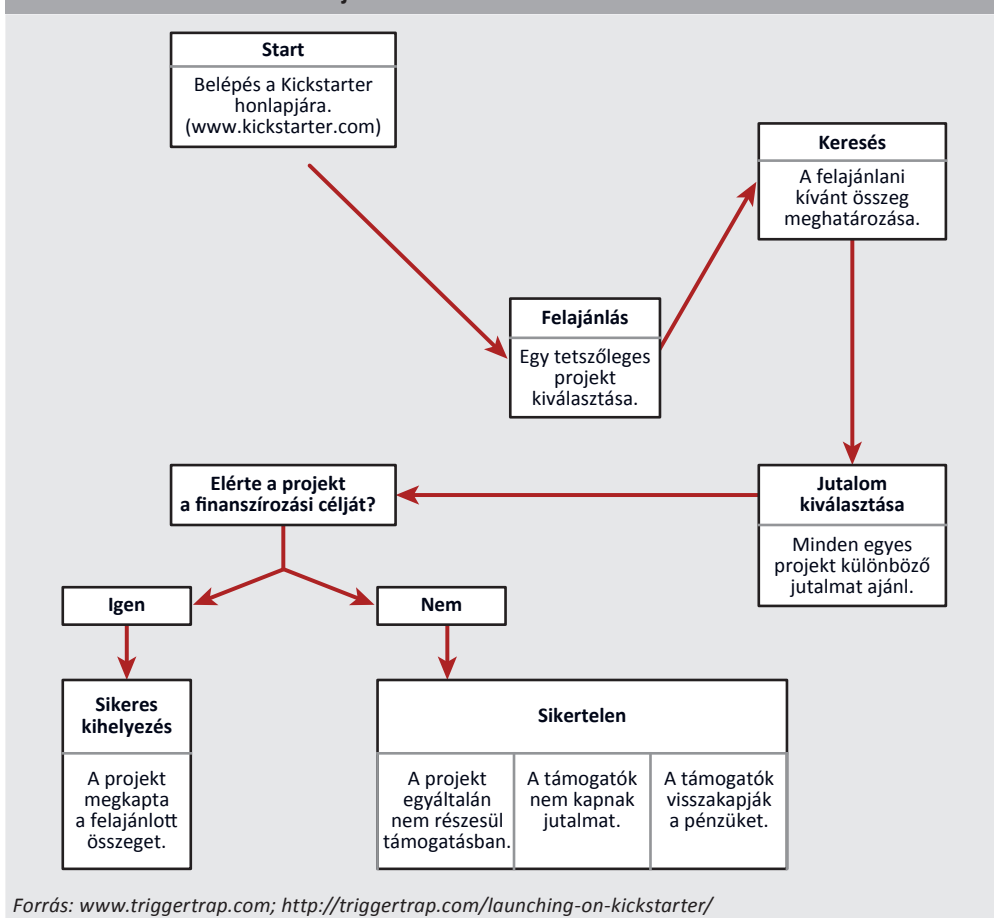
4.1. Kickstarter

A már említett Kickstarter nemzetközi viszonylatban a legjelentősebb crowdfunding oldal. A cég küldetése a kreatív ötletgazdák, művészek, feltalálók, innovátorok projektjeinek és ötleteinek támogatása. A Kickstarter egy úgynevezett „donation” típusú, internetalapú platform, ami azt jelenti, hogy a támogatók nem válhatnak befektetőkké vagy részvényesekké, ellenszolgáltatást sem kapnak.

A sikeres projekthez kiváló ötletekre, termékekre van szükség, ugyanis ennek a hatására válhat valóra a projekt. Hatalmas népszerűségnek örvendett például a Pebble smartwatch („okos” óra), amely 10 millió dollárt gyűjtött össze. A rekordot az Ouya nevű android alapú játékkonzol tartja, amely kevesebb mint 8,5 óra alatt 1 millió dollárt, összességében pedig több mint 8,5 millió dolláros támogatást szerzett. Az internetes platform a támogatásból 5%-os díjat szed be. (Forrás: www.kickstarter.com, <http://androidportal.hu/2013-01-04/ouya-az-androidos-jatekkonzol>, <http://www.cnbc.com/id/48725154#>.)

2 Lásd például a Lending Club működését bemutató fejezetben.

1. ábra
A Kickstarter működési modellje



A Kickstarter 2012-ben kezdte nemzetközi terjeszkedését, amelynek első állomása az Egyesült Királyság volt; 2013-ban már Kanadában, Ausztráliában és Új-Zélandon is működött.

4.2. Lending Club³

A Lending Club egy online hitelpiac, ahol a hitelfelvevők és befektetők közvetlenül egymásra találhatnak a platform által kínált technológiai és pénzügyi innováció segítségével. Az amerikai cég célja, hogy alapjaiban változtassa meg a hitelezést, olcsóbbá, átláthatóbbá és ügyfélbarátabbá téve azt. A cég 2007-ben kezdte meg működését, mára több

³ A modell leírása a cég honlapja és az amerikai értékpapír piaci hatóság (SEC) által jóváhagyott kibocsátási tájékoztató alapján készült.

mint 230 ezer hitelügyletet kötöttek a platformon összesen 3,2 milliárd dollár értékben; jelenleg több mint 400 alkalmazottat foglalkoztat. Számos háttér szolgáltatást nyújtanak az internetes felület üzemeltetésén túl, ami elősegíti a hitelezést. Ilyen például a kölcsönt kérelmezők hitelminőségének a vizsgálata, illetve a fizetési kötelezettségek teljesítését elősegítő szolgáltatások. (Forrás: [https://www.lendingclub.com/fileDownload.action?file=10-K-DEC-31-2013.pdf&type=sf10k.](https://www.lendingclub.com/fileDownload.action?file=10-K-DEC-31-2013.pdf&type=sf10k))

Alapvetően kétféle hiteltermék érhető el a platformon. Az első egy fogyasztási hitel, amelyet magánszemélyek vehetnek igénybe 1000–35 000 dolláros összeghatárok között. Ezek a hitelek fix kamatozásúak és 3 vagy 5 éves időtávra szólnak. Csak meghatározott hitelminősítéssel rendelkező személyek részesülhetnek ilyen hitelben. A befektetők (hitelezők) kötvényformában megjelenő, kis hitelrészeket (note) vásárolnak meg. Ez tulajdonképpen a kis összegű hitelek értékpapírosítását jelenti. 2014-ben bevezettek egy új terméket, a kisvállalkozói hitelt, melynél 15 ezer és 100 ezer dollár közötti összeget lehet felvenni szintén fix kamatozással, 1 és 5 év közötti futamidőre. (Forrás: [https://www.lendingclub.com/fileDownload.action?file=Clean_As_Filed_20140430.pdf&type=docs.](https://www.lendingclub.com/fileDownload.action?file=Clean_As_Filed_20140430.pdf&type=docs))

A hitelezési piacon a platform elsősorban a bankokkal versenyez, azonban jelentős költség-előnyt tud elérni, mivel nem rendelkezik fizikai bankfiókhálózattal, és az alapvetően online technológia használata hatékony működést és költségelőnyt biztosít számára. A befektetők szempontjából a hagyományos befektetési lehetőségekkel (bankbetét, kötvény, részvény, befektetési alapok) versenyez a szolgáltatás. A platformnak a befektetők számára hangsúlyozott előnye, hogy változatos, rugalmas, jó kockázatarányos hozamot és a hagyományos eszközökkel nem korreláló befektetési lehetőséget kínál.

A hitelezési tevékenységet egy a platformmal partneri viszonyban álló hitelintézet (Web-Bank) nyújtja, amely jutalékot kap a platformtól a hitelek után. A hitelek kamatának és folyósítási díjának megállapítása a hitelfelvevő kockázatosságának a függvénye, amit a platform saját minősítési modellje alapján kalkulálnak.

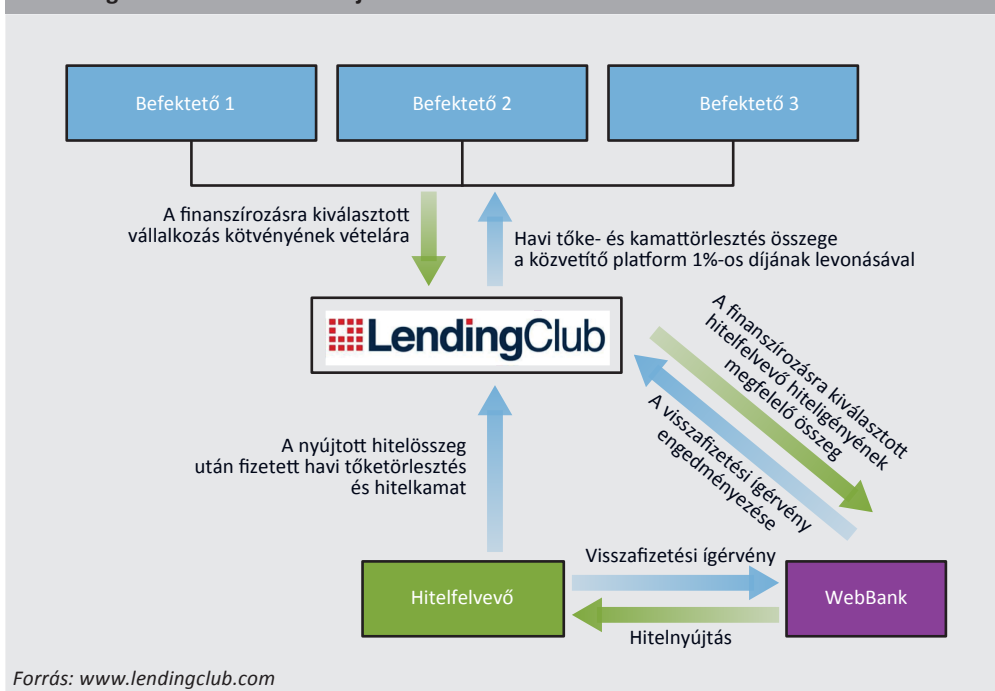
A hitelek finanszírozásának folyamata három módon történhet:

1. Nyilvános kötvénykibocsátással: nyilvános kötvénykibocsátási tájékoztató elkészítésével a kötvényeket bárki megvásárolhatja a platformon. A kötvény kibocsátója maga a platformot üzemeltető Lending Club. Minden kötvénysorozat fedezetét az egyes folyósított hitelek biztosítják. A kötvények kamat- és tőke-visszafizetését teljes egészében a mögöttes hitel visszafizetéséből származó pénzáramok biztosítják.
2. Értékpapírok zártkörű értékesítése: akkreditált befektetők számára zártkörű értékpapír-kibocsátást is megvalósítanak, ahol a nyilvános kibocsátáshoz hasonlóan, az értékpapírok fedezetét csak a hitelek visszafizetése jelenti.
3. Hitelek értékesítése harmadik fél számára: az ügyfelek kiszolgálását ebben az esetben ugyanúgy továbbra is a platform végzi.

A Lending Club jelentős automatizált informatikai rendszerekkel rendelkezik a következő területeken: ügyfél-akvizíció, regisztráció, jegyzés, fizetési folyamatok, elektronikus számlamozgást követő rendszer.

A cég tevékenysége – tekintve, hogy a hitelezési és az értékpapír-kibocsátási terület komplex pénzügyi szolgáltatást jelent – erősen szabályozott és felügyelt, valamint előzetes engedélyezés alá esik.

2. ábra
A LendingClub működési modellje



A befektetés folyamata a befektetők regisztrációjával indul a platformon. A regisztráció során megtörténik a befektetők azonosítása, aláíratnak velük egy befektetési szerződést, amely rendelkezik a kötvényvásárlással kapcsolatos részletszabályokról. A befektetőknek teljesíteniük kell bizonyos (államonként változó) pénzügyi biztonsági, befektetővédelmi előírásokat, amelyek kikötik a befektető éves jövedelmének és nettó vagyonának minimumát, illetve maximalizálják az egyes befektetések összegét. A befektetők nem vásárolhatnak a nettó vagyonuk 10%-ánál nagyobb összegben a kötvényekből.

A regisztrációt követően a befektetők szabadon válogathatnak a hitelkérelmek között, és 25 dolláros egységenként dönthetnek a vételi szándék jelzéséről a rendelkezésükre álló, szabad pénzeszközök erejéig. A vételi szándék megerősítése után azt visszavonni már nem lehet, és a pénzeszköz másra nem lesz felhasználható.

A tényleges hitelnyújtó minden esetben az erre engedéllyel rendelkező WebBank, vele kötik meg a hitelszerződést. A hiteligény benyújtásakor a kérelmezők megadják az éves jövedelmüket, munkahelyüket, továbbá hozzájárulnak ahhoz, hogy a platform külső hitelinformációs intézményektől beszerezhesen az igénylő hitelképességére vonatkozó adatokat. A beszerzett adatok alapján megítélik az illető hitelképességét, és ezeket az információkat (az igénylő nevének kivételével) megosztják a honlapon a befektetőkkel, akik az információk alapján eldöntik, hogy be szeretnének-e fektetni a hitel fedezetével kibocsátott kötvénybe.

A hitelek kamatát egy bizottság határozza meg az alábbi szempontok alapján:

- általános gazdasági környezet;
- a források és az igények keresleti-kínálati viszonyának alakulása a platformon;
- az adott minőségű igényhez várható veszteségarány;
- a versenytársak által kínált, versenyző termékek árazása.

A hitelek éves kamata jellemzően 6 és 26 százalék közé esik.

Amint egy hiteligény megkapta a hitelminősítési besorolását, valamint a kamatbizottság meghatározta a hozzá tartozó kamatot, az igény megjelenik a Lending Club internetes platformján, és láthatóvá válik a befektetők számára. A befektetők nem látják az igénylő nevét, de látják az igényelt összeget, a minősítést, a futamidőt, a hitelfelvevő jövedelmét, foglalkozását és azt, hogy ezeket az információkat hitelesítették-e. Elérhető továbbá, hogy eddig mekkora összegre van jegyzési szándék a befektetők részéről, valamint a felvevő által igényelt hitel felhasználási szándéka. Elérhetők továbbá a külső hitelinformációs intézmények (credit bureau) által biztosított információk is. Ezek a hitelről és a hitelfelvevőről szóló információk az értékpapír kibocsátása kapcsán tájékoztató kiegészítésként jelennek meg a nyilvánosság előtt, ezáltal a közzététel szabályaira a tájékoztatóra vonatkozó szabályok az irányadók, valamint tartalmazzák a megfelelő kockázati figyelmeztetéseket.

A hiteligények maximum 14 napig található meg a platformon: ennyi idő áll a befektetők rendelkezésére, hogy jelezzék vételi szándékukat. Ezt követően a hiteligénylő kérelmezheti az igény újralistázását a még nem finanszírozott összeg erejéig. A hiteligény zárásakor a WebBank kifizeti az igényelt hitelösszeget a hitelfelvevőnek a Lending Clubot használva fizetési megbízottként, majd engedményezi a hitelt a Lending Clubnak. A kötvények kibocsátásakor a befektetők számlájáról a kötvények vételárát (névértékét) levonják. Sikeres hitelfolyósítás esetén a hitelfelvevő megfizeti a folyósítási díjat, amelyet levonnak a folyósított összegből.

A kötvények másodpiaci forgalma korlátozott. A kötvényeket a befektetők nem adhatják el, csak az erre létrehozott és nem az előzőhöz kapcsolt, befektetési szolgáltató által üzemeltetett kereskedési platformon, aminek a díja 1%.

A törlesztőrészletek fizetésével kapcsolatos információt eljuttatják a befektetők, illetve a külsős hitelinformációs intézmények számára. Késedelmes fizetés esetén lehetőség van új fizetési ütemezéssel kapcsolatos megállapodásra a kötvénybirtokos befektetők beleegyezése nélkül is. A 31. késedelmes napon minősítik a fizetést a honlapon is késedelmesnek, ekkor átadhatják a házon belüli, vagy akár harmadik fél követeléskezelőnek.

4.3. Crowdcube

A Crowdcube – a világ első részvény típusú crowdfunding platformja – mára Anglia legnagyobb ilyen típusú szolgáltatója; 2011-ben indította el online felületét. Alapvető célja, hogy segítse az Egyesült Királyságban székhellyel rendelkező vállalkozások tőkebevonását. Alternatívát nyújtva a banki szolgáltatások, az ún. „üzleti angyalok” és kockázati tőkebefektetések mellett, a Crowdcube felületén a startupoknak lehetőségük nyílik beruházásuk finanszírozására a befektetők által biztosított forrásokon keresztül. Az oldal lényege, hogy bárki befektetheti a tőkét az adott induló, vagy növekedési potenciállal rendelkező vállalkozásba, cserébe a nyújtott összeggel arányos részesedési tulajdont szerez.

A platformon a forrást kereső vállalkozások befektetők ezreinek mutathatják be megvalósításra váró beruházásaikat, és az ezekben rejlő üzleti lehetőségeket. Sikeres finanszírozási kampány esetén a Crowdcube 5% jutalékot számol fel. A platformon keresztül eddig 30 millió font összegben történt forráskihelyezés (ebből 15 millió font 2014-ben). A Crowdcube 80 ezer regisztrált felhasználót tudhat magáénak, és 131 vállalkozást segített finanszírozási forráshoz. A startup és növekedési fázisban lévő vállalatoknál a legnépszerűbb ágazatnak a technológiai szektor bizonyult. (Forrás: <http://www.crowdcube.com/pg/businessfinance-3>.)

A Crowdcube tevékenységéhez felügyeleti engedélyt szerzett az angol felügyelettől. Ennek köszönhetően a Crowdcube ügyfeleit védi a befektetővédelmi alap, illetve adott esetben az ügyfelek fordulhatnak a pénzügyi ombudsmanhoz.

A platform révén a befektető értékpapírban megtettesülő, tulajdoni részesedést szerez a cégben. A startupokba történő befektetés természetesen igen nagy kockázattal jár, ugyanakkor nagy megtérülési potenciállal kecsegtet. A folyamat során nincs közvetítő szerv, a befektető közvetlenül jut hozzá a részvényhez. A brit platform továbbá folyamatosan monitorozza a sikeres befektetésben részesült vállalatait, tanácsadói funkciót lát el az értékpapír-kibocsátás során, és egyéb szakmai kérdésekben is segítséget nyújt, ha szükséges.

A Crowdcube másik típusú finanszírozási lehetősége az ún. minikötvény-kibocsátás. Ezáltal az induló, vagy a már növekedési fázisban lévő cégben érdekeltséggel rendelkező személyek, saját ügyfelek, vagy akár befektetői közösségek egyfajta növekedési tőkét kölcsönözhetnek a vállalkozásnak. A vállalat meghatározza a kibocsátani kívánt kötvény éves fix

kamatát (ami jellemzően 6-8% körül alakul), valamint lejáratí idejét (általában 5 év). Ezután ugyanúgy, mint más kötvény esetében, a kibocsátó megkapja a forrásösszeget, amelyet a megállapított kamat mellett a lejáratí határidőig apránként visszafizet a befektetőknek. Az ügylet sok előnnyel járhat a résztvevők számára; a vállalkozás többek között szorosabb kapcsolatot alakíthat ki ügyfeleivel. Mindemellett a Crowdcube felhívja a figyelmet arra, hogy a minikötvények mögött nincs fedezet, nem alakíthatók át és nem ruházhatók át, tehát igen kockázatos értékpapíroknak tekinthetők.

2014 februárjában a népszerű brit közösségi finanszírozást biztosító platform létrehozta a Crowdcube Kockázati Alapot, amely a befektetők számára magasabb szintű védeltséget nyújt azáltal, hogy a startupokba helyezett portfóliójukat egy független, professzionális alapkezelő menedzseli és monitorozza az adóoptimalizálás lehetőségeinek figyelembevételével.

A platformon a finanszírozási folyamat indulásakor a forrást kereső vállalkozásoknak először is egy saját felületet (pitch) kell létrehozniuk a Crowdcube oldalán. Ehhez egy (online) jelentkezési kérelmet kell leadniuk, amelyhez csatolniuk kell egy üzleti tervet, egy összefoglalót az általuk nyújtott befektetési lehetőségről, valamint egy pénzügyi előrejelzést az elkövetkezendő három évre. Ezután a Crowdcube megvizsgálja, hogy a vállalat megfelel-e a platform befektetői által támasztott követelményeknek, illetve figyelembe veszi a cég eddigi eredményességét. Ez a felülvizsgálati folyamat körülbelül 2-3 hetet vesz igénybe.

A sikeres jelentkezés után a vállalat létrehozza online oldalát, ahova feltölt egy bemutatkozó videót és további pénzügyi információkat tartalmazó dokumentumokat. Fontos, hogy ez az oldal minél több releváns információt tartalmazzon, és érdekes, figyelemfelkeltő elemekben gazdag legyen, hiszen ezáltal válik majd eléggé vonzóvá a befektetők számára. Miután a Crowdcube megfelelőnek találta a vállalat crowdfunding oldalát, aktiválja azt, és megkezdődik a kitűzött forrásösszeg gyűjtése.

Miután a befektetések összege elérte a kitűzött forrásösszeget, megtörténik az összeg kihelyezése a vállalkozás számára (ez körülbelül 7 napot vesz igénybe), és elkészül a befektetői ütemterv (investor schedule), megállapítják a kibocsátandó részvények darabszámát. Ezután megtörténik az értékpapírok kibocsátása.

A Crowdcube a folyamat során mind a befektetőkre, mind pedig a vállalkozókra vonatkozóan alapos pénzmosság elleni és háttérellenőrzéseket hajt végre, hogy ezáltal biztosítsa mindkét fél védelmét.

5. Szabályozási szükséglet

5.1. Egyesült Államok

Az Egyesült Államok gyorsan reagált a közösségi finanszírozás szabályozási igényére. Az USA vállalkozásbarát társadalma elérte, hogy a kőbe vésett értékpapír-kibocsátási szabályok 2012-re megváltozzanak, és elgördüljenek az akadályok a kezdő vállalatok egyszerűsített, internetalapú, kis volumenű tőkebevonása előtt. A szabályozó a portálra és a befektetőre koncentrál, a kibocsátónak minimális megfelelést ír elő. Kulcskérdés a startupoknak, hogy nem köti őket (különösebb) előzetes engedélykérelem, ami egyébként a nyilvános kibocsátások során elkerülhetetlen. A startupok korai fázisú, főleg az üzleti ötletből álló vállalkozások, amelyek semmiféle mutatónak nem tudnának megfelelni, sem a nyilvános értékpapír-kibocsátáshoz szükséges dokumentációt nem tudnák elkészíteni. A startupok a portálokon úgy tudnak tehát tőkegyűjtő kampányt indítani, hogy rájuk más szabályok vonatkoznak, mint a hagyományos pénzügyi piacokon.

A 2012 áprilisában elfogadott *Jumpstart Our Business Startups Act* (röviden: JOBS Act) úgynevezett kivételszabályokat (crowdfunding exemption) határoz meg a crowdfundingra. Ez azt jelenti, hogy amennyiben egy vállalkozás a tőkegyűjtése során eleget tesz bizonyos – a JOBS Actban definiált – feltételeknek, akkor a tőkegyűjtést sokkal lazább és kevésbé szigorú szabályok mellett teheti meg.

A JOBS Act elsőként a tranzakciók volumenére vonatkozóan állapít meg korlátokat mind a kibocsátás aggregált volumenét, mind befektetővédelmi szempontból az egy befektető számára értékesíthető volumen nagyságát illetően.⁴

A tranzakciókhoz kapcsolódóan szintén követelmény, hogy azok egy olyan brókeren vagy ún. funding portálon keresztül menjenek végbe, amelyek eleget tesznek az alábbiakban ismertetendő követelményeknek. Ezenkívül a kibocsátókra vonatkozóan is előre meghatározott követelményeket határoztak meg.

A platformokra vonatkozó főbb követelmények

A tranzakciókban közvetítőként közreműködő személyeknek vagy brókerként, vagy funding portálként regisztrációs kötelezettsége van egyrészt az amerikai értékpapír felügyeleti hatóságnál (Securities and Exchange Commission – SEC), másrészt pedig minden – a tevékeny-

⁴ Az egy kibocsátó által a befektetők számára egy 12 hónapos periódus során értékesíthető, aggregált volumen értéke nem haladhatja meg az 1 millió USD-t. Az egy befektető számára egy 12 hónapos periódusban értékesíthető volumenkorlátok a következőképpen alakulnak:

- 2000 USD vagy a befektető éves jövedelme (vagy nettó vagyona, eszközei mínusz kötelezettségei) 5%-a közül a magasabb összeg, feltéve, ha a befektető éves jövedelme (vagy ún. net worth-je) kevesebb, mint 100 ezer USD;
- a befektető éves jövedelmének (vagy nettó vagyonának) 10%-a, de maximum 100 ezer USD, feltéve, ha a befektető éves jövedelme (vagy nettó vagyona) meghaladja a 100 ezer USD-t.

séghez kapcsolódó – SRO-nál (self-regulatory organization). A befektetésekkel kapcsolatban a közvetítők minden – az SEC által megfelelőnek tekintett – információt közzétesznek, egyúttal pedig biztosítják, hogy

- minden befektető megismerte a befektetéssel kapcsolatos – oktató jellegű – információkat;
- az értékpapírok tervezett értékesítését megelőzően legalább 21 nappal a kibocsátóval kapcsolatos minden releváns információ elérhető legyen mind az SEC, mind a befektetők számára;
- a befektető pozitív módon igazolja: tudatában van azon kockázatnak, hogy teljes befektetett tőkéjét elvesztheti, továbbá a pénzügyi helyzete lehetővé teszi egy ilyen mértékű veszteség elviselését;
- minden befektető megválaszolja azon kérdéseket, amelyek azt hivatottak demonstrálni, hogy a befektető megértette a startupokba és small issuer-ekbe történő befektetésekhez kapcsolódó kockázatokat, továbbá tisztában van ezen befektetések illikvid jellegével;
- megfelelő intézkedéssel csökkentsék a tranzakciókhoz kapcsolódó csalás kockázatát;
- az ajánlat során összegyűjtött tőke a kibocsátó számára rendelkezésre álljon, amennyiben a befektetőktől összegyűjtött tőke eléri, vagy meghaladja az eredetileg bevonni tervezett forrás nagyságát, illetve lehetővé teszik a befektetők számára, hogy visszavonhassák felajánlásait, ha az összegyűjtött tőke nem éri el az eredetileg megcélzott forrás értékét;
- folyamatosan ellenőrzik azt, hogy egyetlen befektető se lépje túl az előzőekben említett befektetési korlátokat;
- a befektetőkkel kapcsolatos információkat bizalmas módon kezeljék;
- a közvetítő vezető állású személyeinek, illetve partnereinek tiltott legyen az, hogy pénzügyi érdekeltséggel rendelkezzenek egy olyan kibocsátóban, amely a közvetítő szolgáltatásait veszi igénybe.

5.1.1. A kibocsátókra vonatkozó főbb követelmények

A kibocsátóknak a SEC, a befektetők, illetve a brókerek/funding portálok számára a következő információkat kell biztosítaniuk, illetve elérhetővé tenniük:

- a kibocsátó neve, jogi formája, címe/székhelye, valamint honlapjának a címe;
- vezető állású tisztségviselői, valamint a kibocsátóban 20%-ot meghaladó részesedéssel rendelkezők megnevezése;
- a kibocsátó üzleti modelljének, valamint a jövőbeni üzleti terveinek a bemutatása;

- a kibocsátás során bevont források tervezett felhasználási célja, illetve ezen felhasználási cél részletesebb leírása;
- a kibocsátással bevonni tervezett forrás összege, továbbá azon határidő megjelölése, ameddig a kibocsátó szeretné lezárni a tervezett forrásbevonást; a kibocsátó köteles folyamatosan informálni a befektetőket a forrásbevonás folyamatáról;
- a nyilvánosság számára felajánlott értékpapírok ára, vagy azon értékelési módszer, amely az ármeghatározás alapjául szolgál, feltéve, ha az értékesítést megelőzően valamennyi befektető számára írásban rendelkezésre bocsátják a végső árat és ehhez kapcsolódóan minden olyan előírt információt, amelynek az alapján a befektetőknek lehetőségük van visszavonni az értékpapír megvásárlására vonatkozó nyilatkozatukat;
- a kibocsátó tőkeszerkezetének és tulajdonosi struktúrájának bemutatása;
- legalább évente a kibocsátó beszámolójának, valamint a működési eredményéről szóló jelentésének benyújtása az SEC-nek, továbbá mindezen dokumentumoknak a befektetők számára hozzáférhető közzététele.

5.2. Európai szabályozási törekvések

Európában is felfigyeltek a kormányzatok a közösségi finanszírozásra mint a kisvállalatokat célzó, alternatív finanszírozási módra, mivel ebben a szegmensben a vállalatok általában tőkehiánnyal küzdenek. Az Európai Bizottság piaci szereplőkkel akciótervet készített a hosszú távú finanszírozási lehetőségek stimulálására a gazdasági növekedés érdekében, amelybe a közösségi finanszírozás is bekerült (Európai Bizottság, 2014).

Néhány nagy nyugat-európai ország már tett bizonyos önálló szabályozási lépéseket, de ezek nem kezelik minden tekintetben egységesen a jelenséget.

Az Európai Unióban az általános szabályozói keretet jelenleg a következő szabályok jelentik.

A crowdfunding szabályozásához három EU-irányelv köthető: a pénzügyi piacokról szóló irányelv (MiFID), a tájékoztatókról szóló irányelv (PD) és az alternatív befektetési alapkezelőkről szóló irányelv (AIFMD). A hitel alapú közösségi finanszírozás esetében pedig a hitelintézetekre vonatkozó irányelvek és a fizetési szolgáltatásokra vonatkozó irányelv (PSD), attól függően, hogy a platformok ügyfélpénzt gyűjtenek vagy kifizetéseket bonyolítanak-e le.

Az eddigi szabályozás nem tért ki a közösségi finanszírozásra. Figyelemreméltó, hogy nincs egyetlen definíció egész Európában a közösségi finanszírozásra, és nem világos az sem, hogy a crowdfunding platformok pontosan milyen típusú szolgáltatásokat nyújthatnak.

-
- Jelenleg az Európai Bankfelügyeleti Hatóság és az Európai Értékpapír-piaci Hatóság közösen dolgozik azon, hogy jobban értelmezhető legyen a jelenlegi szabályozási keret alkalmazása a közösségi finanszírozásra, és nagyobb felügyeleti konvergenciát segítsenek elő az EU-ban. Az Európai Bizottság pedig felméri a közösségi finanszírozás helyzetét és kockázatait, illetve az egységes, uniós szintű szabályozás szükségességét.⁵

5.2.1. Olaszország

Olaszországban a „*The collection of risk capital on the part of innovative startups via on-line portals*” elnevezésű, 2013 júniusában elfogadott rendelet⁶ szabályozza a crowdfundinggal kapcsolatos tevékenységet.

Regisztrációs követelmény vonatkozik a crowdfunding portálok működtetőire, valamint a platformon keresztül tőkét gyűjteni szándékozó startupokra. A vállalkozások esetében a regisztrációhoz szükséges információk – az általános cégszámok mellett:

- a vállalkozás üzleti tevékenységének (üzleti modelljének) és szervezeti struktúrájának bemutatása,
- a kiszervezett tevékenységek felsorolása,
- a vállalkozás többségi tulajdonosainak bemutatása (megjelölve mind összességében, mind százalékos formában a részesedésük mértékét), továbbá
- azon személyek megnevezése, akik a vállalkozásban a menedzsment- és a felügyeleti funkciókat látják el.

A crowdfunding platform üzemeltetése során különös figyelmet kell fordítani a transzparenciára, kerülve minden olyan érdeklődést, amely a befektetők és a kibocsátók érdekeit károsan befolyásolhatja. A portál működtetőjének minden – a kibocsátó által a befektetési ajánlathoz biztosított – információt elérhetővé kell tennie a befektetők számára. Ezen információkat teljes körűen, részletesen és nem félrevezető módon kell közzétenni annak érdekében, hogy a befektetők teljes mértékben megértsék a befektetés jellegét, valamint a befektetéshez kapcsolódó kockázatokat, ezáltal megalapozott befektetési döntést tudjanak hozni.

A működtetőnek mindezek mellett fel kell hívnia a nem szakmai befektetők figyelmét arra a tényre, hogy a befektetés magas kockázattal jár, amelynek így arányosnak kell lennie a befektetők pénzügyi helyzetével. A működtető nem fogalmazhat meg javaslatokat a platformon közzétett befektetési ajánlatokkal kapcsolatban.

5 http://ec.europa.eu/internal_market/finances/crowdfunding/index_en.htm

6 Delibera n. 18592: *Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte di startup innovative tramite portali on-line.*

A platform működtetőjének tömör és érthető formában közzé kell tennie a befektetők számára mindazon információkat, amelyek az innovatív startup cégekbe történő befektetésekhez kapcsolódnak. Ilyen információ többek között:

- a befektetett tőke teljes elvesztésének a kockázata;
- azon kockázat, hogy a befektetést lehetetlen azonnal eladni;
- a befektetéshez kapcsolódó adózási előnyök;
- az adott cég üzleti tervének tartalma.

A platform működtetőjének azt is biztosítania kell, hogy a nem szakmai befektetők csak abban az esetben férjenek hozzá a platform azon részéhez, ahol már egy adott befektetési ajánlathoz nyújthatnak hozzájárulást, ha

- elolvasták a befektetéshez kapcsolódó tudnivalókat;
- pozitív válaszokat adtak azon kérdőívre, amely azt hivatott demonstrálni, hogy a befektető teljes mértékben megértette a startup cégekbe internetes portálokon keresztül történő befektetéshez kapcsolódó kockázatokat, valamint a befektetés főbb jellegzetességeit;
- egyértelműen deklarálják, hogy pénzügyi helyzetük lehetővé teszi a befektetett tőle teljes elvesztését.

A megbízások feldolgozását végző bankoknak és/vagy befektetési vállalkozásoknak folyamatosan informálniuk kell a platform működtetőjét a befektetési ajánlat eredményeiről. A működtető minden ajánlat esetében köteles biztosítani azt, hogy a megbízások feldolgozásához szükséges ellenértéket elhelyezzék azon a kibocsátó nevében – banknál vagy befektetési vállalkozásnál – megnyitott számlán, ahová a megbízásokat továbbítják.

Azon nem szakmai befektetők számára, akik kifejezték akaratukat valamely pénzügyi instrumentumnak a platformon keresztül történő megvásárlására, biztosítani kell azt, hogy megbízásukat – az ajánlathoz való hozzájárulás és az ajánlat lezárása közötti időszakban – visszavonhassák, amennyiben olyan új tény merül fel, vagy olyan releváns – a honlapon publikált információkhoz kapcsolódó – hibát fedeznek fel, amely befolyásolja a befektetési döntés meghozatalát. A befektetők ezen jogukat hét napig gyakorolhatják attól a dátumtól kezdődően, amikor a befektető tudomást szerzett az új információkról. Amennyiben a befektető él visszavonási jogával, a teljes befektetési összeget vissza kell téríteni neki.

5.2.2. Anglia, Franciaország és Németország

Angliában a peer to peer (P2P) lending platformok működése törvényben külön szabályozott tevékenység, amely a The Financial Services and Markets Act 2000 hatálya alá tartozik (36H cikk, 2014. 04. 01.-től hatályos). A tevékenység felügyelés alá esik, viszont a platformokra nem terjed ki a helyi betétbiztosítási rendszer.

A szabályozás ügyfél-tájékoztatási-, panaszkezelési- és tőkekövetelményeket határoz meg, továbbá rögzíti az ügyletenkénti legmagasabb kölcsönösszeget (£25 000).

A platformok közvetítésével a hitelszerződések a kölcsönnyújtó és a kölcsönvevő között jönnek létre, a futamidők sztenderdizáltak. A Rate Setter a késedelmes teljesítés és nemfizetés kockázatát a „Provision Fund”⁷ alkalmazásával kezeli.

Franciaországban a legismertebb platform a Prêt d’Union, amely rendelkezik a francia felügyelet⁸ befektetési szolgáltatási és hitelintézeti tevékenységre vonatkozó engedélyével. A platform lehetővé teszi, hogy magánszemélyek és intézmények kölcsönt nyújthassanak fedezett kötvényeken keresztül.

Franciaországban is önálló szabályozás készül ezen platformokra annak érdekében, hogy biztosítsák a fogyasztóvédelmet és transzparenciát. A szabályozás várhatóan kiterjed majd a közzétételi követelményekre, továbbá speciális jogi státusz (intermédiaire en financement participatif) kialakítására. A tervezet szerint a finanszírozható projektösszegeket és a hitelező által nyújtható kölcsön összegét is korlátozzák (1 millió EUR, illetve 1000 EUR).

Németországban a közösségi finanszírozási platformok önálló szabályozással nem rendelkeznek, banki szabályozás alá esnek. Legjelentősebb képviselői, az AUXMONEY és a Bergfürst banki tevékenységi engedéllyel végzik munkájukat.

6. Magyarországi lehetőségek

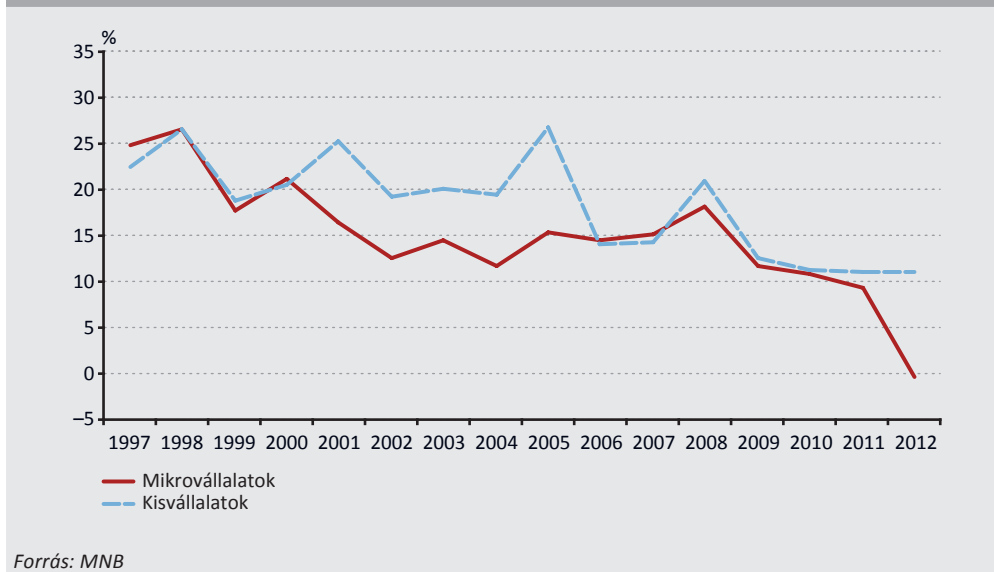
A hazai lehetőségek részletesebb vizsgálatakor egyaránt szükséges a finanszírozási igény és a hatályos jogszabályi háttér vizsgálata.

A mikro- és kisvállalatok tőkearányos beruházási rátáinak az elmúlt, közel két évtizedes alakulását vizsgálva (kiszűrve az amortizációs hatást), azt látjuk, hogy ezen vállalkozói kör beruházási aktivitása – egy-két kiugró évtől eltekintve – alapvetően csökken. Ez megerősíti az újszerű tőkebevonási igényre vonatkozó feltételezést.

⁷ A provision fund egyfajta garanciaalapként működik, az alap vagyonnal való feltöltése a hitelfelvevők befizetési által valósul meg. Az alap célja, hogy fedezze az esetleges nem teljesítő hitelfelvevőket által okozott veszteségeket.

⁸ Autorité des Marchés Financiers (AMF)

3. ábra
A mikro- és kisvállalatok tőkearányos beruházási rátái
(az amortizációs hatást kiszűrve)



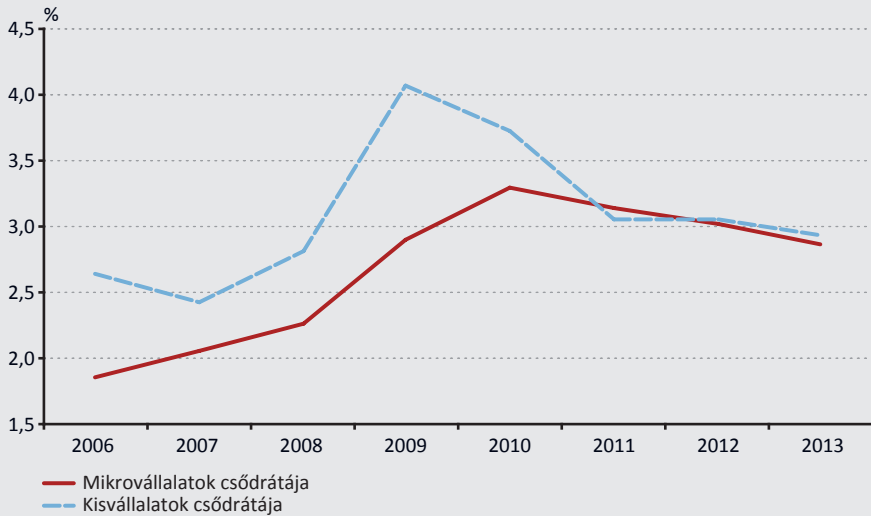
A befektetők kockázata szempontjából a mikro- és kisvállalati szféra csődrátája a válság lecsengését követően is évi 3%-os szinten stabilizálódott. Ez a mutató azt jelenti, hogy egy tipikus ötéves projekt esetén 16%⁹ a valószínűsége annak, hogy az adott cég csődbe megy a projekt élettartama alatt. Figyelembe véve, hogy a közösségi finanszírozás alapvetően az új vállalkozásokat célozza meg, amelyek esetében a csődráták szignifikánsan magasabbak, mint a már régóta működő társaiké, a kockázatok magasnak tekinthetők.

2010-től a kis- és középvállalati szektor rendelkezésére álló kockázati tőkeforrások számottevően növekedtek, elsősorban az Európai Unió támogatásával működő kockázati tőkealapokhoz (JEREMIE-programokhoz) köthetően, bővítve a bankon kívül igénybe vehető források körét. 2013 végére a JEREMIE-források a kockázati tőkealapok teljes 215 milliárd Ft-os jegyzett tőkéjén belül együttvéve elérték a 132 milliárd Ft-ot. A fenti rendszerbe – elsősorban a JEREMIE-programba – jól illeszkedhetne a közösségi finanszírozás. Az ezzel a forrással megerősödő kisvállalkozások befektetői számára jó exit lehetőségét biztosíthatnák a már működő kockázati tőke-alapok.

Hitelágon a sztenderd bankhitelekén túl az NHP-program oldotta a kínálati korlátokat, emellett a mikrofinanszírozás területén jelentős állami programok találhatók (Új Széchenyi Kombinált Mikrohitel, Új Széchenyi Hitel, Széchenyi Kártya Folyószámlahitel stb.). Ezen programokat két fő jellemzőjük teszi közkedvelté: az állami támogatás következtében

⁹ A 4. ábrán látható értékek alapján számítva.

4. ábra
Mikro- és kisvállalatok csődrátája



Forrás: Opten

kedvezményes kamatozásuk, valamint a hitelnyújtó pénzintézetek számára az állami garanciaprogram mint jelentős kockázatcsökkentő eszköz. Ezen programok általában egy-két éves működési múltat írnak elő az igénylő vállalatok számára. A fentiek alapján a közösségi finanszírozás hitelágában a működési múlttal nem rendelkező vállalatok hitelezése, illetve a tőkeági finanszírozás területén látunk alapvető lehetőségeket. Egy induló kisvállalat esetén a hitelezési és tőkebefektetési kockázatok egyaránt majdnem ugyanolyan magasak.¹⁰ Ezért a következőkben a tőkeági közösségi finanszírozás lehetőségére fókuszálunk.

Az internet ugyan lebontja a határokat, a nemzetközi tapasztalatok mégis azt mutatják, hogy a vállalkozások szívesebben választják a helyi jogszabályi környezetben működő crowdfunding platformokat. A közép-kelet-európai régióban jelenleg nincs olyan tőkebefektetésekkel foglalkozó platform („szabályozott piactér”), amely e tőkebevonási formát segítené elő. Lengyelországban a Varsói Tőzsde (WSE) kezdeményezésére elindult egy ilyen platform létrehozására irányuló munka az 5000 startupot tömörítő intézmény (Aula Polska) és a WSE között a vállalkozások finanszírozásának javítása és az innováció előmozdítása érdekében. (Forrás: www.gpw.pl.)

Az aktuális jogszabályi lehetőségek vizsgálata mellett felmerül annak a kérdése, hogy – például Angliához hasonlóan – szükséges-e sui generis szabály kialakítása.

¹⁰ Kivéve azt a ritka esetet, ha az induló vállalatba jelentős eszközöket apportálnak, jól feltőkésítve kezdi a működését.

Magyarországon az értékpapírok forgalomba hozatalát a tőkepiacról szóló törvény (Tpt.) szabályozza (2001. évi CXX. törvény). Ez a törvény abban a szellemben szabályoz, hogy minden kibocsátás, amely nincs kivéve az arra vonatkozó szabályok alól, nyilvános.¹¹ A törvényben rögzített, egyik kivételszabály szerint zártkörű a kibocsátás, ha egy éven belül a cég által bevont jegyzett tőke nem több, mint 100 ezer EUR. Ebben az esetben publikus, bárki részére hozzáférhető kampánnyal, ezen a nagyságrenden belül (de a befektetővédelmi szempontoknak maradéktalanul megfelelő, szabályozott folyamat során) bevont tőke esetében a kibocsátónak csak a zártkörű szabályoknak kell megfelelnie, azaz nem kell engedélyezendő tájékoztatót készítenie a tőkegyűjtéshez. Ez elvileg lehetőséget nyújthatna egy tőke típusú, közösségi finanszírozási portál működésére.

A Tpt. előző pontban hivatkozott rendelkezései, valamint a Ptk. részvénytársaságokra vonatkozó, releváns rendelkezései tükrében – miszerint kizárólag nyilvánosan működő részvénytársaság jogosult a tőkét nyilvánosan gyűjteni¹² –, a közösségi finanszírozás értékpapír-kibocsátással a zártkörű részvénykibocsátás fentebb említett keretein belül tűnik megvalósíthatónak. Az előzőekkel kapcsolatban azonban érdemes arra felhívni a figyelmet, hogy a tőkebevonás említett módja a cégeljárás és a részvények megkeletkeztetése (dematerializált vagy nyomdai úton történő előállítás) miatt a kibocsátás volumenéhez képest akár jelentős költségekkel is járhat (ügyvédi költség, KELER Zrt. díja stb.). A közösségi finanszírozás ezen módjával kapcsolatban azonban azt is hozzá kell tennünk, hogy az esetleges részvényeseket a tagságból fakadóan a kezdeti tőkebefizetésen túl a későbbiekben további kötelezettségek is terhelhetik.

A részvénykibocsátáson túl – utalva az amerikai peer-to-peer lending példára – kötvények kibocsátásával is elképzelhető a modell.

Az adomány jellegű tőkejuttatás során alapvetően a vonatkozó adózási kötelezettségekre kell figyelemmel lenni (áfa, illetve tao), habár ez elsősorban gazdasági társaságok által nyújtott (nem közcélú) adományok esetén alkalmazandó.

Több, külföldön már működő platform hitelközvetítésnek minősíthető tevékenységet valósít meg a támogatást nyújtó személyek és a forrást bevonni szándékozó személy között, amely a székhely szerinti állam joga szerint pénzügyi szolgáltatásnak minősül. Magyarországon

11 A Tpt. zártkörűsége vonatkozó szabályai a következők (14. § (1) bek.): „Az értékpapír forgalomba hozatala zártkörűnek minősül (a továbbiakban: zártkörű forgalomba hozatal), ha
 a) az értékpapírt kizárólag minősített befektetők részére ajánlják fel;
 b) az értékpapírt minősített befektetőnek nem minősülő, tagállamoként szótvennél kevesebb személy részére ajánlják fel;
 c) az értékpapírt kizárólag olyan befektetők részére ajánlják fel, akik egyenként legalább százezer euró vagy annak megfelelő értékben vásárolnak a felajánlott értékpapírokból;
 d) az értékpapír névértéke legalább százezer euró vagy annak megfelelő összeg; vagy
 e) az összes forgalomba hozott értékpapír uniós szinten számított kibocsátási értéke az ajánlattételtől számított tizenkét hónapon belül nem haladja meg a százezer eurót vagy az annak megfelelő összeget;
 f) a részvénytársaság szövetkezet átalakulásával jön létre és a részvényeket kizárólag az átalakuló szövetkezet tagjainak, üzletrész-tulajdonosainak ajánlják fel.”

12 A Ptk. 3:249. § alapján.

a hitel és pénzkölcsön nyújtásának és pénzügyi szolgáltatás közvetítésének üzletszerű végzése engedélyköteles tevékenység (a hitelintézetekről és a pénzügyi vállalkozásokról szóló 2013. évi CCXXXVII. törvény rendelkezései alapján).

A modell hazai kidolgozásakor tekintettel kell lenni a pénzmosás és a terrorizmus finanszírozásáról szóló jogszabályokra is (2007. évi CXXXVI. törvény), amelyek megkövetelik az ügyfél-azonosítást, a pénzmosásgyanús tranzakciók jelentését stb. Ez különösen fontos ebben az esetben, mivel a platformok internetalapúak, és személyes ügyintézés nem történik.

A regisztrált tőkeportál maga határozza meg a működési folyamatainak részleteit. Nemzetközi példák alapján a jogalkotó a fentiek mellett alapvetően a befektetők védelmére koncentrál. A tőkebevonás helyszínét, annak felügyelését, befektetővédelmi ellenőrzését és transzparenciáját ki kell alakítani. Célként javasolt kitűzni, hogy a szabályozás átalakítása ne a felhígulást és kisebb befektetővédelmet jelentsen, hanem csak gördítse el az új intézmény előtt álló, legfontosabb akadályokat.

A befektetővédelemnek alapvetően az alábbi kulcsterületekre kell kiterjednie:

1) Befektetői oldalról:

- befektetés mértékének maximálása, illetve a befektető jövedelmi/vagyoni helyzetével arányosan történő meghatározása,
- személyes adatok védelmének biztosítása.

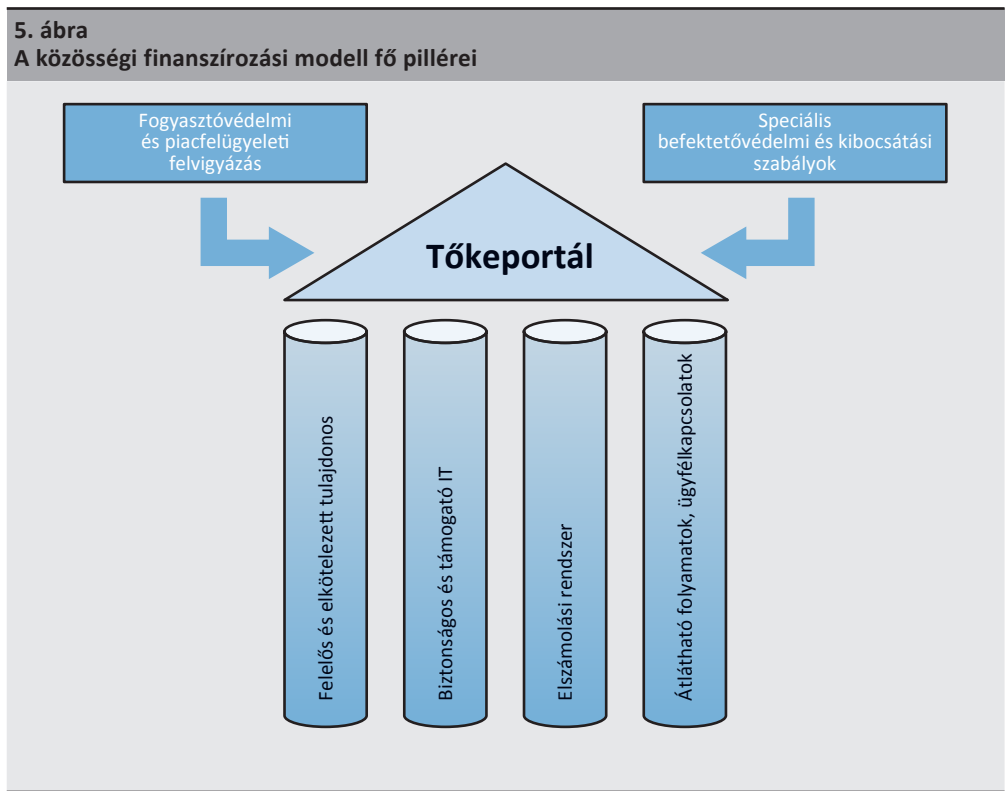
2) A platform működési oldaláról:

- a kockázati tényezők megfelelő bemutatása, különös tekintettel arra, hogy a befektetők akár a teljes rendelkezésre bocsátott összeget elveszethetik (kivéve adomány jellegű finanszírozás),
- a platform működésének kellően részletes bemutatása,
- a platform működtetőjét megillető díjak, költségek bemutatása,
- a platform jellegéből adódóan (pl. hitelnújtás) a jogok/kötelezettségek bemutatása (pl. előtörlesztés lehetősége a hitelfelvevő részéről vagy futamidő végét megelőzően a nyújtott hitelösszeg visszahívása),
- panaszkezelési eljárás kialakítása,
- közzétételi követelmények meghatározása.

Az előbb felsorolt befektetővédelmi szabályokon túl hatékony eszköz lehet a platformok regisztrációja vagy engedélyezése, illetve részükre kötelezően előírt, minimális tőkekövetelmény vagy tőketartalék, esetleg pénzügyi biztosíték megállapítása, hasonlóan az új bizalmi vagyongazdálkodó intézményéhez.

A hazai intézményrendszer kialakítása során stratégiai döntést igényel az, hogy a platformokra vonatkozó rendelkezésekre a jelenlegi jogszabályok keretein belül, vagy külön jogszabály útján kerüljön-e sor. Az utóbbi megoldás előnyeivel kapcsolatban kiemelendő, hogy ténylegesen ezzel a megoldással biztosítható a befektetővédelem és az intézményrendszer felügyelete (akár előzetes engedélyezési eljárás útján).

Fentiekén túl az Európai Bizottság idevágó tevékenységére is tekintettel kell lenni, ugyanis egy esetleges későbbi uniós jogalkotás alapvetően befolyásolhatja a hazai intézményrendszer kialakítását. Az Európai Bizottság vizsgálja a közösségi finanszírozás helyzetét és kockázatait, illetve az egyes tagállami szabályozásokat annak érdekében, hogy szükség esetén uniós szintű szabályozás megalkotására kerüljön sor a belső piac optimális működésének biztosítására.¹³



13 http://ec.europa.eu/internal_market/finances/crowdfunding/index_en.htm

A szabályozástól függetlenül, egy portál sikere sok tényezőtől függ: a portálnak stabil, semleges, független, befektetővédelmi szempontoknak mindenképpen megfelelő, vonzó intézménynek, azaz „márkának” kell lennie ahhoz, hogy a kritikus tömeget elhódítsa. A sikert elősegítheti, ha egy portál alakulásakor megfelelő presztízsű tulajdonosok állnak mögötte. Kiemelt fontosságú a biztonságos és támogató informatikai háttér kialakítása. Szintén fontos elem, hogy egy biztonságos elszámolási rendszer támogassa a közösségi finanszírozást.

Felhasznált irodalom

CHAFFEE, ERIC C. – RAPP, GEOFFREY C. (2012): Regulating Online Peer-to-Peer Lending in the Aftermath of Dodd-Frank: In Search of an Evolving Regulatory Regime for an Evolving Industry. <http://scholarlycommons.law.wlu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=4271&context=wlulr>

ESMA (2014): Report on Trends Risks Vulnerabilities. No. 2.

EURÓPAI BIZOTTSÁG (2014): On Long-Term Financing of the European Economy. http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/financing-growth/long-term/140327-communication_en.pdf

<http://www.esma.europa.eu/content/Report-Trends-Risks-Vulnerabilities-No-2-2014>

[http://www.memofin.fr/uploads/library/pdf/Crowd-funding-An-Infant-Industry-Growing-Fast\[1\].pdf](http://www.memofin.fr/uploads/library/pdf/Crowd-funding-An-Infant-Industry-Growing-Fast[1].pdf)

IOSCO (2014): Crowd funding: An infant industry growing fast. *Staff Working Paper*, (SWP3/2014).

MONDOVISIONE (2014): Warsaw The Start-UpStartup City. <http://www.mondovisione.com/media-and-resources/news/warsaw-the-start-upstartup-city-the-capital-city-of-warsaw-aula-polska-and-wse-have?disablemobileredirect=true>

WORLD BANK (2013): Crowdfunding’s potential for the developing world. http://www.infodev.org/infodev-files/wb_crowdfundingreport-v12.pdf

Internetes oldalak:

www.crowdfunding.blog.hu

http://www.innoteka.hu/cikk/crowd_funding_kozossegi_finanszirozás.641.html

<http://www.forbes.com/sites/chancebarnett/2013/09/09/donation-based-crowdfunding-sites-kickstarter-vs-indiegogo/>

<http://www.crowdcube.com/pg/businessfinance-3>

<http://crowdsourcingweek.com/top-15-crowdfunding-platforms-in-europe/>

http://www.gpw.pl/wydarzenia_en/?ph_tresc_glowna_start=show&ph_tresc_glowna_cmn_id=53138

www.lendingclub.com

www.kickstarter.com

<http://androidportal.hu/2013-01-04/ouya-az-androidos-jatekkonzol>

<http://www.cnbc.com/id/48725154#>

https://www.lendingclub.com/fileDownload.action?file=Clean_As_Filed_20140430.pdf&type=docs

<https://www.lendingclub.com/fileDownload.action?file=10-K-DEC-31-2013.pdf&type=sf10k>