

A tulajdonosi tőke alapú közösségi finanszírozás*

Kuti Mónika – Bedő Zsolt – Geiszl Dorottya

Az esszé a tulajdonosi tőke alapú közösségi finanszírozás legfrissebb, nemzetközi kutatási eredményeit mutatja be, ami a hazai szakirodalomban – a szerzők jelen ismeretei alapján – hiánypótlónak tekinthető. A tulajdonosi tőke alapú közösségi finanszírozás internetes platformon keresztüli tőkebevonási lehetőség kis- és közepes méretű vállalkozások számára, mely a növekedési lehetőségek és az innováció finanszírozásának alternatív formáját jelenti a digitalizáció korában. A kockázattal korrigált pénzügyi megtérülésben érdekelt befektetők a tőkepiaci súrlódásokat és ügynöki költségeket többféle módon kezelik a „tömegbefektetés” folyamata során. A vállalkozói minőséggel kapcsolatos információs jelzések kulcsfontosságúak a tapasztalt befektetők számára, amikor tőkeelhelyezési döntéseiket meghozzák a crowdfunding kampány során. Az adott ország törvényi keretei mellett a platformokon számos olyan szabály, technikai és kulturális norma alakult ki, amelyek a tőkepiaci tökéletlenségeket próbálják kezelni.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: F36, G19, O16

Kulcsszavak: tulajdonosi tőke alapú közösségi finanszírozás (equity-based crowdfunding), pénzügyi innováció, startup-finanszírozás

1. Bevezetés

Az információs technológiákon keresztül közvetített erőforrások új típusú üzleti modellek és szerepvállalások előtt nyitják meg az utat. Az internethasználók közötti online csere, megosztás és együttműködés a vállalkozók számára lehetőségfelismerést, erőforrás-irányítást és kapacitásteremtést is jelent az online közösségek által hajtott termékfejlesztés (crowdsourcing), a marketing (közösségi márka és szájhagyomány), valamint a finanszírozás (crowdfunding) révén (Shneor – Flåten 2015).

* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

Kuti Mónika egyetemi adjunktus a PTE Közgazdaságtudományi Karán. E-mail: kutim@ktk.pte.hu
Bedő Zsolt egyetemi adjunktus a PTE Közgazdaságtudományi Karán. E-mail: zsoltbedo@ktk.pte.hu
Geiszl Dorottya a PTE Közgazdaságtudományi Karának hallgatója. E-mail: dorottya.geiszl@gmail.com

A cikk az EFOP-3.6.1-16-2016-00004 Intelligens szakosodást szolgáló intézményi fejlesztések című pályázat támogatásában készült.

A magyar nyelvű kézirat első változata 2017. március 19-én érkezett szerkesztőségünkbe.

DOI: <http://doi.org/10.25201/HSZ.16.4.187200>

E cikk a közösségi finanszírozás számos üzleti modellje közül a tulajdonosi tőke ági módozatra fókuszál, annak összetett elméleti keretrendszerét mutatja be. A téma hazai relevanciáját és a benne rejlő üzleti lehetőségeket jól példázza, hogy Magyarországon is megjelent az első részvénycélú közösségi finanszírozási portál (tokeportal.hu).

2. A tulajdonosi tőke alapú közösségi finanszírozás

A vállalkozásfinanszírozás kibertér felé történő elmozdulása, az utóbbi évek paradigmaváltása és a kollektív tőkeképzés digitális világ felé fordulása új utakat tör. A tulajdonosi tőke alapú finanszírozás fiatal és innovatív kezdő vállalkozások számára lehetőség korai fázisú forrásszerzésre, a finanszírozási rés áthidalására. Olyan pénzügyi innovációról van szó, amely megnyitja az utat a vállalkozások számára, hogy akár nem működő tőkepiacok esetében is finanszírozáshoz juthassanak. A világgazdasági válság hatására az üzleti angyalok és kockázati tőkések befektetési aktivitásukat feljebb tolták, és későbbi fázisú befektetéseket kezdtek el preferálni (Block – Sandner 2009). Ez a trend rávilágított a tulajdonosi tőke alapú finanszírozás aktualitására és lehetőségeire, ami a nemzetközi szakirodalomban új kutatási irányokhoz is vezetett. A tulajdonosi tőke alapú közösségi finanszírozás (equity-based crowdfunding, a továbbiakban ECF) valószínűsíthetően nagy kihívásokat fog jelenteni az üzleti angyaloknak és kockázati tőkéseknek a közeljövőben (Vulkan et al. 2015). A tulajdonosi tőke alapú közösségi finanszírozás során az interneten keresztül vállalkozók nyílt felhívást tesznek részvénytörzvényes üzletrészeik értékesítésére a vállalaton belül abban a reményben, hogy így nagy számban képesek befektetőket bevonni. A felhívás és a befektetés online platformon keresztül zajlik, ami eszközöket nyújt a tranzakcióhoz olyan területeken, mint a jogi háttér, az előszűrés vagy a pénzügyi tranzakciók kezelése. A tulajdonosi tőke alapú közösségi finanszírozás olyan modell, ahol a forrásnyújtók részvény- vagy részvénytörzvényes megállapodás (pl. profitmegosztás) formájában kapnak üzleti részesedést a vállalkozásban. A tulajdonosi tőke alapú közösségi finanszírozás értékpapír-eladást foglal magában, ezért jelentős mértékben hat rá a fogadó ország jogi környezete (Bradford 2012).

A tradicionális banki finanszírozás és a crowdfunding közötti választást befolyásolja, hogy utóbbinál megjelennek olyan nem pénzügyi előnyök, mint a piaci visszajelzés, a termék-validálás és a közösségi hatások. A tökéletlen információk és erkölcsi kockázatok is hatással vannak arra, hogy a vállalkozások a közösségi finanszírozás üzleti modelljei közül melyik módozatot választják. Az adományalapú közösségi finanszírozással szemben a tulajdonosi tőke alapúnál a forrásnyújtók számára fontos a pénzügyi megtérülés, továbbá az is, hogy a vállalkozások milyen jövőbeli cash-flow-generálási képességgel rendelkeznek. A jutalomalapú közösségi finanszírozás során a támogatók inkább azt vizsgálják, hogy az ötletgazda képes-e létrehozni és leszállítani az elővásárolt terméket. A nagyméretű projektek esetén a kampányindító

vállalkozások a tulajdonosi tőke alapút részesítik előnyben, a befektetők a hosszú távú profitot is figyelembe veszik; ezzel szemben jutalomalapúnál nagy összegű kampány esetén nehéz elérni a minimumösszeget, így inkább kisebb összegű, de magas minőségű projektekhez választják azt a vállalkozók. Ahol a termék nagy ügyfélbázisra érhet el, ott az elővásárlást lehetővé tevő jutalomalapú közösségi finanszírozás előnyös, míg speciális, szűk keresletű termékek esetén a profitmegosztáson alapuló modellek preferáltak (Miglo 2016).

3. A tőkepiaci tökéletlenségek

Az információs aszimmetria problémája a tulajdonosi tőke alapú közösségi finanszírozásnál is központi kérdés. Az információ közzététele és a forrásszerzés sikere közötti kapcsolatok feltárása aktívan foglalkoztatja a kutatókat. A kezdő vállalkozások más jelzéseket küldenek az anyagi befektetőknek és a kockázati tőkéseknek, mint a kisbefektetőknek. A kisbefektetők pénzügyi ismeretek és tapasztalatok vonatkozásában kevésbé szofisztikáltak, mint a kockázati tőkések, akik széles ismeretekkel rendelkeznek a startupokról és az alapító csapat értékeléséről (Freear et al. 1994). A vállalkozás minőségével kapcsolatos nem minden jel alkalmas arra, hogy hatására az információs aszimmetriát hatékonyan kezeljük. A jelzés hatékonysága függ attól, hogy mennyire észlelhető, és mekkora a költsége, tehát hogy a befektetők milyen mértékben veszik észre és értik meg az üzeneteket, és hogy a jelzés kitermelésének költségei ne kerüljenek többre, mint annak hasznai, azaz hogy a nem tisztességes jeleket lehetőleg ne jutalmazták (Connelly et al. 2011). Ahlers és szerzőtársai (2015) azt vizsgálták, hogy milyen projektjelzések és vállalkozói minőséggel kapcsolatos attribútumok sarkallják a befektetőket leginkább arra, hogy pénzügyi erőforrásokat kötelezzenek el a tulajdonosi tőke alapú közösségi finanszírozás során. Azt találták, hogy azok a projektek kapnak nagyobb valószínűséggel forrásokat, amelyek magasabb vállalkozói minőséget jelző, észrevehető tulajdonságokkal rendelkeznek; minél kevésbé részletes az információ a felajánlott üzleti részesedés és a pénzügyi előrejelzések közötti kapcsolatáról, azaz minél nagyobb a bizonytalanság foka, annál óvatosabbak a potenciális befektetők a vállalkozás értékelése során; a társadalmi (közösségi) tőkének és az intellektuális tőkének alig van hatása a kampányok sikerére. A vállalkozóktól származó kemény jelzéseket a befektetők diszkontálják, ugyanakkor a befektetőktől származó kemény információnak jelentős hatása van a kampányok sikerére; míg mind a vállalkozásoktól, mind a befektetőktől származó puha információk fokozzák a hálózati hatásokat (Estrin – Khavul 2016).

A visszatartott részvénytőkét vagy a túltőkésítettséget tipikusan a vállalkozói szándék jeleként, és nagyobb forrásszerzési lehetőségként értelmezik (Leland – Pyle 1977). Ha a tulajdonosi tőke alapú közösségi finanszírozás alatt a forrásszerzés hosszú távú célja a növekedés, akkor a vállalkozásnak törekednie kell a kontroll megtartására a kibocsátás után. A tulajdonosi tőke felajánlott súlyarányát általában közzéteszik

a platformokon. A tulajdonosság visszatartása lényegében észlelhető jelzés (Ashler et al. 2015). Egyrészt azok a befektetők, akik a vállalatuk nagyobb részét kínálják fel eladásra a platformon keresztül, kisebb valószínűséggel vonzzák be a potenciális befektetőket; másrészt a nagyobb közösségi hálózatokkal rendelkezőknél nagyobb a sikerarány, mert így csökken a bizonytalanság és nő a láthatóság (Vismara 2015b).

Az információs aszimmetria és a lokáció kérdésköre is foglalkoztatja a kutatókat. A magvető fázisú tőkével való, platformalapú, régiók közötti kereskedés lehetőségeket teremt a vállalkozások, a befektetők és a törvényhozók számára, hozzájárulva a tőke hatékonyabb allokációjához. Az anyagi befektetések földrajzilag lokalizáltak, a korai fázisú befektetők helyi ügyletekre fókuszálnak. A tulajdonosi tőke alapú közösségi finanszírozásnál is megjelenik egyfajta lokális elhajlás (local bias), mely az üzleti anyalokhoz hasonló befektetőkre is jellemző, miközben a jól diverzifikált befektetők nem mutatnak ilyen viselkedésformát (Hornuf – Schmidt 2016). A távolsági anyagi befektetések hiányának gyakori oka az információs aszimmetria. Az internet bizonyos fajta információs korlátokat ugyan lebont, de nem képes olyan, szemtől-szembe irányuló interakciók átvitelére, mint az alapító csapat jellemzősége, elhatározottsága, interperszonális dinamikája és megbízhatósága (Agrawal et al. 2015). Az olyan, szemtől szemben történő személyes kommunikációt, amely az üzleti anyalok és a kockázati tőkések esetében jellemző (Moritz et al. 2014), a platformokon a pseudo-személyes kommunikáció váltja fel.

Az információs aszimmetria problémáját a vezető befektetőket magukba foglaló, tulajdonosi tőke alapú, közösségi finanszírozási szindikátusok képesek kezelni. Ezek az üzleti formációk a támogató tömegek elé viszik az ügyleteket (Agrawal et al. 2015), és összekötik az offline világban létrejövő, szemtől szemben történő átvilágítást és monitoringot az online globális elérhetőséggel. A szindikátusok bevezetése a tulajdonosi tőke alapú közösségi finanszírozásba viszonylag új keletű, 2013 óta van jelen az AngelList-en, ahol magánszemélyek, anyagi csoportok és kockázati tőkealapok tudnak szindikátust alkotni, és ahol a sikeres szindikált ügyletek száma messze meghaladja a nem szindikáltakét. Kockázati tőkések azért választják a szindikátusi stratégiát, hogy növeljék a beérkező ügyletek számát, javítsák a márka hírnevét, és legfontosabb partnereiket megfelelő érvekkel lássák el a hatékony megállapodások megkötése érdekében (Copepy 2016). A szindikátus lényegében egy előszűrési mechanizmus a rákövetkező, nem szindikált befektetési szakaszokat megelőzően. A szindikátusvezetők általában jól behálózottak a befektetési csatornák és üzleti lehetőségek terén, ami érdekkonfliktushoz vezet azon nem szofisztikált kisbefektetőkkel, akik startup-vállalkozásokba szeretnének befektetni. A szindikált tulajdonosi tőke alapú közösségi finanszírozásnál tehát átváltási (trade-off) kapcsolat van az üzletekhez való hozzáférés és az érdekkonfliktus között (Itenberg – Smith 2017). A szerzők kimutatták, hogy a szindikált befektetési ajánlati körök kockázatosabbak,

lassúbb megtérülésűek, ráadásul azok a vállalkozások, melyekbe a szindikátusvezető korábban befektetett, később rosszabbul teljesítenek.

A tulajdonosi tőke alapú közösségi finanszírozásnál megfigyelhető egyfajta, optimális alatti egyensúlyt eredményező *kontraszelekció*, ami azt a folyamatot jelenti, mely során a termékek és szolgáltatások ára és mennyisége változik adott piacon belül azért, mert az egyik fél olyan információval rendelkezik, amelyet a másik még ésszerű költségek ellenében sem tud megszerezni. *Agrawal és szerzőtársai (2015)* kifejtik, hogy a közösségi finanszírozás során sem a hétköznapi befektetők, sem a startup-alapítók nem képesek az információk egyensúlytalanságokat ésszerű költségek mellett korrigálni. A hétköznapi befektetők számára tipikusan hiányzik az idő, a pénz és a szakértelem, hogy az általuk finanszírozott startup vállalkozások napi menedzselésébe és felügyeletébe bevonódjanak. A startup-alapítók viszont jobban értik, hogy mit csinálnak és mik a piaci kilátások, de korlátozott erőforrásokkal rendelkeznek a befektetőkkel történő kommunikációhoz, a széleskörű információ-közzétételhez és a részletes pénzügyi beszámolók készítéséhez. A *morális kockázat* azt a helyzetet írja le, amikor aránytalan a kockázatvállalás azon fél részéről, amelyik a költségeket vállalja. A forrásszerzési kampányok lezárultával a forrásjuttatók nem rendelkeznek olyan hatékony eszközökkel, amelyekkel a startup-alapítók arra volnának kényszeríthetők, hogy az ígért feltételek mentén teljesítsenek. Ezen a ponton a startup vállalkozásoké a szerzett tőke, az alkupozíció az opportunistáké és a befektetők között eltolódik, miközben a hétköznapi befektetők viselik a veszteség kockázatát.

A kampányokkal kapcsolatos frissítések (updates) vizsgálata az információaszimmetria statikus vizsgálata után dinamikus szemléletet vitt a kutatásokba. A kezdő vállalkozások friss információk közzétételével növelhetik annak valószínűségét, hogy a tulajdonosi tőke alapú közösségi finanszírozási kampányuk sikeres lesz. Hasznos tudni tehát, hogy milyen típusú frissítések a hatékonyak. A tömeg befektetések számával és a kezdő vállalkozások által gyűjtött befektetések összegével kapcsolatos frissítések pár napos késéssel fejtik ki pozitív hatásukat a kampány sikerére (*Block et al. 2016*). A szerzők szerint ez fokozódik a frissítésekben szereplő szavak számával, de csökken a már közzétett frissítések mennyiségével. Hangsúlyozzák, hogy a startup-csapattal (az alapítók és alkalmazottak képzettségével, korával és személyes érdeklődési területeivel), az üzleti modellel (a várható piaccal, az üzleti ötlettel, a jövőbeli üzleti orientációval és expanziós várakozásokkal), az együttműködési projektekkal és a termékfejlesztéssel kapcsolatos frissítéseknek már nincs nagy hatása a siker mértékére. Ellenben az új – pl. angyalbefektetőktől, kockázati tőkésektől származó, vagy pályázati – forrásokról és az árbevétel növekedésével és a kedvező ügyfélvisszajelzésekkel összefüggő üzletfejlődésről, valamint a startup által vezényelt promóciós kampányokról – a közösségi médián keresztül zajló networkingről – szóló frissítések hatása pozitív. A vállalkozások a finanszírozási kam-

pány alatt sokkal több frissítést alkalmaznak, mint utána, ráadásul akkor tesznek több információt közzé, ha a finanszírozási célt a kampány még nem érte el, illetve a hátralévő finanszírozási periódus rövid (Dorfleitner et al. 2017). Dorfleitner és szerzőtársai szerint a frissítések során a vállalkozások olyan lingvisztikai eszközöket használnak, amelyek erősítik a csoportidentitást és a csoportkohéziót, valamint a frissítések valószínűsége akkor nagyobb, ha a párhuzamosan folyó crowdfunding-kampányok között erős a verseny.

A sikerarány azoknál a vállalkozásoknál nagyobb, amelyeket professzionális befektetők (üzleti angyalok és kockázati tőkések) is támogatnak, illetve pályázati pénzt nyertek, vagy a szellemi tőkéjüket szabadalmak, védjegyek vagy copyright formájában levédtek – mutatott rá *Ralcheva és Roosenboom (2016)*, továbbá arra is, hogy ha a vállalkozás tanácsadói testületet fogadott, kinevezett nem ügyvezető igazgatókat, vagy tanácsadó cégeket vont be, vagy ha a tulajdonos a vállalkozás nagyobb részét tervezi megtartani a forrásszerzés után, a sikeres kampánynak nagyobb a valószínűsége. Más kutatások szerint a kampány sikerét az előszűrt kampánykarakterisztikák, valamint a privát és publikus hálózatok határozzák meg, azaz a tradicionális kockázati tőkések és angyalbefektetők által használt befektetési döntési kritériumok kevésbé relevánsak (Lukkarinen et al. 2016).

A korai támogatóknak fontos szerepe van a közösségi finanszírozási kampányok sikerében az adományalapú (Burtch et al. 2013), a jutalomalapú (Colombo et al. 2015) és a hitelalapú platformokon (Zhang – Liu 2012). Empirikus bizonyíték ennek létezésére a tulajdonosi tőke alapú közösségi finanszírozás esetén sokáig hiányzott. A tulajdonosi tőke alapú közösségi finanszírozási platformokon az egyedi befektetők neve nyilvános és azonnal hozzáférhető minden egyes felajánlásnál, ami hatással van a további befektetők magatartására. A korai fázisú momentum generálása sikerfaktor, ugyanis a korai támogatók előző befektetéseinek listája alapján értékelhetik az információt, ami megerősítheti a későbbi befektetőket. Azon befektetők, akik nyilvánosságra hozzák a profiljukat, gyakran magasabb végzettségűek, több projekt-specifikus ipari tapasztalattal és a platformon keresztül történő befektetéseik hosszabb listájával rendelkeznek; ráadásul az ajánlati részarányuk más befektetőkhöz képest a kampány első napjaiban nagyobb, majd időben csökken (Vismara 2015a). A szerző szerint információs kaszkádok alakulnak ki, ahogy publikus profillal rendelkező befektetők jelenléte további befektetőket vonz a „siker sikert szül” folyamat eredményeképpen. A megfigyelésen alapuló közösségi tanulás (Bandura 1977) pszichológiai fogalma a pénzügyi szakirodalomban információs kaszkádként (Welch 1992) jelent meg. Az információs kaszkádok létrejöttéhez két feltétel kell: a bizonytalanság és az egymásutániség (Bikhchandani et al. 1992). A bizonytalanság a tulajdonosi tőke alapú közösségi finanszírozásnál inkább a keresleti oldalon jelenik meg, ahol a befektetők kevésbé tudnak az információs aszimmetria problémán felülkerekedni. Ilyenkor a többi befektető által küldött jelzés, a tömeghatás jelen-

tőssé válik. A közösségi befektetés során a későbbi befektetők a korábbi támogatók viselkedésének megfigyeléséből tanulnak.

A tömegbefektetési dinamika L alakú „az elsőként jövőt szolgálják ki elsőként” alapon működő platformokon, míg U alakú a „lepecsételt ajánlat és másodlagos ár aukció” alapon működő platformokon (Hornuf – Armin 2015). Arra van tehát bizonyíték, hogy a befektetők a vállalkozó által nyújtott információfrissítések alapján hozzák meg döntéseiket, valamint a többi tömegbefektető befektetési viselkedése és megjegyzései alapján. A kampányjellemzők, a befektetők szofisztikáltsága, a forrásnyújtás folyamata, a nyájalkotás és a tőzsdéi volatilitás határozza meg azt, hogy a befektetők mennyire hajlandóak a kezdő vállalkozások cash flow jogaiért fizetni (Hornuf – Neuenkirch 2015). Azt, hogy a tömegbefektetők mennyire válnak kis üzleti angyalokká, nehezen megválaszolható kérdés: van, hogy együtt fektetnek be professzionális befektetőkkel, van azonban, amikor versenytársai az üzleti angyaloknak (Hornuf – Schweinbacher 2014).

A tömegbefektetők összetételüket nézve nem tekinthetők homogén közösségnek. Wallmeroth (2016) kimutatta, hogy a saját vagyonuk nagyobb részét investáló stratégiai befektetők kevésbé válnak a platformra visszatérő befektetőkké, továbbá nagyobb valószínűséggel fektetnek olyan vállalkozásokba, amelyek a kampány után nem mennek csődbe. Véleménye szerint valószínűsíthető, hogy a nagy összeget juttatók szofisztikált és professzionális befektetőknek tekinthetők, szemben a szórt, kis összegeket investálók kevésbé szofisztikált tömegeivel. Brown és Davis (2017) szerint a tulajdonosi tőke alapú közösségi finanszírozást általában a „mindent vagy semmit” finanszírozási mód, a befektetői profit ritkasága és a nem kooperáló befektetők sokasága jellemzi.

A tulajdonosi tőke alapú közösségi finanszírozásnál a nem pénzügyi motivációk nem jelentősek, a befektetők a kampány során kinyilvánított pénzügyi elköteleződési szándékukat nagyobb valószínűséggel váltják be a kampány lezárta után a jutalomalapú modellhez képest (Cholakova – Clarysse 2014). A pénzügyi megtérülést nyújtó crowdfunding esetén a tömegbefektetők általában fiatal, felsőfokú végzettséggel rendelkező férfiak, akiket az üzleti részesedés szerzése és az izgalom motivál (Daskalakis – Yue 2017). A tulajdonosi tőke alapú közösségi finanszírozási piacokon a befektetők 93 százaléka férfi, amit inkább a kockázatkörüléssel kapcsolatos nemek közötti különbségek magyaráznak, mintsem a túlzott önbizalom területén meglévő különbségek (Hervé et al. 2016). Érdekes megfigyelés, hogy a nemek kiegyensúlyozott jelenléte az összes vállalatfinanszírozási formához képest a tőkealapú közösségi finanszírozásnál a legmagasabb, továbbá hogy a nem meghatározza a tőke kereslete és kínálata közötti kapcsolat milyenségét: Vismara és szerzőtársai (2016) szerint a nők által vezetett vállalkozások projektjeinek kétszer annyi női befektetője van, mint a férfi vezetővel rendelkezőkének. A szerzők kimutatták, hogy bár a befektetők nagy része férfi, általánosságban egy nő 34 százalékkal többet fektet be.

A kampány utáni teljesítménymutatók is foglalkoztatják a szakirodalmat. A sikeres kampány után egy évvel a vállalkozások árbevétele és az árbevétel növekedési üteme emelkedett, ami pozitív kapcsolatot mutat a befektetők kampány alatti nagy számával, miközben a profit átlagosan nézve csökkent. *Décarre és Wetterhag (2014)* szerint ezek a trendek hasonlítanak arra, amikor kockázati társaságok fektetnek be cégekbe. Azt is hangsúlyozzák, hogy érezhető egy PR-hatás, ami annak következménye, hogy a kampányokat a vállalkozások marketing- és promóciós célokra is használják. 2011–2015 között angliai tulajdonosi tőke alapú közösségi finanszírozási platformok vizsgálata alapján *Signori és Vismara (2016)* azt találta, hogy a vállalkozások 10 százaléka bukott el csupán, s 30 százaléka volt képes további forrást bevonni egy vagy több szezonális részvénykibocsátással, miközben a befektetők átlagos várható megtérülése 8,8 százalékos volt.

4. A tulajdonosi tőke alapú közösségi finanszírozási platformok

A közösségi hálózatok és az online platformok új lehetőségeket teremtenek forrásgyűjtésre a vállalkozások számára, a nem professzionális befektetők számára pedig arra, hogy a közvetítő rendszereket megkerülve helyezték ki forrásaikat. A vállalkozói finanszírozási szisztémákon belül az internetes platformokon keresztül a korai finanszírozási lehetőségek felgyorsítása és skálázása az adott szabályozási rendszert figyelembe véve aknázható ki, ami kiegyensúlyozza a tőkeképzést és a befektetővédelmet. A platform olyan architektúra, amely lehetővé teszi a jelzések és a hálózati hatások kiaknázását csökkentett tranzakciós költségű környezetben (*Estrin – Khalvul 2016*). Az ECF tranzakciós felületen egyszerre kell a jogi háttérrel, a vállalkozások előszűrését és pénzügyi tranzakció lebonyolíthatóságát biztosítani (*Ahlers et al. 2015*). A platformon mint közvetítő felületen a csoporton belüli és csoportközi moderálás is lehetséges (*Belleflamme et al. 2015; Viotto 2015*). Az ECF több fázisú folyamat, ahol célzott kommunikáció kell ahhoz, hogy a vállalkozási ötlet meggyőző legyen a platform és a befektetők számára is.

A közvetítői szerep három fontos területe *Löher (2016)* szerint a) a projektelőszűrés, ahol a platform saját hálózataira támaszkodik az ügyletajánlásokhoz való hozzáférés kapcsán, melynek célja az ügyletkeresési költségek csökkentése; b) a törvényi háttérnek megfelelő standardizált szerződések használata; c) a kommunikáció, mely az információs aszimmetriacsökkentést szolgálja, és elősegíti az egységesített kampánystratégiát. A platformok lényegében felkutatják, értékelik és strukturálják a befektetési lehetőségeket.

Brown és szerzőtársai (2016) a kollektív tőkegyűjtés és platformhatékonyság szempontjából az alábbi összefüggéseket fogalmazták meg:

1. A tulajdonosi tőke alapú közösségi finanszírozási platformnak egyszerre kell biztosítania, hogy a vállalkozóknak törvényesen legyen módja tőkeképzésre, a befektetők pedig törvényesen tudjanak beruházási lehetőségekhez hozzáférni.
2. Inkább a jeleket szűk látókörűen követő, a tömegbölcsségre alapozó naiv befektetők, mint a szofisztikált befektetők szükségesek a tulajdonosi tőke alapú közösségi finanszírozási platform hatékonyságához.

Az alacsonyabb minőségű és kisebb közösségi hálóval rendelkező vállalkozások kényszerülnek arra, hogy a tömegekhez forduljanak, ha nem jutnak forráshoz a tradicionális korai fázisú finanszírozás során a barátoktól, családtagoktól, az üzleti angyaloktól vagy a kockázati tőkésektől. A kontraszelekció és a morális kockázat csökkentésére a törvénykezésen túl különféle platformszabályok, önszabályozási formák, technikai tulajdonságok és kulturális normák születtek, melyek befolyásolják, hogy milyen minőségű és típusú startupokat vonz az adott platform. A befektetési plafon, a forrásszerzési plafon, a korlátozott közzétételi kötelezettségek, a platformbefektetések, a tömegek auditja, a további közzététel és a teljesítménytranszparencia, valamint a mérföldkő alapú finanszírozás tekinthető olyan szabályoknak és módszereknek, melyek minimalizálják a piaci bukás lehetőségét (*Catalini et al. 2016*). A magas minőségű kezdő vállalkozások magukat megkülönböztető jelzései és a hírnévvel rendelkező közvetítőként funkcionáló portálok jelenthetik a klasszikus „citromok” problémájának elkerülési módját (*Ibrahim 2015*).

A platformok standardizált szerződéskötési gyakorlattal kanalizálják a befektetések áramait. A platformok különféle üzleti ajánlatokat tesznek a tulajdonosi tőkére, profitmegosztásra és jövőbeli részvénytőkére vonatkozó jogokra. A nem tulajdoni viszonyt megtestesítő (unequity) értékpapírok felajánlása rövid lejáratú profitmegosztásra irányul, ami nem tartalmaz részvényesi jogokat. Ezzel egy időben a platform a jövőbeli befektetési körökről kapitalizációs ütemtervet is közöl, és arra törekszik, hogy a vállalkozóknak ne kelljen a nagyszámú kisbefektetővel költséges, hosszú távú kapcsolatot ápolniuk. A platformon felajánlott jövőbeli tulajdonviszonyt megtestesítő értékpapírokra szóló jogok valamilyen jövőbeli befektetési esemény bekövetkeztéig tartanak. A jövőbeli tulajdonosi tőkeajánlatok elhalasztják a részvényesi jogok megszerzését addig a pontig, amíg a magas növekedésű startup-vállalkozás akvizíció, tőzsdei bevezetés vagy kockázati tőkebefektetés célpontjává nem válik, amikor is a tömegbefektetők megkapják tulajdoni részesedésüket. A köztes időben a tömegbefektetők nem rendelkeznek részvényesi jogokkal, ami számos költséges és időrabló kockázatot és kötelezettséget jelentene. A korai fázisú startup-finanszírozás jellemzői és az átlátható befektetői megállapodás közötti kapcsolatot a Jövőbeli Tulajdonosi Tőkére vonatkozó Egyszerű Megállapodás (Simple Agreement for Future Equity, SAFE) adja, mint halasztott tulajdonosi viszonyt megtestesítő instrumentum. Egy másik megoldás ugyanerre a problémára a KISS (Keep it Simple Security), ami lényegében egy átváltható kötvény, amely értelmében a vállalkozás a befektetőnek

azt ajánlja fel, hogy egy bizonyos kamatláb mellett visszafizeti a tőkét számára. A KISS akkor változik át tulajdoni joggá, ha a vállalkozás bizonyos mérföldköveket, mint például felvásárlást, IPO-t vagy kockázati tőkebevonást elér. A KISS és a SAFE közötti különbség tehát az, hogy ha a befektetés nem konvertálódik tulajdonjoggá, akkor az utóbbinál a befektetők elveszítik a tőkéjüket, míg az előbbinél az adószolgáltatás révén visszanyerik. *Wroldsen (2017)* szerint e két egyszerűsített szerződéses formában nagy lehetőség rejlik, ugyanakkor érdekes módon a befektetők a közösségi média adta kollektív védelemből jobban profitálnak, mint a formalizált szerződéses jogokból.

A német tömegbefektetői piacon inkább az alárendelt profitrészesedést nyújtó hitel, mint befektetési forma vált dominánssá. *Klöhn et al. (2016)* szerint a legfrissebb trendek közé tartozik, hogy a minimum lejáratú idő 4-ről 6–8 évre módosult, s újabban fix kamatfizetést ajánlanak, a befektetők profitrészesedésre is jogosultak. A kiszállási bevételekből való részesedési jogot nyújtó szerződések száma nőtt az utóbbi időkben, a vétőjogok viszont megszűntek, továbbá a következő körös befektetéseknél megengedett a hígulás. A német tulajdonosi tőke alapú közösségi finanszírozási platformokon a tömegbefektetők, mivel nem rendelkeznek törzstőkével a vállalkozásokban, a kockázati tőkealapoktól nagyban függenek. Utóbbiak abban érdekeltek, hogy a kisbefektetőket azok mezzanine finanszírozási szerződésein keresztül kizorítsák – ezekre a trendekre a platformok úgy válaszoltak, hogy olyan szerződéseket alakítottak ki, amelyek a két csoport egymás melletti létezését ösztönzik (*Hornuf – Schmitt 2016*).

5. Következtetések

A tulajdonosi tőke alapú közösségi finanszírozás a törvényi szabályozási környezet kialakítása után az elmúlt években fejlődésnek indult. A crowdfunding más üzleti modelljeihez képest itt a befektetőket a pénzügyi megtérülés hajtja, a vállalkozók inkább nagyobb befektetési projektekkel jelennek meg a jutalomalapú crowdfunding átlagos projektméreteihez képest. Számos sikertényezőt azonosítottak, közöttük a magas vállalkozói képességek jeleit, az üzletrész-felajánlás belső arányait, a tulajdonosság visszatartásának mértékét, a befektetőkről szóló kemény információk meglétét, a vállalkozók közösségi hálózatainak nagyságát, illetve a további növekedési lehetőségeket feltáró frissítéseket. A tulajdonosi tőke alapú közösségi finanszírozási platformok kialakítása során oda kell figyelni az előszűrés, az ügyletkínálat és a standardizált szerződések által meghatározott folyamatok összhangjára, a törvényi környezetnek való megfelelésre, továbbá az ügynöki költségek és a hálózati hatások közötti átváltási hatások platform-hírnevet erősítő megfontolásaira. Az offline befektetői közeg előnyösen hat az adott régióban működő platformokra. A legjobb gyakorlatok kialakítására való törekvés folyamatos innovációt igényel, amely megfigyelhető a szindikátusi stratégiákkal való kísérletezésnél vagy a tömegbefektetők

és szofisztikált befektetők közötti érdekkonfliktusok csökkentését szolgáló értékpapírfajták és jogok evolúciójánál is.

A digitális technológiák, a blockchain és a kriptopénzek egyre gyorsuló fejlődése az ún. ICO (Initial Coin Offering) ügyletekkel új irányokat vet fel a platformon keresztüli üzletszerzés világában, melynek vizsgálata ezen áttekintés keretein messze túlmutat.

Felhasznált irodalom

Agrawal, A. – Catalini, C. – Goldfarb, A. (2015): *Are Syndicates the Killer App of Equity Crowdfunding?* MIT Sloan Research Paper No. 5126-15; Rotman School of Management Working Paper No. 2569988. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2569988>

Ahlers, G. K.C. – Cumming, D. J. – Guenther, C. – Schweizer, D. (2015): *Signaling in Equity Crowdfunding*. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 39(4): 955–980. <https://doi.org/10.1111/etap.12157>

Bandura, A. (1977): *Social Learning Theory*. Englewood Cliffs, NJ: Prentice Hall.

Belleflamme, Paul – Nessrine Omrani – Martin Peitz (2015): *The Economics of Crowdfunding Platforms*. *Information Economics & Policy* 33 (Dec.): 11–28. <https://doi.org/10.1016/j.infoecopol.2015.08.003>

Bikhchandani, S. – Hirshleifer – D., Welch, I. (1992): *A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational Cascades*. *Journal of Political Economy*, Vol. 100, No. 5 (October): 992–1026. <https://doi.org/10.1086/261849>

Block, J. H. – Hornuf, L. – Moritz, A. (2016): *Which Updates During an Equity Crowdfunding Campaign Increase Crowd Participation?* <https://doi.org/10.2139/ssrn.2781715>

Block, J. – Sandner, P. (2009): *What is the Effect of the Financial Crisis on Venture Capital Financing? Empirical Evidence from US Internet Start-ups*. *Venture Capital - An International Journal of Entrepreneurial Finance*, Vol. 11: 295–309. <https://doi.org/10.1080/13691060903184803>

Bradford, S.C. (2012): *Crowdfunding and the Federal Securities Laws*, *Columbia Business Law Review*, Vol. 2012, No. 1.

Brown, D. C. – Davies, S. W. (2017): *Financing Efficiency of Securities-Based Crowdfunding*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2692828>

Brown, D. C. – Davies, S. W. (2016): *Equity Crowdfunding: Harnessing the Wisdom of the Crowd*. <https://pdfs.semanticscholar.org/6382/9449bc90e899e84ee649a31fd2a87d326476.pdf>

- Burtch, G. – Ghose, A. – Wattal, S. (2013): *An Empirical Examination of the Antecedents and Consequences of Contribution Patterns in Crowd-funded Markets*. Information Systems Research, Vol. 24. No. 3: 499–519. <https://doi.org/10.1287/isre.1120.0468>
- Catalini, C. – Fazio, C. – Murray, F. (2016): *Can Equity Crowdfunding Democratize Access to Capital and Investment Opportunities?* MIT Innovation Initiative Lab for Innovation Science and Policy Report. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2780551>
- 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: 145–172. <https://doi.org/10.1111/etap.12139>
- Colombo, M. G. – Franzoni, C. – Rossi Lamastra, C. (2015): *Internal Social Capital and the Attraction of Early Contributions in Crowdfunding*. Entrepreneurship Theory and Practice, Vol. 39. No. 1: 75–102. <https://doi.org/10.1111/etap.12118>
- Connelly, B.L. – Certo, S.T. – Ireland, R.D. – Reutzel, C.R. (2011): *Signaling Theory: A Review and Assessment*, Journal of Management Vol. 37: 39–67. <https://doi.org/10.1177/0149206310388419>
- Coppey, L. (2016): *From Value-Added VCs to Equity Crowdfunding Syndicates : the New Platforms of the Venture Capital Industry*. MIT Sloan Management Department. <http://hdl.handle.net/1721.1/104539>
- Daskalakis, N. – Yue, W. (2017): *User’s Perceptions of Motivations and Risks in Crowdfunding with Financial Returns*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2968912>
- Décarre, M. – Wetterhag, E. (2014): *Uncovering the Outcomes of Equity Crowdfunding: Post-Funding Outcomes of Equity Crowdfunded Firms in Europe*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2545276>
- Dorfleitner, G. – Hornuf, L. – Weber, M. (2017): *Dynamics of Investor Communication in Equity Crowdfunding*. Max Planck Institute for Innovation & Competition Research Paper No. 17–06. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2962951>
- Estrin, S. – Khavul S. (2016): *Academy of Management of Proceedings (Meeting Abstract Supplement) 13036*
- Freear, J. – Sohl, J.E. – Wetzel Jr. – W. E. (1994): *Angels and Non-Angels: Are there Differences?* Journal of Business Venturing, Vol. 9: 109–123. [https://doi.org/10.1016/0883-9026\(94\)90004-3](https://doi.org/10.1016/0883-9026(94)90004-3)
- Hervé, F. – Manthé, E. – Sannajust, A. – Schwienbacher, A. (2016): *Investor Motivations in Investment-Based Crowdfunding*. <https://econpapers.repec.org/paper/haljournal/hal-01452026.htm>

- Hornuf, L – Schmitt, M. (2016): *Success and Failure in Equity Crowdfunding*. CESifo DICE Report Vol. 14, No. 2: 16–22.
- Hornuf, L. – Neuenkirch, M. (2015): *Pricing the Value of Cash Flow Rights in Crowdfunding: An Analysis of Investment Backers*.
- Hornuf, L. – Schmitt, M. (2016): *Does a Local Bias Exist in Equity Crowdfunding?* Max Planck Institute for Innovation & Competition Research Paper No. 16-07. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2801170>
- Hornuf, L. – Schwienbacher, A. (2014): *Crowdfunding – Angel Investing for the Masses?* Handbook of Research on Venture Capital: Volume 3. Business Angels, Forthcoming. <http://ssrn.com/abstract=2401515>. Letöltés ideje: 2016. augusztus 18.
- Hornuf, L. – Schwienbacher, A. (2015): *Funding Dynamics in Crowdfunding*. <https://ideas.repec.org/p/zbw/vfsc15/112969.html>. Letöltés ideje: 2016. augusztus 18.
- Ibrahim, D. M. (2015): *Equity Crowdfunding: A Market for Lemons?* Minnesota Law Review, Vol. 100; William & Mary Law School Research Paper No. 09–292. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2539786>
- Itenberg, O. – Smith, E. E. (2017): *Syndicated Equity Crowdfunding: The Trade-Off between Deal Access and Conflicts of Interest*. Simon Business School Working Paper No. FR 17–06. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2933822>
- Klöhn, L. – Hornuf, L. – Schilling, T. (2016): *Financial Contracting in Crowdfunding: Lessons from the German Market*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2839041>
- Leland, H.E. – Pyle, D. (1977): *Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation*. Journal of Finance, Vol. 32: 371–387. <https://doi.org/10.2307/2326770>
- Löher, J. (2016): *The Interaction of Equity Crowdfunding Platforms and Ventures: An Analysis of the Preselection Process*. Venture Capital, Forthcoming. <https://ssrn.com/abstract=2875673>
- Lukkarinen, A. – Teich, J. E. – Wallenius, H. – Wallenius, J. (2016): *Success Drivers of Online Equity Crowdfunding Campaigns*. Decision Support Systems, Vol. 87: 26–38. <https://doi.org/10.1016/j.dss.2016.04.006>
- Miglo, A. (2016): *Crowdfunding: Balancing Imperfect Information and Moral Hazard Considerations*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2793631>
- Moritz, A. – Block, J. H. – Lutz, E. (2014): *Investor Communication in Crowdfunding: A Qualitative-Empirical Study*. <http://ssrn.com/abstract=2462282>. Letöltés ideje: 2016. augusztus 18.

- Ralcheva, A. – Roosenboom, P. (2016): *On the Road to Success in Equity Crowdfunding*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2727742>
- Shneor, R. – Flåten, B. (2015): *Opportunities for Entrepreneurial Development and Growth through Online Communities, Collaboration and Co-Creation*, In: Kaufmann, H. R. and Shams, R.: *Entrepreneurial challenges in the 21st century*, Chapter 11, Basingstoke UK: Palgrave Macmillan. <http://ssrn.com/abstract=2684712>. Letöltés ideje: 2016. augusztus 18.
- Signori, A. – Vismara, S. (2016): *Returns on Investments in Equity Crowdfunding*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2765488>
- Vismara, S. (2015a): *Information Cascades Among Investors in Equity Crowdfunding*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2589619>
- Vismara, S. (2015b): *Equity Retention and Social Network Theory in Equity Crowdfunding*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2654325>
- Vismara, S. – Benaroyo, D. – Carne, F. (2016): *Gender in Entrepreneurial Finance: Matching Investors and Entrepreneurs in Equity Crowdfunding*. Forthcoming in Link, A. (eds.): *Gender and Entrepreneurial Activity*. Cheltenham, UK: Edward Elgar. <https://ssrn.com/abstract=2833946>
- Vulkan, N. – Atebro, T. B. – Fernandez, S. M. (2015): *Equity Crowdfunding: A New Phenomena*. Said Business School WP 2015-21. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2700236>
- Wallmeroth, J. (2016): *Investor Behavior in Equity Crowdfunding*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2881394>
- Welch, I. (1992): *Sequential Sales, Learning, and Cascades*. *Journal of Finance*, Vol. 47: 695–732. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04406.x>
- Wroldsen, J. (2017): *Crowdfunding Investment Contracts*. 11 *Virginia Law & Business Review* (Spring, Forthcoming). <https://ssrn.com/abstract=2844771>
- Zhang, J. – Liu, P. (2012): *Rational Herding in Microloan Markets*. *Management Science*, Vol. 58, No. 5: 892–912. <https://doi.org/10.1287/mnsc.1110.1459>