

## Innovatív cégek – innovatív finanszírozók

### A startupokat finanszírozó tőkepiac működésének nyugati tapasztalatai\*

KARSAI JUDIT

*Az ígéretes induló cégek finanszírozásban a klasszikus kockázatitőke-alapok mellett az üzleti angyalok, az üzleti akcelerátorok és inkubátorok, valamint a tőkét közösségi finanszírozás útján biztosító crowdfundingplatformok kiemelt szerepet töltenek be. Mivel e piaci szereplők viszonylag újak, működésükről még kevés tapasztalat gyűlt össze. Még nem tudható, hogy e tőkepiac szereplői között végbemenő piaci átrendeződés tartósan bizonyul-e, különös tekintettel a koronavírus-járványhoz kapcsolódó világméretű recesszióra. Az eddigi tapasztalatok megismerése azonban segítheti a fejletlenebb kockázatitőke-piaccaal rendelkező térségekben a startupok megszületését és sikeressé válását az alternatív forrásokat nyújtó tőke, valamint a hozzá kapcsolódó technikai támogatás, hálózatosodási lehetőség, piacismeret és mentorálás révén. A cikk áttekintést nyújt az alternatív tőkefinanszírozást nyújtó intézmények működéséről és fejlődési irányairól, beleértve a közöttük kialakuló együttműködést és versenyt, valamint a finanszírozott vállalkozásokra gyakorolt hatást. Az eddig kirajzolódó tendencia azt jelzi, hogy csökkent az induló és a korai fejlődési stádiumú cégek finanszírozásában a hagyományos kockázatitőke-alapok jelentősége, mivel ezek egyre inkább a már érettebb cégek nagyobb összeget igénylő befektetései felé fordulnak. Ez a folyamat a nagyvállalatok tőkepiaci részvételének sokféle formát öltő hangsúlyosabb megjelenésével, az egyre inkább intézményesülő üzleti angyalok, az üzleti akcelerátorok és inkubátorok nagyobb szerephez jutásával, valamint a tőkét közösségi finanszírozás útján biztosító crowdfundingplatformok*

\* A cikk az Új tendenciák az üzleti inkubáció intézményrendszerének fejlődésében Kelet-Közép-Európában című, a K 128682 számú projekt keretében a Nemzeti Kutatási Fejlesztési és Innovációs Alapból biztosított támogatással, az OTKA pályázati program finanszírozásában készült.

A kézirat első változata 2020. március 31-én érkezett szerkesztőségünkbe.

<https://doi.org/10.47630/KULG./2020.64.7-8.3>

Karsai Judit, a KRTK Közgazdaságtudományi Intézet tudományos tanácsadója.  
E-mail: [karsai.judit@krtk.mta.hu](mailto:karsai.judit@krtk.mta.hu)

*kiépülésével járt együtt. Fontos tanulság, hogy a korábbi vállalkozásaikat sikerre vivő alapítók tapasztalataikkal és vagyonukkal az alternatív tőkepiaci szervezetek minden típusában kulcsszerepet töltenek be az induló cégekbe történő tőkebefektetések előkészítésében és végrehajtásában. Így végső soron a startupok sikeres fejlődése és tőkéhez jutása egy önmagát erősítő folyamat eredményeként valósul meg.*

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: L26, G20, G23, G24.

*Kulcsszavak:* vállalkozás, startup, sajáttőke-finanszírozás, kockázati tőke, üzleti angel, akcelerátor, crowdfunding.

---

## Abstract

### Innovative companies – innovative investors

#### Western experiences of equity market for startups

JUDIT KARSAI

In addition to traditional venture capital funds, business angels, business accelerators and incubators, as well as crowdfunding platforms play an important role in financing startup companies. As these market players are relatively new, little experience has been gained with their operation. It is not yet known whether the market reorganization between players in this capital market will prove to be lasting, especially in view of the unfolding global recession in connection with the spread of the COVID-19 pandemic. However, learning from experience can be beneficial to less developed regions for the creation and successful expansion of startups using alternative sources of capital and associated technical support, networking, market knowledge and mentoring. The article provides an overview of the functioning and development trends of the new institutions providing equity financing, including their cooperation and competition, as well as their impact on the sponsored businesses. The trend so far indicates a decline in the importance of traditional venture capital funds in financing startups and early-stage companies, as these funds increasingly turn to larger-scale investments by more mature companies. This process has been accompanied by a stronger emphasis on the participation of large corporations in markets in many forms, the increasing role of institutionalized business angels, business accelerators and incubators, and the development of crowdfunding platforms providing capital through community funding. An important lesson is that successful former startup founders, utilizing their experience and wealth, play a key role in the preparation and execution of capital investments in startups in all types of alternative capital organizations. Thus, the successful development and capital supply of startups are becoming the result of a self-reinforcing process.

Journal of Economic Literature (JEL) codes: L26, G20, G23, G24.

*Keywords:* Entrepreneurship, Startup, Equity finance, Venture capital, Business Angel, Accelerator, Crowdfunding.

---

Egy újonnan létrejövő gyorsan növekedni akaró vállalkozás tőkefinanszírozásakor az alapítók többféle lehetőség közül válogathatnak, és a különböző megoldások

eltérő előnyöket kínálnak az új vállalkozás fejlődésének egymást követő szakaszaiban. Valójában a kockázati tőkéhez képest – amelyre világszerte hagyományosan a kockázatos fiatal vállalkozások fő finanszírozási forrásaként tekintenek – sokféle más megoldás is rendelkezésre áll. Ezek lehetővé teszik a fiatal cégek számára, hogy hosszabb idejük maradjon a fejlődésre, mielőtt érettebb céggént a kockázati tőkésekhez fordulnának. E tendenciát jelzi, hogy a kockázati tőkésektől első ízben befektetést kapó vállalkozások életkora némileg megnőtt, 2014 és 2019 között 2 évről 2,9 évre emelkedett. Ebben jelentős szerepet játszottak a klasszikus kockázati befektetőket megelőző, ritkább esetben őket kiváltó *nem hagyományos* finanszírozási megoldások.

Valójában az elmúlt két évtized a fejlődésük korai fázisában tartó vállalkozások tőkefinanszírozásában részt vevő intézmények piacán jelentős átalakulást hozott (*Bruton és szerzőtársai, 2015; Fraser és szerzőtársai, 2015; Landström és Mason, 2016; Bellavitis és szerzőtársai, 2017*). A finanszírozás olyan *nem hagyományos* szereplői jelentek meg, mint az inkubátorok és az akcelerátorok, a közösségi finanszírozást lehetővé tevő crowdfundingplatformok, az üzleti angyalok által létrehozott hálózatok, csoportok és intézményes üzletiangyal-alapok, valamint az egyetemekhez, a nagyvállalatokhoz és a kormányzati intézményekhez kötődő magvető tőkealapok (*Mitchell, 2010; Hoffman és Radojevich-Kelley, 2012; Capizzi és Capuccio, 2016*). A tőkepiac említett, viszonylag új résztvevőinek belépésével párhuzamosan alkalmasan olyan pénzügyi intézmények is megjelentek befektetéseikkel a startupokat finanszírozó tőkepiacon, amelyek korábban csak a már megerősödött cégek átvételét és tőzsdére juttatását finanszírozták. Így a tradicionális kockázati befektetéseikhez kívülről társulva immár magántőkealapok, kivásárlási alapok, hedge fundok, szuverén állami alapok, biztosítók, nyugdíjalapok, alapítványok és családi vagyonkezelők is bekapcsolódtak a korai fázisú cégek tőkefinanszírozásába (*Chernenko, Lerner és Zeng, 2017*). A korai fázisú vállalkozások finanszírozásában korábban domináns pozíciót betöltő, klasszikus kockázati befektető-alapokra így egyszerre két oldalról nehezedett nyomás. Azaz a kis összegű befektetésekre vállalkozó új típusú finanszírozók, valamint a nagyobb összegű tőkét alkalmasan befektetni kész intézményi befektetők megjelenése élesedő versenyhelyzetet teremtett a számukra (*Bonini és Capizzi, 2019*). Kérdés, hogy a fenti tendencia mennyire tekinthető tartósnak, s hogy a 2020-ban kibontakozó válság hogyan fogja érinteni a piac egyes szereplőit.

A fiatal, gyors növekedést ígérő vállalkozások tőkefinanszírozására hajlandó vagyonos személyek és intézmények pontos köréről, az általuk e célra fordítható és

ténylegesen befektetett tőke összegéről nehéz pontos képet alkotni. Ez egyrészt a kis összegű befektetések nyilvántartásával eleve együtt járó nehézségekből adódik, azaz abból, hogy gyakran csak marketingcéllal kerülnek nyilvánosságra az ügyletek adatai, s miután az adatfeldolgozó cégek adatgyűjtése a cégek önbevallásán alapul, így szükségképpen figyelmen kívül maradnak az egészen kis összegű ügyletek. Másrészt szemléleti probléma is nehezíti az adatokhoz történő hozzáférést. A tőke kínálatát számba vevő adatfeldolgozó intézmények, de még a témát vizsgáló tudományos kutatások is rendszerint a tőkeforrások nyújtóinak csupán egy-egy szereplőjére szakosodnak. Azaz nem portfóliószemléletben, tehát a tőkét igénybe venni kívánó vállalkozások szempontjából tekintenek a források nyújtóira (Cumming és szerzőtársai, 2018). Így jóformán alig akad olyan adatbázis, amely egyidejűleg venné számba az induló cégek által igénybe vett források teljes spektrumát és számolna a tőkét nyújtó személyek és intézmények befektetési együttműködésével, nyomon követné a különböző intézmények befektetéseinek egymáshoz kapcsolódását és időben történő egymásra épülését.

### 1. táblázat

#### Az európai kockázatitőke-befektetések évenkénti alakulása és megoszlása a befektető típusa szerint 2013–2018

(Milliárd euró, százalék)

Év	Összes kockázatitőke-befektetés		Klasszikus kockázatitőke-alapok		Nagyvállalati kockázatitőke-alapok		Üzleti angyalok, akceleratorok, crowdfundingplatformok	
	Milliárd euró	Százalék	Milliárd euró	Százalék	Milliárd euró	Százalék	Milliárd euró	Százalék
2013	6,8	100	5,1	75	1,3	19	0,4	6
2014	10,5	100	8,0	76	1,9	18	0,6	6
2015	15,0	100	11,1	74	2,8	19	1,1	7
2016	16,9	100	12,2	72	3,3	20	1,4	8
2017	23,8	100	15,4	65	6,6	28	1,8	7
2018	26,8	100	17,7	66	7,5	28	1,6	6

*Megjegyzés:* Az üzleti angyalok, az akceleratorok és a crowdfundingplatformok részletes leírását lásd a cikk későbbi részeiben.

*Forrás:* Dealroom.co [2019]: Annual European Venture Capital Report. 2018 full year report, 23. oldal alapján. Letölthető: <https://blog.dealroom.co/wp-content/uploads/2019/02/Dealroom-2018-vFINAL.pdf>

A kevés kivétel közé sorolható a *Dealroom.co* nevű adatszolgáltató,<sup>1</sup> amely ki-mutatta, hogy az európai startupcégeket finanszírozó intézmények által befektetett kockázati tőke volumenén belül 2013 és 2018 között a klasszikus kockázati tőke-alapok részaránya 75 százalékról 66 százalékra esett vissza. (Lásd az 1. táblázatot.)

## 2. táblázat

**A különböző életciklusú startupokba történt befektetések átlagos értéke az Európai Unióban és az Egyesült Államokban a befektetést végző intézmények típusa szerint 2015-ben**

(Millió euró)

	Európai Unió	USA
Akcelerátorok	15	28
Tulajdonosítóke-alapú crowdfundingplatformok	49	59
Üzleti angyalok	18	32
Magvető szakaszban tartó vállalkozásokba fektető kockázati tőke-alapok	36	30
Korai szakaszban tartó vállalkozásokba fektető kockázati tőke-alapok	112	444
Késői szakaszban tartó vállalkozásokba fektető kockázati tőke-alapok	1932	8705
Bármely szakaszban tartó vállalkozásba fektető kockázati tőke-alapok	1312	6395

Forrás: AFME [2017, 25. o.] alapján.

A befektetésre létrehozott európai alapok fajtáit tekintve 2013 és 2018 között a legtöbb tőkét, azaz a befektetések kétharmadát ugyan továbbra is a klasszikus kockázati tőke-alapok nyújtották, ám a nagyvállalatok által létrehozott, tőlük szervezetileg is leválasztott kockázati tőke-alapok (Corporate Venture Capital, CVC) befektetése 2017-től már meghaladta a teljes befektetési összeg negyedét. A klasszikus kockázati tőke-alapokhoz és a nagyvállalati kockázati tőke-alapokhoz képest számottevően kisebb egyedi befektetési összegeket nyújtó olyan *nem hagyományos piaci szereplők*, mint az üzleti angyalok, a crowdfundingplatformok, az akcelerátorok és a mikroalapok befektetése együttesen 6-7 százalékos részarányt képviseltek az európai tőkebefektetésekben. A különböző típusú tőkefinanszírozó szervezetek egyedi befektetéseinek jelentős méretbeli eltérését egy 2015-ös felmérés adatai vilá-

<sup>1</sup> Lásd: [https://dealroom.co/about/?\\_ga=2.260806029.1893300851.1585223556-371234768.1580885289](https://dealroom.co/about/?_ga=2.260806029.1893300851.1585223556-371234768.1580885289)

gítják meg. Ezen adatok az európai és az amerikai tőkebefektető szervezetek közötti nagyságrendi különbségeket is jelzik, az utóbbiak javára. (Az alternatív tőkepiaci szereplők által egy cégbe befektetett tőke 2015-ben mért átlagos nagyságát Európában és Amerikában mutatja be a 2. táblázat.)

Más oldalról világítja meg a tőkebefektetések szerkezetének kis léptékű, de érzelkelhető irányú változását az, hogy az első tőzsdei megjelenést megelőzően – tehát a magvető, a korai fázisú és a későbbi fázisú befektetések keretében – a fiatal cégeknek nyújtott tőkebefektetések a kis- és középvállalkozások finanszírozására Európában rendelkezésre álló összes tőkéből 2018-ban már 2,64 százalékot képviseltek, holott arányuk 2013-ban még csupán 1,4 százalékos volt. A tőkebefektetéseken belül 2018-ban – az előző évhez képest – kifejezetten a *nem hagyományos* kockázatitőke-befektetések súlya nőtt meg. Míg ugyanis a hagyományos, azaz a klasszikus kockázatitőke-alapok tőkéje 12 százalékkal emelkedett, addig a tőkealapú crowdfundingplatformok 24 százalékos, az üzletiangyal-finanszírozók 3 százalékos és a növekedési tőkét nyújtó magántőkealapok tőkéjének 8 százalékos emelkedése volt megfigyelhető (AFME, 2019, 9. és 41. o.).

A tőkét kapó startupvállalkozások<sup>2</sup> oldaláról vizsgálva – a sokféle tőkefinanszírozási megoldást nyújtó intézmény igénybevételi gyakoriságát – kitűnik, hogy – az EU Startup Monitor [2018] végzett felmérése szerint – a startupok a finanszírozásukra szolgáló tőke zömét *nem kívülről* kapják, hanem azt az alapítók saját megtakarításaikból fedezik (78 százalék). Sorrendben a második és harmadik legfontosabb, immár *kívülről* igénybe vett tőkeforrást a családtól és a barátoktól érkező tőke képviseli (30 százalék), s ettől alig valamivel marad el az üzleti angyalok befektetéseire is kapható tőke (29 százalék). Az alapszerűen működő kockázatitőke-befektetéstől érkező tőkét ennél alig valamivel kisebb arányú válaszadó jelölte meg (26 százalék). Az inkubátorok és akceleratorok révén kapható tőkét és a kormányzati támogatásokat a válaszadók 21 százaléka vette igénybe. Végül a közösségi forrásokat a válaszadók 18 százaléka használta, míg a belső működés során keletkező cash-flow (16 százalék), a bankhitel (7 százalék), valamint a kockázati tőkések által nyújtott hitel, a tőzsde és egyéb finanszírozási mód 5 százalékkal szerepelt a felmérésben (EU Startup Monitor, 2018).

A továbbiakban a szakirodalmi áttekintés először a klasszikus kockázatitőke-alapok piacán lezajló tendenciákat mutatja be. Ezt követően az üzleti angyalok te-

<sup>2</sup> EU Startup Monitor felmérése 2018 tavaszán 18 EU-tagországban, valamint Izraelben, Svájcban és Törökországban készült, és a startupok közé azokat a növekedési ambíciókkal rendelkező innovatív cégeket sorolta, amelyek iparágtól független 5–10 évesek voltak.

vékenységére vonatkozó legfrissebb kutatási eredményeket tekinti át, majd a nem hagyományos tőkefinanszírozás két legfiatalabb válfaját, az üzleti akcelerátorok működését, valamint a közösségi finanszírozás (crowdfunding) működését mutatja be. A cikk a kockázatitőke-financezírozás területén megfigyelt tendenciák összefoglalásával zárul.

### Kockázatitőke-alapok

Az induló és életük korai fázisában tartó cégek finanszírozását előnyös tulajdonságaik révén korábban domináló hagyományos kockázatitőke-alapok forrásai a 2009-es pénzügyi válság hatására jelentősen visszaestek, csak 2014-re érték el a válság előtti szintet. (Az észak-amerikai és az európai kockázatitőke-alapok tőkegyűjtésének 2008 és 2018 közötti alakulását a 3. táblázat mutatja be.)

#### 3. táblázat

#### A kockázatitőke-alapok gyűjtött tőkéje és száma Észak-Amerikában és Európában 2008 és 2018 között

(Milliárd dollár, darab)

Év	Gyűjtött tőke (Milliárd dollár)	Alapok száma (db)
2008	44,1	344
2009	17,6	245
2010	29,0	281
2011	35,3	292
2012	32,0	326
2013	30,9	342
2014	43,5	398
2015	48,2	390
2016	52,1	409
2017	43,4	335
2018	65,9	322

Forrás: PitchBook [2019, 9. o.] alapján.

A 2020-as koronavírus-járvány nyomán feltételezhetően ismét jelentős visszaesés fog bekövetkezni a kockázatitőke-piacon, hiszen válság idején a befektetők igyekeznek kevésbé kockázatos befektetési formákat választani. Így először a befektetésekre frissen gyűjtött tőke volumene csappan meg, majd némi időbeli csúszással a befektetések száma is visszaesik. Eközben az éretté vált cégek eladása, így a befektetők kiszállása is megnehezedik, ami tovább csökkenti az újabb befektetések finanszírozására szolgáló forrásokat.

A nagy növekedési ígéretekkel rendelkező cégek forrásellátásában a hagyományos kockázatitőke-alapok korábbi domináns szerepe egyaránt adódott a kockázati tőkéseknek a szűrési folyamat során érvényesülő szakértelméből (*Chemmanur és szerzőtársai*, 2011; *Cumming*, 2006), a szerződések teljesülésének folyamatos ellenőrzéséből (*Admati és Pfleiderer*, 1994; *Cumming és Johan*, 2013; *Gompers*, 1995; *Kaplan és Stromberg*, 2003), a befektetések biztonságának növelése érdekében a finanszírozás szakaszosan történő megvalósításából (*Cornelli és Yosha*, 2003; *Sahlman*, 1990), a befektetők kockázatának megosztását elősegítő szindikált módon történő befektetési gyakorlathból (*Lerner*, 1994, *Manigart és szerzőtársai*, 2006; *Tian*, 2011), a kilépések során követett módszerek alkalmazásából (*Hellmann*, 2006), valamint az ügynökproblémát kezelni tudó kompenzációs rendszer érvényesítéséből (*Gompers és Lerner*, 1999; *Metrick és Yasuda*, 2010).

Egyes kockázatitőke-alapok kezelői egyre sikeresebbé váltak, sokuk hatalmas ún. megaalapokat tudott összegyűjteni, azaz akár 1 milliárd dolláros vagy ennél is nagyobb vagyonok felett rendelkezett.<sup>3</sup> Ezek az alapkezelők azonban többé már nem fektettek be olyan korai fázisú cégekbe, amelyek 1 millió dolláros vagy ennél is kisebb egyedi befektetési összeget igényeltek, mivel prudens módon ez az alapok számára már nem volt kivitelezhető. (Az európai kockázatitőke-alapok által évente gyűjtött és befektetett átlagos összeg 2013 és 2019 közötti növekedését lásd a 4. táblázatban.) A kockázatitőke-alapok közötti verseny így elsősorban az óriási méretű befektetések terén erősödött fel, ezzel egyidejűleg viszont *tőkehiány* lépett fel a kis összegű befektetések piacán. Ugyanakkor a nyílt forráskódú szoftverek, a digitális platformok és a felhőalapú technikák elérhetőségével az új cégek létrehozásának és fejlődésének kezdeti szakaszában lecsökkentek a költségek és felgyorsult a cégek fejlődése és könnyebbé vált a piacra való belépés (*Kenney és Zysman*, 2019). A kis összegű befektetések terén jelentkező tőkerés, valamint a könnyebbé váló piaci belépés

<sup>3</sup> Az óriási méretű kockázatitőke-alapok térnyerését jelzi, hogy a 100 millió dollár feletti vagyont kezelő kockázatitőke-alapok száma 2014 és 2018 között több mint 66 százalékkal nőtt, míg az 50 millió dollárnál kisebb alapoké 43 százalékkal visszaesett (*PitchBook*, 2019).



hatására a hagyományos kockázatitőke-alapok mellett *új, nem hagyományos intézmények* is megjelentek a tőkepiacon. Ezen új típusú finanszírozók közé tartoztak többek között az üzleti angyalok, az üzleti akcelerátorok és a crowdfundingplatformok.

## 4. táblázat

**Az adott évben a piacon megjelenő új kockázatitőke-alapok értékének mediánja és az általuk ügyletenként befektetett tőke átlaga Európában 2013 és 2019 között**

(Millió euró)

Év	Új kockázatitőke-alapok értékének mediánja (Millió euró)	Egy ügyletre jutó átlagos befektetési érték (Millió euró)
2013	20,41	2,0
2014	33,15	2,1
2015	55,00	3,1
2016	71,14	2,9
2017	70,55	3,6
2018	104,85	4,1
2019	73,00	6,5

Forrás: PitchBook [2020] alapján.

Az utóbbi néhány évben új szereplők jelentek meg a startupcégek gyors növekedését az *expanzív szakaszban* finanszírozó, privát tőkeforrásokat nyújtó intézmények piacán is. Így többek között a nyílt végű befektetési alapok, a szuverén jóléti alapok és a magántőkealapok, amelyek egyre inkább szerepet kívántak vállalni a már jelentős eredményeket felmutató új cégek növekedésének előmozdításában. Mivel a startupok számára kötelező a gyors növekedés, nehogy egy másik versenytárs elfoglalja a területüket, vagy egy, már a piacon lévő cég náluk hamarabb tudjon bevezetni egy versenyt teremtő új terméket, ezért a növekedési fázis finanszírozása náluk mind több és több tőkét követel, miközben a kiadásaiuk túlszárnyalják az árbevétel növekedését. Egy bizonyos ponton túl így a kisebb tőkebefektetést vállaló szereplők, például az üzleti angyalok, az akcelerátorok és az inkubátorok, valamint a crowdfundingplatformok már nem tudnak több tőkét nyújtani a szükséges növekedés további támogatásához, így az expanzívan növekedő startupok a nagyobb kockázatitőke-alapok és magántőkealapok kezelőitől igyekeznek sokkal több be-

fektetést szerezni. Jelentősen *kibővült* azon piaci szereplők köre, amelyek hajlandók tőkét megelőlegezni a fiatal, nem nyilvános (azaz a tőzsdén nem jegyzett), gyorsan növekvő cégek számára, így erőteljesen megnőtt a kockázati- és magántőke-támogatásban részesült privát (nem tőzsdéi) cégek száma. E vállalatok közül az 1 milliárd dollárnál nagyobb kapitalizációjú cégek alkotják az *unikornisok* egyre népesebb táborát (Kenney és Zysman, 2019).

Az új cégek létrehozásának könnyebbé válása és az elérhető tőkevolumen felduzzadása olyan helyzetet eredményezett, amelyben az új cégek hosszú ideig veszteségesek tudnak maradni (Kenney és Zysman, 2019), bár ez a helyzet a 2020 tavaszán jelentkező recesszió miatt nagy valószínűséggel megváltozik. Mivel az utóbbi években jelentősen megnőtt az elérhető tőke mennyisége a privát finanszírozással megerősödő cégek számára, ez lehetővé tette, hogy a veszteséges tevékenység folytatása mellett e cégek *privát kézben* maradjanak a reménybeli tőzsdére menés ígéréssel, vagy a még kedvezőbb vállalati értékelés melletti felvásárlásban bízva. Mindezek alapján látható, hogy *sokféleség* jellemzi a startupokat finanszírozó mechanizmust.

A *Dealroom.co* adatszolgáltató cég adatbázisából az derül ki, hogy Európában a korai fázisú cégek finanszírozása 2018-ban 2012-höz képest megnégyszereződött, miközben a tőkét kapó vállalkozások egyedileg is számottevően több befektetőtől jutottak tőkéhez (Dealroom, 2019). Az életük legkorábbi szakaszában tőkéhez jutó cégekbe történő tőkebevonás eredményességére világít rá, hogy a magvető életciklusból a cégek átlagosan 19 százaléka jutott el a legalább 4 millió dolláros ún. „A” *körös befektetésig*, mégpedig jellemzően 3 év alatt.<sup>4</sup> Azon vállalkozások, amelyek a legnevesebb befektetőktől jutottak hozzá tőkéhez, sokkal nagyobb valószínűséggel és gyorsabban kaptak „A” *körös* befektetést. A kezdeti időszakban kapott tőke ideális mennyiségét jelzi, hogy az „A” *körös* befektetést megelőzően 2-3 millió dollárnyi befektetést szerző cégek nagyobb valószínűséggel tudtak „A” *körös* befektetést kapni, mint amelyek a megelőző fázisban kevesebb tőkét kaptak. Ugyanakkor a 3 millió dollár feletti befektetés már nem javított érdemben a konverziós rátán, azon, hogy a magvető ciklus után a cégek mekkora hányada éri el az „A” *körös* befektetést. A Dealroom adataiból az is kiderül, hogy egyre nő a nagyobb méretű „A” *körös*, a 7–15 millió dolláros sávban történő befektetések aránya (Dealroom, 2019).

Mivel a vállalatok értéke emelkedik, várható, hogy a kilépési lehetőségeik idővel megnehezülnek, miközben a cégek közül sokan veszteségesek maradnak. Ennek

<sup>4</sup> A Dealroom adatbázisa az első 1 millió dollár feletti befektetést *magvető* befektetésnek nevezi, az ennél kisebb, de 250 ezer dollár feletti befektetéseket pedig az *előmagvető* befektetések közé sorolja, az „A” *befektetési kör* pedig 4 millió dollárnál kezdődik és 15 millió dolláros felső értékhatárig tart.

jelei már a 2020 tavaszán bekövetkező válságot megelőzően is láthatók voltak. Miután megkezdődött a magasra értékelt, kockázati tőkével felhízalt cégek nyilvános piaci megjelenése (IPO), az is látható volt, hogy a legtöbb új cég a tőzsdére lépéskor hatalmas *értékvesztést* szenved el. Várható volt, hogy ennek hatására a kockázati és magántőke beáramlása lelassul vagy leáll, és a nyilvános tőkepiacok bezárulhatnak. Ezért a még jelentős növekedési potenciállal rendelkező startupok nagy valószínűséggel arra fognak kényszerülni, hogy felvásároltassák magukat a platformóriásokkal (ilyenek például a Google, a Facebook, az Amazon), különben teljesen tönkremennek, ami gyakori eset volt a dotcombuborék után. Mindezek következményeként a piacon lévő megállapodott cégek képesek lesznek megvenni azon új cégeket, amelyeknek a meglévők helyébe kellett volna lépniük.

## Üzleti angyalok

Az intézményes kockázati-tőke-piac egyik legfontosabb alternatívája az informális kockázati-tőke-piac, amely az elmúlt két évtizedben tűnt fel és vált fejletté. E piac meghatározó szereplői az üzleti angyalok és különböző szervezeteik, amelyekre együtt – megkülönböztetve őket az intézményes kockázati-tőke-alapoktól – informális befektetőkként szoktak hivatkozni.

Az üzleti angyalok olyan tehetős magánemberek, akik egyedül vagy informális keretek között együttműködve fektetik be saját vagyonukat olyan kis méretű, nem nyilvános cégekbe, amelyekhez nem köti őket családi kapcsolat, s amelyekben jellemzően kisebbségi részesedést vásárolnak, miközben maguk is aktívan bekapcsolódnak a vállalatok életébe (Mason, 2007). A tőke befektetése mellett az üzleti angyalok értékes *nem pénzügyi* forrásokat is nyújtanak a cégek számára, felkínálják releváns szakágazati ismereteiket, irányítási tapasztalataikat és személyes kapcsolatrendszerüket (Avdeitchikova és Landström, 2016; Politis, 2008). Az üzleti angyalok befektetései nagyrészt új és korai stádiumú cégekbe irányulnak (Madill és szerzőtársai, 2005).

Az üzleti angyalok kulcsszerepe abban rejlik, hogy ők töltik ki azt a *tőkerést*, ami már meghaladja a vállalkozóktól, a családjaiktól és a barátaiktól megszerezhető tőke volumenét, de még nem éri el az intézményes forrásokból, például a kockázati-tőke-alapoktól megszerezhető nagyságrendet (Mason és Harrison, 2000). Sok esetben az

angyaloktól érkező tőke olyan speciális hitel formájában érkezik, amely a lejáratig kamatozik, majd ekkor olyan árfolyamon váltják át, amely összhangban van az első körben a céghez érkezett intézményes kockázati tőke cégértékelésével (*Chemmanur és Chen, 2014; Cumming, 2012; Wong és szerzőtársai, 2009*).

Az üzleti angyalok szerepe különösen fontos a regionális gazdasági fejlődés előmozdításában, mert befektetéseik többsége helyi cégekbe kerül (*Avdeitchikova, 2012; Harrison és szerzőtársai, 2010b*). Az üzleti angyalok lényegében *visszaforgatják* a tőkerészesedéseik eladásából keletkező, jellemzően helyben képződő vagyont (*Mason és Harrison, 2006*), miközben az intézményes kockázattőke-befektetések *földrajzilag erőteljesen koncentráltak* (*Mason, 2007; Mason és Harrison, 2002; Mason és Pierrakis, 2011; Zook, 2004*). Az üzleti angyalok szerepe különösen fontos a periférikus régiókban. Felismerve az üzleti angyalok szerepének a vállalkozási tevékenység fellendítésében játszott fontosságát, az érintett kormányzatok világszerte sokféle módon bátorítják ezek tevékenységét. Így többek között adókedvezményekkel, az üzletiangyal-hálózatoknak és más típusú közvetítőknek nyújtott támogatásokkal, valamint állami társbefektető konstrukciók<sup>5</sup> megnyitásával (*Mason, 2009; OECD 2011; Owen és Mason, 2017*).

Az üzleti angyalok sikerének egyik fő magyarázata abban rejlik, hogy e befektetők maguk is rendelkeznek a kockázati tőkések sok pozitív vonásával. Egyrészt tőkefinanszírozást nyújtanak a korai fázisú cégeknek. Másrészt intenzív elővizsgálattal gondosan megsűrűrik a befektetéseiket, bár ehhez a legtöbb esetben nem alkalmaznak külső tanácsadót, hanem csupán saját szaktudásukra és szakágazati ismereteikre támaszkodnak. Így járnak el többek között akkor is, amikor az üzletiangyal-csoportokon belül *megosztják* egymás között az új befektetési lehetőségekre vonatkozó információikat (*Bonini és szerzőtársai, 2018*). Harmadrészt az üzleti angyalok igyekeznek mentori szerepet is ellátni, esetleg külső igazgatóként részt venni az általuk finanszírozott cégek életében, ezáltal aktívan támogatva a megfelelő stratégia kialakítását és a gyakorlati működést. Cégeik számára az angyalok iparági tapasztalatainak és kapcsolati hálójának megosztása ugyancsak nem pénzügyi téren nyújtott segítséget jelent. Végül, mivel az üzleti angyalok folyamatosan ellenőrzik befektetéseik időközi eredményeit, ez lehetőséget nyújt számukra üzletpolitikájuk ártértékelésére, stratégiájuk módosítására. A hasonlóságok ellenére az üzleti angyaloknak van olyan egyedi vonása, amely megkülönbözteti őket az intézményes kockázati

<sup>5</sup> Ezek közé sorolható többek között a közép- és kelet-európai országok kockázattőke-piacának fejlesztésére 2007 és 2014 között uniós források igénybevételét lehetővé tevő ún. JEREMIE-konstrukció (*Fazekas és Becsky-Nagy, 2018; Illés és Lovas, 2018; Kállay és Jáki, 2019; Karsai, 2017*).

tőkésektől. Mivel az üzleti angyalok a saját vagyonukat fektetik be, ezért kevésbé vannak kitéve azon megbízó–ügynök-problémáknak, amelyekről a kockázatitőke-alapok tevékenysége kapcsán gyakran esik szó (Cumming és Johan, 2013; Gompers és Lerner, 1999; Kaplan és Stromberg, 2003; Sahlman, 1990; Smith, 2005).

Az elmúlt két évtizedben felgyűlt tapasztalatok azt jelzik, hogy az üzleti angyalok a korábbi gyakorlattól eltérően már *nem kizárólag a magvető és startup* fázisú befektetésekre fókuszálnak. A korai fázis finanszírozása mellett egyre inkább befektetnek érettebb, kis méretű cégekbe is, amelyeket olyan – az angyalok hálózataiba tartozó – befektetők irányítanak, amelyek az angyalok által jól ismert szakterületeken működnek, esetleg már korábban is befektettek az adott tevékenységbe, vagy már maguk is működtettek hasonló terepen vállalkozást (Capizzi, 2015; Kerr és szerzőtársai, 2014; Mason, 2016). E tendenciát jelzi, hogy az európai üzleti angyalok egyedi befektetéseinek átlagos értéke 2018-ban már elérte a 20 millió eurót, miközben az üzleti angyalok befektetéseinek összértéke 2018-ban 7,45 milliárd eurót tett ki (EBAN, 2018). Mindez arról árulkodik, hogy az üzletiangyal-piac alapjaiban *megváltozott*. Egy atomjaira bomlott, töredezett és főként láthatatlan – elsősorban magánszemélyeket tömörítő, saját számlára egyedileg vagy ad hoc módon kis csoportokban befektető – piacból olyanná vált, amelyet egyre inkább a potenciális vállalkozók számára láthatóan működő angyalcsoportok és szindikátusok jellemeznek. Ezek csatornázzák be az egyéni üzleti angyalok tőkéjét a vállalkozásokhoz. Az üzletiangyal-piac fejlődésének következményeit azonban mindeddig kevésbé tárta fel a tudományos kutatás. Emiatt az ismeretek az üzletiangyal-piacról egyelőre inkább csak az egyénileg befektető üzleti angyalok viselkedéséről állnak rendelkezésre. Ezek viszont ma már csak egy részét képezik e piacnak, s nem nyújtanak támpontot az angyalok csoportos működésének és befektetéseinek megismeréséhez.

#### *Az üzleti angyalok befektetési jellemzői*

Az üzleti angyalok befektetési gyakorlatát *erőteljes szelekció* jellemzi, amit a magas visszautasítási arány jelez (Mason és szerzőtársai, 2017). A befektetési lehetőségek előzetes vizsgálata és értékelése az üzleti angyalok esetében az intézményes befektetőkhez képest sokkal inkább a személyes és informális információforrások használatára épül, azaz a befektetési döntések meghozatalánál a szubjektív, személyes kapcsolat és a minőségi, nem pénzügyi viszony dominál (Harrison és Mason, 2017).

Az angyalok működésének ugyancsak egyedi vonása a befektetések monitorozásakor e befektetők által alkalmazott módszer, amit *Bonini* és szerzőtársai [2018] *puha monitoringrendszernek* neveznek. A kockázati tőke-alapok és más intézményi befektetők a bizonytalanságot, az információs aszimmetriát és az ügynökköltségeket szerződésen alapuló ellenőrzési és irányítási mechanizmussal, valamint a több részletben végrehajtott (követő) befektetésekkel igyekeznek orvosolni. A puha monitoringrendszer a cégek befektetést követő szoros részvételen alapuló nem agresszív, informális ellenőrzési módja, amelyet személyes látogatások, a vállalkozókkal kialakított interakciók és bizalmon alapuló egyéb kontrolltechnikák alkalmazása útján oldanak meg. Ez eltér a *szerződésen alapuló monitoringrendszertől*, amit a kockázati tőkések használnak a potenciális konfliktusok csökkentésére és ennek révén a vállalkozók – a helyzet egyoldalú kihasználására törekvő – viselkedésének tompítására (*Bonini és Capizzi, 2017; Ibrahim, 2008; Van Osnabrugge és Robinson, 2000; Wong, Bhatia és Freeman, 2009*). Az üzleti angyalok befektetéseit rendszerint jellemző kisebbségi pozíció miatt az általuk alkalmazott puha monitoring kifejezetten előnyös a bizalmon alapuló kapcsolat kialakítása és fenntartása szempontjából.

#### *Az üzleti angyal-befektetések hatása a finanszírozott cégekre*

Az üzleti angyal-befektetőknek a finanszírozott cégre gyakorolt hatására fókuszálva célszerű megkülönböztetni az angyalok szelekciós gyakorlatából és a részvételük hozzáadott értékéből eredő hatásokat. *Kerr és szerzőtársai [2014]*, valamint *Lerner és szerzőtársai [2016]* bebizonyították és kvantifikálták az angyalbefektetők csoportjainak *pozitív hatását* az általuk finanszírozott cégek növekedésére és túlélésére. Mind az USA-ban (*Kerr és szerzőtársai, 2014*), mind világszerte (*Lerner és szerzőtársai, 2016*) ez a pozitív hatás konzisztens módon valósnak bizonyult. Tehát a kutatók egyaránt pozitív hatást tapasztaltak az üzleti angyalok befektetése által kiváltott hatás mérésekor: akár a finanszírozást követő hároméves túléléssel, akár a sikeres kilépések valószínűségével, akár a foglalkoztatottak számának növekedésével, akár a szabadalmak számának emelkedésével, akár pedig a világhálón generált forgalom nagyságával vizsgálták az angyalbefektetők cégekre gyakorolt hatását. Egy másik pozitív hatás, amely azonban csak az Egyesült Államokon kívül érvényesült, azt igazolta, hogy az angyalfinanszírozás *jelentősen javítja a cégek későbbi (követő) finanszírozáshoz jutási lehetőségeit*. Ez az eredmény feltehetőleg azt jelzi, hogy az Egyesült Államokban a tőkebőség miatt a startupok piacán az angyalfinanszírozás nem meghatározó előfeltétel a követő finanszírozás megszerzéséhez. Még az angya-

lok által elutasított cégek is képesek alternatív finanszírozást találni. Egy további kutatási eredmény azt jelzi, hogy az angyalfinanszírozást kereső cégek tipológiája *országok szerint eltérő*. A vállalkozókat kevésbé kedvelő országokban az üzleti angyalok tőkéjének megszerzésére törekvő cégek mérete már nagyobb, e vállalkozások rendszerint már árbevétel-termelő képességgel is rendelkeznek.

### *Üzletiangyal-hálózatok és -csoportok*

Az *üzletiangyal-csoportok* a vagyonos magánszemélyek félig intézményesült vagy intézményes hálózatai. E magánszemélyek rendszeresen összegyűlnek, hogy közösen értékeljenek ki befektetési ajánlatokat és együtt fektessenek be olyan startupokba, amelyek jellemzően egy meghatározott földrajzi régióban helyezkednek el (Bonini és szerzőtársai, 2018; Gregson és szerzőtársai, 2013; Lahti és Keinonene, 2016; Mason és szerzőtársai, 2013; Paul és Whittam, 2010). Ezek az angyalcsoportok az 1990-es évek közepétől jelentek meg, majd gyors növekedésnek indultak. Néhány angyalcsoport földrajzi hatóköre időközben az adott régióból kiindulva nemzetivé, majd nemzetközivé vált. Az egyes angyalcsoportok között jelentős különbségek mutatkoznak a részvétel szabályaiban, a belső struktúrában, a befektetések minőségében és a nyújtott szolgáltatások költségvonzataiban.

A kevésbé formalizáltan és strukturáltan működő angyalszervezeteket *üzletiangyal-hálózatoknak* nevezik. A hálózatok és csoportok közötti fő eltérés a hálózatok kötelezettségeinek és részvételi szabályainak eltérő szigorúságában rejlik, így például a tagság által fizetendő díjak nagysága, vagy a projektek kiválasztásához szükséges előzetes vizsgálati költség megosztása kérdésében (Mason és szerzőtársai, 2013). A hálózati tagok önként csatlakozhatnak egy-egy befektetési felhíváshoz, vagy együttműködhetnek a tőkét kereső vállalkozások bemutatkozását lehetővé tevő események szervezésében, valamint az oktatásban, a vállalkozások mentorálásában, esetleg a lobbizás koordinálásában. A hálózatok azonban nem dolgozzák fel csoportosan a beérkező javaslatokat és nem hajtanak végre a saját nevükben befektetést, azaz a hálózat tagjai maguk döntenek el ügyletenként, hogy befektessenek-e vagy sem, azaz csatlakozzanak-e a hálózat többi befektetőjéhez és esetleg más társbefektetőkhez. Így arról is egyénileg döntenek, hogy részt vegyenek-e az ügyletek elővizsgálatában, szűrésében, a vállalkozókkal történő kapcsolatfelvételben és a befektetési szerződés ajánlatának kidolgozásában.

A hálózatoktól eltérően az *üzletiangyal-csoportok* rendszerint felkínálják a hozzájuk csatlakozott tagoknak a szolgáltatások közös igénybevételének lehetőségét,



beleértve a formalizált értékelést és az elővizsgálati tevékenységeket, amelyeket egy előre meghatározott szabályrendszer alapján végeznek el. Emellett a csoporton belül megtárgyalt és kidolgozott befektetési szerződés aláírásával a csatlakozó tagok számára lehetővé teszik, hogy befektessenek valamely elismert angyaltársuk mellé, vagy csatlakozzanak egy befektetési körhöz a csoport más tagjaival.

Az üzletiangyal-szervezetek elterjedését előmozdította, hogy tagjaik számára sok *előnyt* biztosítanak. Egyrészt e szervezetek révén a más befektetőkkel történő társbefektetés az angyalok esetében is lehetővé tette portfóliójuk diverzifikálását, együttesen nagyobb befektetés végrehajtását, a piac számára az angyalok jobb láthatóságának elérését, összességében pedig az egyes üzleti angyalokra eső befektetési költségek csökkenését. További jelentős előny származik a közösségen belüli információ- és tudásmegosztásból. Az angyalok befektetési szervezetei például rendszeresen szerveznek tréningeket és bemutatózó eseményeket mind a vállalkozások, mind az angyalok számára, ezzel is ösztönözve az angyalbefektetők és a tőkét kereső vállalkozók közötti kapcsolatfelvételt (*Brush és szerzőtársai, 2012; Ibrahim, 2008; Mason és szerzőtársai, 2016; Paul és Whittam, 2010*).

Az üzletiangyal-csoportok megjelenését az is előmozdította, hogy az egyedileg befektető üzleti angyalok számára több szempontból is problémát jelentett az intézményes kockázatitőke-alapok *melletti* tulajdonosi szerep vállalása. A problémák különösen a dotcomválság idején, azaz a 2000-es évek elején váltak élessé, amikor a cégek értékelésénél bekövetkező jelentős visszaesések miatt a kockázati tőkések sok meglévő befektetésüket kényszerültek leírni, ami ugyanezen cégek korai befektetőit, azaz az üzleti angyalokat különösen sebezhetővé tette. A kockázati tőkésekbe vetett bizalmuk csökkenése következtében az üzleti angyalok mindinkább *igyekeztek elkerülni*, hogy olyan cégbe fektessenek be, amely később nagy valószínűséggel további (követő) kockázatitőke-finanszírozásra szorul. Az üzleti angyalok e magatartása a piac *növekvő szegmentációjához* vezetett a korai fázisú cégeknek nyújtandó kockázati tőke terén (*Harrison és szerzőtársai, 2010a*). Az üzleti angyalok és az intézményes kockázati tőkések *eltérő céljai* is nehezítették az együttműködést. Ez különösen világosan jelent meg a befektetésekből történő kilépési szakaszban, amelyben a kockázatitőke-alapok olyan vállalati értékelés mellett is visszautasították a finanszírozott cégekből történő kilépést, amely az üzleti angyaloknak tőkéletesen megfelelt volna. Ám az alacsonyabb volt a kockázatitőke-alapok által elvárt megtérülésnél, így rontotta volna az alapok későbbi forrásgyűjtési esélyeit.

Az angyalcsoportok megjelenésében fontos szerepet játszott az intézményes kockázati tőkések korai stádiumú kockázatitőke-befektetéseinek visszaesése és el-



fordulásuk a nagyobb értékű, későbbi stádiumú ügyletek irányába. A dotcomválság után (Clark, 2014) ez azt jelentette, hogy sokkal korlátozottabbá vált annak lehetősége, hogy az üzleti angyalok újabb körös finanszírozásra továbbadják befektetéseiket kockázatitőke-alapoknak. Azaz a kockázatitőke-piac fejlődésével egyre kevesebb lehetőség nyílt arra, hogy az angyalok és a kockázati tőkések közösségei egymást *kiegészítve*, egymást követően fektessenek be (Freear és Wetzel, 1990; Harrison és Mason, 2000). Mindez ahhoz vezetett, hogy az üzleti angyalok *igyekeznek saját maguk megoldani* az életük kezdeti szakaszában általuk finanszírozott cégek későbbiekben szükségessé váló *követő finanszírozását*. A csoportba szerveződés révén az üzleti angyalok befektetési kapacitásaikat aggregálva valóban képessé váltak a korábbinál sokkal nagyobb és a vállalkozások fejlődésének későbbi szakaszában szükségessé váló követő finanszírozás nyújtására. Ezzel lehetővé vált számukra, hogy maguk juttassák el portfóliócégeiket a kilépés időpontjáig anélkül, hogy ehhez kockázati tőkések követő finanszírozását kelljen igénybe venniük.

Az angyalcsoportok megjelenése összességében nagy jelentőségű változásokat eredményezett a vállalkozások fejlesztése terén (Mason és szerzőtársai, 2016). Egyrészt az angyalcsoportok működése csökkentette az üzletiangyal-piac töredezett és láthatatlan természetéből eredő korlátokat. Az üzletiangyal-csoportok láthatóvá válásával könnyebbé vált az angyalok elérése, és ez hozzájárult a befektetőkeresés költségeinek csökkenéséhez. Egyrészt az angyalcsoportok által végrehajtott befektetések volumene lehetővé tette hatékony eljárási rutinok kialakítását az ajánlatok átvizsgálásában és a befektetési megállapodások kezelésében. A nagyobb számú befektető a potenciális kockázat körültekintőbb vizsgálatát is lehetővé tette. Másrészt az angyalcsoportok megjelenése a piac kínálati oldalára is ösztönzően hatott. Ugyanis a nem kellő idővel, kevés forrással, kisebb befektetési jártassággal vagy képességgel rendelkező egyedi üzleti angyalok számára is megnyitotta a befektetés lehetőségét. Az angyalcsoportok tehát képesek voltak felkelteni és mobilizálni olyan forrásokat is, amelyek egyébként máshol kerültek volna befektetésre (Mason és Harrison, 2000), ezáltal is növelve a tőke kínálatát a korai fázisú cégek számára. Harmadrészt az angyalcsoportok segítettek kitölteni azt az *új tőkerést*, amely azáltal jött létre, hogy az intézményes kockázatitőke-alapok a nagyobb méretű és későbbi stádiumú ügyletek felé fordultak (Clark, 2014; Mason, 2009). Az angyalcsoportok egyre inkább a meghatározó forrását kínálják az új, feltörekvő cégek finanszírozásának, azaz a 250 ezer és 1 millió dollár közötti mérettartományban igényelt befektetéseknek. Negyedrész a tudás megosztásának lehetőségével jelentősen megnőtt az angyalcsoportok képessége, hogy hozzáadott értéket teremtsenek a befektetéseik ál-

tal érintett cégek számára (May és Simmons, 2001). Emellett az üzletiangyal-csoportok akkreditációs, a befektetői közösség számára jelzést nyújtó szerepe is megkönynyítheti az általuk finanszírozott cégek számára követő finanszírozás más forrásból történő elérését (Lerner és szerzőtársai, 2015). Végül az angyalcsoportok az állami társbefektető konstrukciók leggyakoribb partnereiként (Harrison és szerzőtársai, 2010a; Mason, 2009) is központi szerepet töltenek be a vállalkozások számára a többletforrások biztosítása terén.

Ugyanakkor nem mindenki ennyire bizakodó az angyalcsoportok megjelenésének pozitív hatásait illetően. Az üzleti angyalok szervezettebbé válásukkal éppenséggel a kockázatitőke-alapokhoz válnak hasonlatossá, és így elveszítik az angyalbefektetők legértékesebb tulajdonságait (Sohl, 2012). Egyrészt az üzletiangyal-csoportok megjelenése áthelyezi az angyalok tőkéjét a kisebb, magvető befektetésektől a nagyobb és későbbi stádiumú ügyletekhez. Másrészt az angyalcsoportok az olyan gyakorlatlan gazdag magánszemélyeket is bevonhatják az ügyletekbe, akik passzív módon csupán befektetési lehetőséget keresnek a tőkéjüknek, s így nem bővítik azon aktív üzleti angyalok körét, akik valódi hozzáadott értékkel tudnak hozzájárulni az általuk finanszírozott cégekhez (Sohl, 2007). Aggodalomra adhat okot az is, hogy egyes angyalcsoportok pénzt kérnek a vállalkozóktól az üzleti ajánlatok bemutatásának lehetőségéért és díjat kérnek tagjaiktól a tőke gyűjtéséért, ami a finanszírozás költségét eleve megemeli.

## Üzleti akcelerátorok

Az üzleti akcelerátorok megjelenését elsősorban a kísérletezés költségeinek elmúlt évtizedbeli jelentős csökkenése mozdította elő (Ewans és szerzőtársai, 2018). Az alacsonyabb kísérletezési költségek folytán az induló cégek fejlődése magvető szakaszának tőkeigénye jelentősen visszaesett. A tőkeigény lecsökkenése pedig lehetővé tette az akcelerátorok számára, hogy alacsony összegű magvető befektetés mellett, esetleg akár finanszírozás nélkül is értékes támogatást nyújtsanak a programjaikba beválogatott cégek számára.

A startup-akcelerátorok olyan szervezetek, amelyek meghatározott időre e célra kiválasztott csoportok számára mentorálási és képzési részekből álló programokat hirdetnek meg, amely programok rendszerint nyilvános bemutatkozási eseménnyel érnek véget (Cohen és Hochberg, 2014). Az akcelerátorok működése *lineáris folyamatot* követ, ami a startupok kiválasztásával kezdődik, oktatási programmal és mentorálással folytatódik, s a bemuta-

tó nappal éri el csúcspontját. Az üzleti akceleratorok számára a folyamat *válogatási* lehetőséget nyújt a startupok előrehaladásának szoros monitorozásával és a startupok értékének és potenciáljának megmérésével. Ilyen értelemben a kockázati tőkések mint tulajdonosok által finanszírozott akceleratorok a döntéshozatali folyamat megkönnyítését szolgálják a kockázati tőke befektetői számára.

A gyakorlatban az üzletiakcelerator-programok a korábban egymástól elkülönülten igénybe venni kívánt olyan *szolgáltatások és funkciók kombinációiként* jöttek létre, amelyek egyedi megtalálása és igénybevétele viszonylag költséges feladatot jelentett az egyes induló vállalkozóknak, a születőben levő cégeknek. Így például az akceleratorokban egyidejűleg tudták a cégek igénybe venni a hozzáadott értéket teremtő mentorálást és tanácsadást, más startupcégekkel együtt kihasználni a co-working/co-location lehetőségeket, segítséget kapni hálózatuk kiépítéséhez, élni a sokféle befektetőnek történő bemutatkozási lehetőséggel, s indulásukhoz magvető befektetést szerezni. Ezen szolgáltatások egyidejű biztosítása jelentősen csökkentette a vállalkozók számára a keresési és igénybevételi költségeket.

Az akceleratorprogramok lényegüket tekintve tehát olyan *extenzív felkészítő programok*, amelyek a befektetőknek történő sikeres bemutatkozást készítik elő. A programok keretében az akceleratorok jelentős része kis méretű magvető befektetést vagy ösztöndíjat nyújt a részt vevő startupok, illetve ezek alapítói számára. A befektetési összeg általában 50–150 ezer dollár, amelyért cserébe az akceleratorok 10 százalék alatti tulajdoni hányadra tartanak igényt a programjaikban részt vevő cégekben. A legtöbb akcelerator a mentoráláson, a képzésen és a hálózatfejlesztésen felül közös működési területet és egyéb szolgáltatásokat is kínál cégeinek. Míg sok akcelerator a portfóliócégek szakágazatát tekintve generalista, gyakori körükben a vertikális fókusz is. Ez utóbbiak például az egészségügy, az energetika, vagy a digitális média területén működő startupokat fogadják be.

A startupok számára szóló oktatásra és tapasztalatszerzésre fókuszáló, meghatározott ideig tartó, konkrét *tanterven* alapuló programokat az akceleratorok speciális tudás átadására alakították ki, amelyre egy újonnan alapított cég menedzseléséhez és működtetéséhez van szükség. E tudás kiterjed – a technológiát és a terméket érintő kérdéseken túlmenően – olyan kérdésekre is, mint a könyvelés, a munkaerő-felvétel, a szellemi tulajdon jogi aspektusai, vagy a csoportmunka hatékonysága, illetve a fogyasztói viselkedés megismerése.

Az akceleratorok által kínált átmeneti időre szóló másik hozzájárulás a *mentorálási* tevékenység, valamint olyan befektetők és más érdekelték közösségeivel

történő összeismertetés, akik az új cégek növekedését előmozdító kapacitásokkal rendelkeznek (így például a befektetők mellett könyvelő cégekkel, vagy tapasztalt vállalatokkal létrehozandó kapcsolattal). Egy ilyen programban a részvétel arra a bizalomra épül, hogy az akcelerátor meghatározott idő alatt az adott vállalkozás szükségleteihez és technológiájához kötődő képzést és ismereteket tud nyújtani. A részvételre kiválasztott startupok elfogadják az akcelerátorok menedzsmentjének irányítását és követelményeit.

Azok a technológiai megoldások és tanulságok, amelyek az akcelerátorok tevékenysége nyomán a gyorsan sikeressé váló startupoknál gyűlnek fel, rendszerint az akcelerátorokban részt vevő *csoportok között is szétterjednek*. Épp az ilyen módon elérhető tudás teszi az akcelerátorokat az új cégek növekedését szolgáló hatékony szervezetekké. Az akcelerátorok a náluk felgyűlő tapasztalat és a tudás felhalmozása nyomán egyre hatékonyabban tudnak működni (*Drori és Wright, 2018*).

Az akcelerátorok a startupok közötti *együttműködést* magát is értéknek tekintik. Sok akcelerátorprogram kifejezetten épít erre az együttműködésre, a csoportokba beválogatott tagok kölcsönös elismerésére és kíváncsiságára, egymás dilemmáinak figyelembevételére, illetve barátságára. Az akcelerátorok tehát explicit és implicit módon egyaránt bátorítják az együttműködést. Az akcelerálásban részt vevő csapatok gyakran közös területet használnak, speciális üléseken vesznek együtt részt, és tanácsokat adnak egymásnak a technológiáitól kezdve a marketingkérdésekig. Az együttműködés, a problémák összehasonlítása és megosztása, a dilemmák és frusztrációk megbeszélése révén az akcelerátorok nemcsak az adott programnak nyújtanak támogató környezetet, hanem személyre szóló egyedi támogatást is biztosítanak azok számára, akik hasonló folyamaton mennek keresztül.

Az akcelerátorprogramok résztvevői igen heterogén csoportot alkotnak: többek között *életciklusuk* alapján (egyes startupoknak még csak egy ötletük van, míg másoknak már vevői is), *technológiai irányultságuk* szerint (konceptió, demo, béta verzió), *földrajzi hatókörük* szerint (városi, regionális, országos, nemzetközi), *befektetettségi állapotuk* szerint (előmagvető, magvető, „A” körös befektetés). Az egyes programokba kiválasztott startupok lehetnek hasonlóak, azaz tartozhatnak ugyanazon ágazatba (horizontálisan vagy vertikálisan), de lehetnek nagyon eltérőek is, mind szerepüket, mind pedig specializációjukat tekintve. A résztvevők közötti választás az akcelerátorok tulajdonosi és célrendszerétől függ. Városonként is eltérő, hogy mennyire általánosak vagy specializáltak az akcelerátorok, bár a trend a nagyobb specializáció felé mutat.

Az akcelerátorok nemcsak a programjaikban részt vevő startupok fejlesztésében játszanak fontos szerepet, hanem a vállalkozókat körülvevő *környezet egészére is fejlesztően hatnak*. Az akcelerátorok így fontos társadalmi és gazdasági szerepet is játszanak olyan szervezeti formaként, amely nemcsak azonosítja az innováció megvalósításának új lehetőségeit, hanem elő is segíti ezek szétáramlását a vállalkozások környezetében. Ilyen értelemben *brókerként* működnek, összekötve a startupokat a környezetükkel. E brókertevékenységeknek két fontos vonása is van. Az egyik vonása magával a szűken vett akcelerátorprogrammal kapcsolatos, ami a szakértelmet és a mentorálást nyújtja. A másik vonása pedig az akcelerátorok hálózati, kapcsolati funkciójával függ össze, valamint azzal a szerepükkel, amelyet az innováció előmozdításában és a vállalkozói környezet átrajzolásában játszanak a működésük által érintett szektorokban. Valójában tehát az akcelerátorok *kapuőri és értékelő* funkciót is betöltenek az ígéretes üzleti innovációknál, s ezen keresztül a vállalkozásokat körülvevő rendszerbe integrálódva aktív és kitüntetett szerepet játszanak a társadalmi-gazdasági és technológiai haladás előmozdításában.

Az akcelerátorok jelentősen *különböznek* a már korábban is széles körben elterjedt telephely-szolgáltató *inkubátoroktól*.<sup>6</sup> Ezek ugyanis elsősorban olyan ingatlan-vállalkozások, amelyek csökkentett bérleti díjjal kínálnak startup co-working helyeket. Nem egy meghatározott időre szólnak, hanem a startupcsoportok folyamatos be- és kilépése mellett a résztvevők sokkal tovább tartózkodnak az inkubátorokban, mint az akcelerátorprogramokban (1–4 évig, szemben az utóbbiak 3–4 hónapos időtartamával). A legtöbb inkubátor díjazás ellenében nyújt szakmai szolgáltatást, ugyanakkor nem kínál befektetést, oktatási és mentorálási szolgáltatása ad hoc módon történik. Az inkubátorok elsődleges feladata az, hogy menedéket nyújtsanak a még sebezhető, újonnan létrejövő cégeknek, míg az akcelerátorok arra kényszerítik a startupokat, hogy gyorsan nézzenek szembe a realitásokkal, és állapítsák meg, hogy cégük életképes-e (Cohen és Hochberg, 2014; Lovas és Riz, 2016).

#### *Az akcelerátorok tulajdonosai*

Az akcelerátorok változatos tulajdonosi szerkezetűek (Kohler, 2016; York és szerzőtársai, 2016), miközben alapvetően állami vagy privát finanszírozásúak. A tulajdonosuk típusától és céljától függ, hogy az akcelerátorok hogyan választják ki

<sup>6</sup> Az induló cégeket segítő szolgáltatások összességére a szakirodalom gyakran használja az *üzleti inkubáció* elnevezést. S mivel az akcelerátorszervezetek maguk is üzleti inkubációs szolgáltatásokat nyújtanak, a két szervezettípus elnevezése a gyakorlatban nem különül el világosan egymástól.

a startupokat, hogyan alakítják ki szerkezetüket, dolgozzák ki a programjukat és állapítják meg fő teljesítményindikátoraikat. A kockázati tőkések által létrehozott akcelerátorok például főként olyan vállalkozásokat finanszíroznak, amelyek piaci szempontból a legígéretesebbek. A tudományos intézményekhez kötődő akcelerátorok ezzel szemben a tanulók számára releváns vállalkozói tréningeket nyújtó tevékenységben érdekeltek, míg az NGO-k (nem kormányzati szervezetek) tulajdonában lévők küldetést alapozhatnak meg, amelyek társadalmi célok teljesüléséhez kapcsolódnak (*Drori és Wright, 2018*).

Az akcelerátorok eredetileg a privát finanszírozású pénzügyi közvetítő-modellből nőttek ki azzal a céllal, hogy vonzó üzleti ajánlatokat kínáljanak a privát befektetőknek. 2010 óta azonban új modellek fejlődtek ki (*Clarysse és szerzőtársai, 2015; Dempwolf és szerzőtársai, 2014; Pauwels és szerzőtársai, 2016*). Az akcelerátorok ma már *három fő forrásból* kapják tőkéjüket: nagyvállalatoktól, privát befektetőktől és kormányzati tökeprogramokból. Bár néhány esetben az akcelerátorok ezek kombinációjából jutnak tőkéhez, általában van egy vezető intézmény, amely a finanszírozás zömét biztosítja, s amely erőteljes hatást gyakorol az akcelerátorok irányítására (tulajdoni ellenőrzésére). A finanszírozás alapján így három alapvető akcelerátortípus különböztethető meg.

A *nagyvállalati* akcelerátorokat jellemzően olyan nagyvállalatok alapítják, amelyek hírnevük számára közvetlenül igyekeznek hasznot szerezni akceleratoraikból. Hosszú távon e nagyvállalatok arra számítanak, hogy külső *innovációs forrást* is hozhat számukra a startupokkal való kapcsolat (*Hochberg, 2016; Weiblen és Chesbrough, 2015*), hozzájárulhat vállalati kultúrájuk fiatalításához, s cégükhöz vonzhat új tehetségeket (*Kohler, 2016*), valamint előnyös lehet a nagyvállalat partnerei, felhasználói és vevői oldaláról nézve is (*Dempwolf és szerzőtársai, 2014*). A nagyvállalati akcelerátorprogramok különösen fontosak a nagyvállalatok innovációja számára, ezért e cégek akcelerátorok útján is igyekeznek felkutatni a feltörekvő technológiákat és tehetségeket. A nagyvállalati tulajdonban lévő akcelerátorok alátámasztják a házon belüli akcelerator működtetésének észszerűségét – a fellépő költségek és a nonprofit státusuk ellenére –, mert elősegítik a kapcsolódást a dinamikus és innovatív startupokhoz. Az akcelerátorok körében megfigyelhető legfrissebb trend a nagyvállalati programok előtérbe kerülését és szaporodását jelzi.

A *privát* akcelerátorok privát befektetőktől – üzleti angyaloktól és kockázati tőkésektől – jutnak finanszírozáshoz, amelyeknek az elsődleges céljuk, hogy megmutassák e befektetői kör számára az ígéretes befektetési lehetőségeket. Ezek az akcelerátorok jellemzően *áthidalják a tőkerést* a korai fázisú projektek és a befekte-

tésre alkalmas cégek között. Egyúttal korai betekintést biztosítanak a pénzügyileg előnyös befektetésekbe. Ezzel megteremtik az adott befektetői kör számára a befektetésre alkalmas cégek kínálatát (Miller és Bound, 2011). A privát akceleratorok igazgatói rendszerint széles körű tapasztalatokkal rendelkeznek korábbi vállalkozói múltjuk vagy a vállalkozásokban üzletangyal-befektetőként szerzett jártasságuk miatt. E képességeiket, jártasságukat és ismereteiket hasznosítják az akceleratorok irányításában (Cohen és Hochberg, 2014). Mivel fő céljuk a befektetésen szerezhető hozam elérése, a privát akceleratorok *profitvezérelt szervezetek*, és inkább azokat a vállalkozásokat kedvelik, amelyek a fejlődésük érettebb stádiumában tartanak (Clarysse és szerzőtársai, 2015). A mentorok ezekben az akceleratorokban gyakran korábbi üzleti angyalok és vállalkozók. Ezek a hírnév, a társadalmi és a humán tőke, valamint a jövőbeli lehetőségek kihasználása kedvéért gyakran önként vállalkoznak a mentori szerepre. A nagyvállalati és az állami akceleratoroktól eltérően a privát akceleratorokra sokkal inkább jellemző a tulajdoni részerért nyújtott szolgáltatás (Miller és Bound, 2011), ami segíti saját érdekük összehangolását portfóliócégeikével. (Ezen akcelerator típus legnépszerűbb példáit az YCombinator és a Techstars képviselik.)

Az állami akceleratorok fő szponzorai állami ügynökségek, és elsődleges céljuk gyakran a startuptevékenység ösztönzése és a gazdasági növekedés előmozdítása egy meghatározott földrajzi régióban vagy valamely technológia területén. Ezek az akceleratorok helyi, országos és nemzetközi állami ügynökségektől jutnak tőkéhez, és előnyös helyzetet teremtenek a megcélzott régió vagy technológiai terület számára a startuptevékenység fellendítésével, ami odavonzza és foglalkoztatja a tehetséges vállalkozókat (Pauwels és szerzőtársai, 2016). Az állami akceleratorok igazgatói viszonylag nagy autonómiával rendelkeznek, ami veszélyeztetheti az igazgatósági ellenőrzést és az elszámoltathatóságot (Malek, Maine és McCarthy, 2014). A mentorálást korábbi vállalkozók vagy olyan üzletfejlesztők végzik, akik gyakorlati útmutatást nyújtanak és tanácsokat adnak fizetés ellenében (Pauwels és szerzőtársai, 2016). Így a mentorálás szerződéses és nem viszonyossági alapon történik, nem hírnéven vagy bizalmon alapul. Mivel az állami akceleratorok *nonprofit szervezetek*, ösztöndíjakat ajánlhatnak fel, de jellemzően nem kérnek tulajdoni részt a közreműködésükért (Pauwels és szerzőtársai, 2016). (A Start-Up Chile és a Climate-KIC jellemző példái ennek az akcelerator típusnak.)

Az akceleratorok fejlődésében megfigyelhető trend a növekvő érdeklődés a kísérleti és alap kutatásra épülő, a tudományos kutatásokon alapuló technológiai vállalkozások létrehozása iránt. Ezen akceleratorprogramok igyekeznek lehetővé tenni a tudósok számára, hogy találmányaikat az innováció élvonalába tartozó új termé-



kekkel rendelkező vállalkozásokba vigyék. Ilyen terület például a személyre szabott rákkezelés vagy az algaalapú bioüzemanyag előállítása. Ugyanakkor az ilyen típusú startupok fejlődésének időhorizontja hosszabb, és tőkeigénye számottevően magasabb, ami ellentétes az akcelerátorok hagyományával, amelyeket eredetileg éppen a gyorsan mozgó digitális startupok támogatására alakítottak ki. (Ilyen kezdeményezés a Londonban működő Deep Science Ventures.)

Ugyancsak az akcelerátorok fejlődésének legújabb trendjét képviselik azok, amelyek a klasszikus programokon túlmenően már a *scale-up* területére, azaz a startupok fejlődésének korai fázisát követő időszak támogatására, piaci helyzetük megerősítésére is kiterjesztik a tevékenységüket. Ezen akcelerátorok már kifejezetten a scale-up fázisú, gyorsan növekvő cégek fejlődésének elősegítésére specializálódnak. Fejlődésük tehát lényegében kiszélesíti a korábbi finanszírozási és támogatási területet, azaz immár nem csupán a cégek fejlődésének legkorábbi szakaszában aktívak. Az akcelerátorok újabb típusai ezáltal *versenyt támasztanak* a növekedési fázisukban lévő cégek finanszírozásában és támogatásában, ami rendszerszerű előnnyel járhat a vállalkozók számára.

Az akcelerátorok tulajdonosi körének eltérése jól érzékelhetően kihat a *célok* sokféleségére. A nagyvállalatok például rendszerint azért hoznak létre akcelerátorokat, mert úgy tekintenek a startupokra, mint új ötletek és szervezeti formák forrásaira, amelyek megfiatalíthatják a nagyvállalatok tudásbázisát és szervezetét (Bauer, Obwegeser és Avdagic, 2016). A pénzügyi befektetőket sokkal inkább foglalkoztatják a pénzügyi hozamok, míg az állami szektor szervezetei főként a foglalkoztatás növelésével és a vállalkozói ökoszisztéma fejlődésével törődnek. Ahhoz azonban még további kutatásra lenne szükség, hogy kiderüljön, vajon a különböző típusú akcelerátorok elérik-e, és ha igen, akkor hogyan érik el eltérő céljaikat. Az eltérő célok sokféle kulcsfontosságú teljesítményindikátort is igényelnek, amelyeket az akcelerátorok *teljesítményének mérésekor* alkalmazhatnak. Mivel jellemzően a korai fázisú startupok haladnak végig és kapnak képzést az akcelerátorok programjain, ezek startupjainak pénzügyi teljesítménymutatói kevésbé alkalmazhatók kulcsfontosságú teljesítményindikátorként. Megfelelően megválasztott indikátorok ugyanakkor időben jelezhetik az akcelerátoroknak: mikor és hogyan kell módosítaniuk programjaikat és belső szervezetüket.



*Az akcelerátorok hatása a részt vevő cégekre*

Az akcelerátorok viszonylag új szereplők a startupok számára támogatást nyújtó intézmények körében, amelybe a hagyományos inkubátorok, a kockázati tőkések, az üzleti angyalok, valamint a crowdfundingplatformok tartoznak (Hochberg és Fehder, 2015), ezért még sok kérdés vár megválaszolásra a működésükkel kapcsolatban.

Az akcelerátorok a startupok vizsgálatakor rendszerint ezek túlélését, pénzügyi és innovációs teljesítményét, a további finanszírozáshoz való hozzáférés képességét, valamint a nyilvános piacokon történő értékesítés lehetőségét elemzik. Ennek során egyaránt támaszkodni lehet az akcelerátoroknak a kockázati tőke által finanszírozott cégekre gyakorolt hatását felmérő korábbi kutatások ötleteire és módszereire (Bertoni és szerzőtársai, 2011), valamint az üzleti angyalok hatását vizsgáló tanulmányokra (Kerr és szerzőtársai, 2014), továbbá az inkubátorok hatását elemző cikkekre (Colombo és Delmastro, 2002).

Az akcelerátorokat vizsgáló kutatások eddig elsősorban a *részt vevő startupokra gyakorolt hatást* elemezték, azt, hogy a részvétel az érintett cégek számára mekkora előnnyel járt. Hallen és szerzőtársai [2016] igazolta, hogy sok akcelerátor valóban segíti és felgyorsítja a startupok fejlődését, valamint e hatás nem csupán a jelentkezők hatékony kiválogatásának köszönhetően érvényesül. A szerzők azt is bemutatták, hogy az akcelerátorokban való részvétel *kiegészíti*, nem pedig helyettesíti az alapítók korábbi tapasztalatszerzésének más formáit. Az akcelerátorok fontos hozzájárulását bizonyítja, hogy a 2015-ben az Egyesült Államokban „A” körös befektetésként tőkét kapó vállalkozások *harmadát* korábban akcelerátorok készítették elő a növekedésre (Tom, 2016).<sup>7</sup>

Cohen és Bingham [2013] az akcelerált startupok azon körét hasonlította össze nem akcelerált vállalkozásokkal, amelyek be tudtak vonni kockázati tőkét a fejlődésük során. A szerzők azt találták, hogy a magas színvonalú akcelerátorprogramban történő részvétel rövidebb idő alatt vezet el a kockázati tőke megszerzéséhez, valamint a felvásárlás útján történő kilépéshez, továbbá a vásárlói kör kialakításához. Más kutatók az akcelerátorokat az induló cégeknek támogatást nyújtó *eltérő típusú intézményekkel* hasonlították össze, beleértve az inkubátorokat és az üzleti angyalokat. Winston–Smith és szerzőtársai [2013] két vezető akcelerátorban (a TechStarts

<sup>7</sup> Az Egyesült Államokban működő akcelerátorprogramokról 2012-ben készült egyik felmérés szerint széles, 5–78 százalékos sávban mozgott azon startupok aránya, amelyek az akcelerálást követő egy éven belül legalább 350 ezer dollár befektetést tudtak szerezni, a medián azonban 41 százalék volt (Cohen és Hochberg, 2014).

és az Y Combinator programjaiban) részt vett startupokat hasonlította össze olyan hasonló adottságú startupokkal, amelyek akcelátorprogramok helyett üzletiangyal-finanszírozást szereztek. Azt találták, hogy a két vezető akcelátor cégei az üzleti angyalok által támogatott startupokhoz képest *gyorsabban* érték el a kilépést (a felvásárlást vagy a bedőlést), azaz körükben magasabb volt a felvásárlás és a bedőlés aránya is. Ezt a felgyorsult bedőlési arányt Yu [2016] is kimutatta, amikor egy másik mintán összevetette az akcelerált és az ennek megfelelő, de nem akcelerált kontrollcsoportot.

Egyelőre még keveset lehet tudni az akcelátorok *hosszú távú fenntarthatóságáról*, ami eltérhet tulajdonosi körük szerint. Feltételezhető például, hogy az állami tulajdonú akcelátorok érzékenyebbek a szakpolitikai döntésekre és a költségvetésből juttatott támogatás nagyságára. A nagyvállalati akcelátorok felállítása ugyanakkor attól is függhet, hogy a felső vezetők mennyire bíznak a startupokban, s így a személyi változások maguk is befolyásolhatják az akcelátorok fennmaradását. Ez függhet az anyavállalat stratégiájától – hasonlóan a nagyvállalati kockázatitőkeprogramok esetében tapasztalt helyzethez (Phan és szerzőtársai, 2009). A tapasztalatok szerint minél magasabb az integráltság és az illeszkedés az akcelátor és a nagyvállalat stratégiája között, annál nagyobb az akcelátor túlélésének valószínűsége. Az akcelátorok *elterjedése* is kérdés, ez eddig igen gyors volt, ám kérdés, hogy ez a *boom folytatódik-e*, vagy bekövetkezik egy piaci telítődés, amelynek során az akcelátorok egy része beszünteti a működését, mert nem képes bevételi forrást szerezni az aktivitásához. Feltételezhető, hogy a szelektálódás eltérően fogja érinteni a különböző tulajdonosi körhöz tartozó akcelátorokat. E kérdések vizsgálatához ugyanakkor az akcelátorok teljes körű számbavételét még meg kell oldani.

A *földrajzi* kontextusban történő vizsgálatok azt mutatják, hogy az akcelátorok és működési környezetük kölcsönösen erőteljes hatást gyakorol egymásra (Autio és szerzőtársai, 2014). Mind a fejlett, mind a fejlődő régiók társadalmi-gazdasági feltételei eltérőek (Hoskisson és szerzőtársai, 2013).<sup>8</sup> Kérdés, hogy az akcelátorok hogyan tudnak sikeresek lenni a feltörekvő gazdaságok kevésbé kedvező társadalmi-gazdasági környezetű régióiban, s hogyan tudják alakítani a helyi környezetüket. Képes-e például egy neves akcelátor jó minőségű startupokat, mentorokat odavonzani egy periferikus területre, ezáltal hozzájárulni a helyi fejlődéshez? Növeleli-e az akcelátorok helyi előfordulása az ott lakók vállalkozás iránti érdeklődését, ami idővel az adott területen a startupok létrehozásának magasabb arányát eredmé-

<sup>8</sup> Lovas és Riz [2016] például kiemeli, hogy Magyarországon az állami támogatás dominál a vállalkozást segítő inkubátorok és akcelátorok finanszírozásában.

nyezheti? *Fehder és Hochberg* [2019] ez utóbbi kérdést, az akceleratorprogramok *regionális hatását* igyekezett lemérni azok tovagyrűző hatását elemézve, azaz az akceleratorok résztvevőin kívül az adott régió egészére gyakorolt hatásukat vizsgálva. Ennek során a szerzőpáros azt találta, hogy egy akcelerator megjelenése jelentősen *megnöveli* az adott régióban az akceleratorbeli csapatokon *kívüli* magvető és korai fázisú ügyleteket. A növekedést együtt váltja ki külső befektető csoportok és helyileg jelentkező új, a korai fázist finanszírozó helyi befektetők megjelenése. Ez a kutatási eredmény alátámasztja, hogy egy akcelerator működése az adott piacon megjelenő társcégekre is hatást tud gyakorolni, az eléri és ösztönzi a helyi vállalkozókat is. Az eredmények tehát azt jelzik, hogy az akceleratorprogramok bevezetése általánosan is hatást tud gyakorolni az akceleratorok működési régióira, még hozzá nem csupán a programokban érintett cégekre. Az akceleratorprogramok ily módon galvanizálják a látens módon meglévő regionális érdeklődést a vállalkozói tevékenység iránt.

### Tulajdonosítóke-alapú crowdfundingplatformok

A crowdfunding egy nyitott, internetes felhívás pénzügyi források nyújtására egy később megszerezhető termék, ellenszolgáltatás vagy szavazati jog fejében (*Belleflamme és szerzőtársai*, 2013). A crowdfunding (közösségi finanszírozás) *három szereplője*: a *vállalkozó* (aki kampányol), és várja a tőkét a projektjébe vagy vállalkozásába, a *tömeg vagy közösség* (a támogatók), amelynek tagjai viszonylag kis egyéni hozzájárulást nyújtanak az innovatív projekt támogatásához; és végül az interneten működő *platform*, amely befogadja és lehetővé teszi az alapító és a közösség találkozását.

*Bradford* [2012] a *crowdfundingmodellek* öt alkategóriáját különbözteti meg: az adomány-, a jutalom-, az elővásárlás-, a hitel- és a tulajdonosítóke-alapú crowdfundingmodelleket. Az induló, gyors növekedést ígérő technológiai vállalkozások tőkefinanszírozásának szempontjából a tulajdonosítóke-alapú crowdfunding játszik kiemelkedő szerepet. Azon befektetők köre, akiknek lehetőségük nyílik a részvételre a crowdfunding típusú finanszírozási modellben, az egyes országok értékpapír-forgalmazásra vonatkozó nemzeti *szabályozásától függően* csupán a hivatalosan akkreditált befektetőkre vagy a nem akkreditált befektetőkre korlátozódik. A befektetőknek szóló felhívás történhet a tőzsdei prospektusokhoz képest kevesebb előírást tartalmazó értékpapír-prospektussal vagy anélkül, azaz tanácsadók közreműködése nélkül. A befektetők által megszerezhető értékpapírok egyaránt lehetnek

közönséges részvények, elsőbbségi részvények, korlátozott szavazati jogú vagy szavazati jog nélküli részvények, valamint mezzanine finanszírozási eszközök, azaz átváltható hitelek. (Az USA-ban például *Wroldsen* [2016] szerint a közönséges részvény a leggyakrabban használt értékpapír.) Ha szavazati joggal járó részvényt is kibocsátanak, akkor azt csak egy kisebbség vagy a menedzsment kapja, így a potenciális szavazatok és a tömeg befolyása kevésbé hat a vállalkozás döntéshozatalára. Az elsőbbségi részvény a második leggyakrabban használt megoldás.

A tulajdonositőke-alapú crowdfunding (*equity crowdfunding*, más néven *crowdinvesting*) olyan közösségi finanszírozási megoldás, amelynek keretében a vállalkozók internetplatformokon keresztül kerülnek potenciális befektetőikkel kapcsolatba. E platformok bemutatják a vállalkozások üzleti tervét, s a vállalkozások ezeken keresztül adják el tulajdoni hányadukat számos befektetőnek, akik cserébe pénzügyi hozamra szereznek jogosultságot osztalék és tőkejövedelem formájában (*Belleflame* és szerzőtársai, 2015).

A közösségi finanszírozás egyes típusai közül a *tulajdonositőke-alapú crowdfunding*<sup>9</sup> finanszírozást az utóbbi időszerevé és lehetőségét az nyitotta meg, hogy a világgazdasági válság hatására az üzleti angyalok és kockázati tőkések „feljebb tölték” befektetési aktivitásukat, azaz egyre inkább későbbi fázisú befektetéseket kezdtek el preferálni (*Block és Sander*, 2009; *Kuti és szerzőtársai*, 2017). Technikai oldalról pedig a digitalizálás, a Web 2.0 technológiai innovációja tette lehetővé az internetalapú online platformok kifejlesztésével. Ennek révén a crowdfunding egyszerű, skálázható, költséghatékony, átlátható és így vonzó lehetőséget teremtett a *nem professzionális befektetők* számára (*Bruton és szerzőtársai*, 2015; *Griffin*, 2012; *Kleemann és szerzőtársai*, 2008; *Lambert és Schwienbacher*, 2010). A legismertebb crowdfundingplatformok, így többek között a Kickstarter, a Pebble Smartwatch, az Indiegogo és a Crowdcube már képesek olyan sikeres kampányokat indítani, amelyekkel dollármilliók gyűjthetők.

A gyakorlatban a tulajdonositőke-alapú közösségi finanszírozás keretében az interneten a vállalkozók nyílt felhívást tesznek közzé vállalatuk részvénytípusú üzletrészeinek értékesítésére nagyszámú befektető bevonásának reményében. A vállalkozás a felhívást egy online platformon teszi közzé, és a befektetést is ezen keresztül kapja meg. A platform jogi hátteret biztosít és különböző szolgáltatásokat is nyújt a

<sup>9</sup> A tulajdonositőke-alapú közösségi finanszírozás nemzetközi kutatási eredményeiről és hazai gyakorlatáról lásd *Kuti és szerzőtársai* [2017]; *Kuti és Hornyák* [2017]; valamint *Kuti és szerzőtársai* [2018].

rajta keresztül kapcsolatba lépők számára. A tulajdonosítóke-alapú közösségi finanszírozás egy olyan modell, amelyben a tőkét nyújtók részvény- vagy részvénytulajdonosi megállapodás, például profitmegosztás formájában kapnak üzleti részesedést a kampányt meghirdető vállalkozásban (*Kuti és szerzőtársai, 2017*).

A tulajdonosítóke-alapú crowdfundingplatformok alapvetően háromféle *konstrukcióban* segítik elő a tőkegyűjtést: szimplán csak összehozva a potenciális feleket együttesen képviselve az összes befektetőt, s ehhez a szükséges jogi feltételeket nyújtják, valamint szindikált módon biztosítják a befektetést úgy, hogy egy vezető befektető mellé a többi befektető csatlakozását lehetővé teszik (AFME, 2017).

Az alkalmazott *szerződési konstrukciók* a crowdfunding típusától és az érintett platform földrajzi helyétől függenek (*Hornuf és Schwienbacher, 2016; Klöhn és Hornuf, 2012; Klöhn és szerzőtársai, 2016; Schwienbacher és Larralde, 2010; Wroldsen, 2016*). Valójában a crowdfunding esetében használt szerződések a kockázati tőkések által alkalmazott szerződések egyszerűsített változatai. Ezen egyszerűsítés miatt a befektetők védelmét a média által biztosított nyilvánosság, valamint az egymással fenntartott kapcsolatok jobban segítik annál, mint amennyit a szerződéses feltételek biztosítanak.

A finanszírozás gyűjtésének módja és a befektetők által elvárt kompenzáció (*Cumming és Zhang, 2016*) szempontjából két típusú *finanszírozásgyűjtési modell* terjedt el. Az egyik a „mindent vagy semmit” szabály alapján működik. E szerint a kampány meghirdetője csak akkor jut hozzá a finanszírozási forráshoz, ha a projekt elér egy előre meghatározott finanszírozási célt, egyébként az összegyűjtött tőkét visszairányítják a befektetőkhez. A másik modell a „tartsd meg az egészet” elv szerint működik. Ennek megfelelően a kampány elindítója megkapja az összegyűlt tőkét, függetlenül attól, hogy a kampány elérte-e a kitűzött célt. (Az ismert crowdfundingplatformok közül a Kickstarter a „mindent vagy semmit” alapon, míg a Fundly a „tartsd meg az egészet” elven működik. Az Indiegogo esetében a kampányt elindítók választhatnak a két modell között.)

A platformok *bevételei forrásai* között szerepelnek a tranzakciós díjak, amiket a platformok működtetői a teljes összegyűjtött tőkére vetnek ki. Ezek a többlétszolgáltatások után nekik fizetendő illetékek, a befektetők által odaígért tőke után felszámolt kamatok, valamint a kampányokra történő feliratkozási díjak, amiket a befektetők a platformokon történő regisztrációkor fizetnek be (*Belleflamme és szerzőtársai, 2015*).

*A crowdfunding csökkenti a finanszírozási rést* az elérhető magvető tőke és a startupok finanszírozási igénye között, emellett a vállalkozók számára további elő-

*nyökkal* is rendelkezik. A crowdfundingkampányt indító vállalkozók döntése mögött egyaránt megtalálható a speciális finanszírozási igény kielégítése, az internet használatának lehetőségét kihasználva a piac tesztelése egy jövőbeli termék számára, valamint a potenciális vásárlók könnyű és gyors elérése (Gerber és szerzőtársai, 2012; Mollick, 2013). Így a kampány szolgálhat egy új üzleti elképzelés igazolására is. Amikor egy sikeres kampány odavonzza a közösséget és bemutatja a fejlesztés még nagyon korai szakaszában tartó termékben rejlő lehetőséget, akkor egyidejűleg segít meghódítani a vevőket, az alkalmazottakat és a befektetőket. Sőt, egy sikeres kampány hozzájárulhat az üzleti kapcsolatok kiszélesítéséhez és a vásárlói bázis megerősítéséhez. Végül a crowdfunding támogathatja a prototípusok kifejlesztésére irányuló erőfeszítéseket is (Belleflamme és Lambert, 2014; Gerber és Hui, 2013; Kuppuswammy és Roth, 2016).

Drover és szerzőtársai [2017] szerint a crowdfunding megjelenésének a vállalkozások korai fázisában a befektetés utáni időszakra is kiható következményei vannak. Egy sikeres kampány megnövelheti a crowdfundingkampányt követően a hagyományos forrásokból nyújtott újabb finanszírozási fordulók megvalósításának valószínűségét (Leboeuf és Schwienbacher, 2018). Ugyanakkor a crowdfunding mint finanszírozási módszer választása a professzionális befektetők korábbi elutasításának a következménye is lehet. De egyszerűen azért is választják, mert a szükséges pénzmennyiség túl sok ahhoz, hogy azt a vállalkozó családjától és a barátoktól össze lehessen gyűjteni, miközben túl kevés ahhoz, hogy intézményi befektetők számára vonzó legyen (Brown és szerzőtársai, 2018). Bruton és szerzőtársai [2015] értékelése szerint a crowdfunding egyike azon kevés új alternatív finanszírozási eszköznek, amely olyan új formává alakult, hogy képes betölteni a piacon kialakult növekvő tőkerést (Felipe és szerzőtársai, 2017; Mollick, 2014).

Schwienbacher [2019] a crowdfunding növekedéséről és jövőbeli kilátásairól szóló cikkében úgy véli, hogy ezen finanszírozási ágazatban már az *éretté válás* jelei is láthatók. Ezt támasztja alá az első crowdfunding-unikornisok (Revolut, BrewDog) megjelenése, az első platformtípusú IPO (Funding Circle) létrehozása, valamint a növekvő diverzifikáció e finanszírozási szektorban. Ugyanakkor a sajáttőke-alapú crowdfundingpiac (ECF) még jelentős kihívások előtt áll, s kérdés, hogyan tud a vállalkozások tőkefinanszírozási körébe beilleszkedni.

*A crowdfundingkampányok sikerét meghatározó tényezők*

A platformok működése során a nem professzionális befektetőknek szóló kampányok kiválasztásakor és monitorozásakor a platformok nem tudják a tőkepiacon és a pénzügyi közvetítők esetében megszokott mechanizmusokat alkalmazni az *aszimmetrikus információk* kezelésénél. A gyakorlatban sok platform az információs aszimmetria kezelésére a következő módszereket használja: átvizsgálási tevékenység, jelzések kiválasztása és közzététele a piac számára, a szindikált befektetések ösztönzése, a finanszírozott projektek rendszeres monitorozása, a pénzáttalások átirányítása a vállalkozókhoz, valamint a speciális kockázatok kivédésére szolgáló kockázatkezelési szerződések nyújtása a befektetők számára (*Belleflamme és szerzőtársai*, 2015; *Hornuf és Schwienbacher*, 2016; *Iyer és szerzőtársai*, 2016; *Lambert és szerzőtársai*, 2018; *Mollick*, 2014; *Vismara*, 2018a).

*Löhner* [2017] a platformok működtetőivel, a finanszírozott cégekkel, valamint szakértőkkel folytatott interjúk alapján azt állapította meg, hogy az equity crowdfunding során a *kiválasztási* folyamat strukturált, proaktív keresést igényel a platformtól, és erősen támaszkodik a résztvevők hálózatára. A kampány indítását megelőzően négy fázist különböztetett meg: az ügylet generálását, a szűrés és értékelés szakaszát, az ügylet strukturálását és végül a kampány előkészítését. E négy lépcső csak a crowdfundingra jellemző, azaz hiányzik az üzleti angyalok és a kockázati tőkések befektetéseinél.

Az ügyletek szempontjából fontos a közösségi hálózatok jellege. *Wallmeroth* [2019] szerint a befektetések nagyjából 20 százaléka generálja a gyűjtött források 80 százalékát, azaz jelentős eltérés van a befektető közösség tagjainak hozzájárulása között. E helyzet hasonló az üzleti angyalok és a kockázati tőkések viselkedéséhez, ami miatt az üzleti angyalok befektetési döntéseiben a kockázati tőkések által javasolt ügyletek sokkal valószínűbben kapnak zöld utat (*Croce és szerzőtársai*, 2015). *Ley és Weaven* [2011] szerint nincs szükség arra, hogy a kampány meghirdetői bizalmas információkat közöljenek az internetes közönséggel. Az viszont követelmény, hogy a vállalkozás ne igényeljen tőlük túl sok előzetes vizsgálatot, összességében a vállalkozás konstrukciója ne legyen túlságosan komplex, főként az üzleti modell *ne legyen nagyon bonyolult*, tekintve hogy a befektetők nagy részének ismeretei hiányosak. A finanszírozók közössége ugyanis *heterogén*, közülük a nagyobb befektetők sokkal szofisztikáltabbak a többiekénél. Ez utóbbiak azonban nagyobb befolyással rendelkeznek. A befektetők nagy része különböző fórumokat használ a befektetési lehetőségek egymás közötti megbeszélésére. Az üzleti modell bonyolult-



sága mellett a crowdfundingtermék *innovativitása* is befolyásolja a kampány sikerét. Ha az innováció áttekinthetősége a befektetők nagy része számára túl messze áll a hagyományos tapasztalatoktól, akkor a siker elérése kétséges. Ez azonban nem az információk aszimmetrikus volta, hanem az adott innováció megfelelő interpretálhatósága miatt következik be. Az ún. *jelző szerep* az egyes finanszírozók számára nagyon fontos (Vismara, 2018b).

A támogatók befektetési döntései főként az interneten a kampányok alatt áramló jelzéseken és információcserén alapulnak (Block és szerzőtársai, 2018; Hornuf és Schwienebacher, 2016; Ley és Weaven, 2011; Moritz és szerzőtársai, 2015). A legfrissebb elemzések szerint a kampányok sikerének valószínűségét elsősorban a személyes hálózatok szélessége, a társadalmi tőke megléte, a projekt minősége, a bemutatkozások mikéntje, valamint a befektetőktől való földrajzi távolság befolyásolja (Hornuf és Schmitt, 2016; Mollick és Nanda, 2016; Signori és Vismara, 2016; Vismara, 2016, 2018a). Ugyancsak a kampányok sikere kapcsolódik annak méretéhez és időtartamához (Li és Martin, 2016), valamint a támogatók hozzájárulásának gyakoriságához (Cordova és szerzőtársai, 2015).

A crowdfunding nemzeti keretekben történő *szabályozása* számottevően különböző feltételeket teremt az egyes országokban (Dushnitsky és szerzőtársai, 2016), emellett gazdasági és kulturális aspektusok is szerepet játszanak az eltérésekben. Szabályozási okok miatt az USA-ban például tulajdonosítke-alapú (equity) crowdfundingkampány végrehajtása eleinte jóformán lehetetlen volt. 2015 végén azonban a tőzsdefelügyelet (SEC) új szabályozást vezetett be, amely engedélyezte az equity crowdfunding alkalmazását. Így 2016 májusától a tulajdonosítke-alapú crowdfunding lehetővé vált mindenfajta befektető számára, és ma a vállalkozások számára a finanszírozás egyik *elérhető módja* (Klöhn és szerzőtársai, 2016; Wroldsen, 2016). Az Európai Unió 2019 decemberében fogadta el az összes tagállamra vonatkozó egységes szabályozás tervezetét, amely 5 millió euróban szabta meg a tőke- és hitelalapú crowdfunding-szolgáltatók által évente közvetíthető ügyletek felső értékhatárát (Crowdfundinsider.com, 2019).

#### *A tulajdonosítke-alapú crowdfundingkampányok hatása a vállalkozásokra*

A crowdfunding-befektetéseket követő időszakot vizsgáló kutatások száma még igen alacsony. Így az elért hozamokat még kevesen elemezték, s különösen az egyes crowdfundingtípusok közötti eltérések vizsgálata hiányzik. A leggyakrabban alkalmazott módszer az egyes kampányok sikerének elemzése volt. Ezt részben az adatok



nehéz elérhetősége, részben a megfigyelések (minták) alacsony száma magyarázza (Hornuf és Schwienbacher, 2015, 2016).

Signori és Vismara [2016] szerzőpáros az equity crowdfundingkampányok esetében a *kiszállásokat* elemezte. Adataik szerint a crowdfundingkampányokkal finanszírozott cégek 10 százaléka bukott el, míg a kampányok 35 százaléka esetében sikerült további finanszírozást begyűjteni vagy a finanszírozást kapó céget eladni, a többi esetben az alapítóknak nem sikerült cégeikből kiszállni. A kampányt követően újabb finanszírozáshoz jutott 30 százaléknyi cég esetében, amelyeket sikerült hozammal eladni, az elvárt megtérülési ráta 8,8 százalék volt. Ugyanakkor épp az a crowdfunding útján tőkét kapott néhány vállalkozás nem teszi közzé a realizált hozamot, amelyek esetében később kilépésre került sor. Hornuf és Schmitt [2016] szerint egyes vállalkozások kilépési lehetőséget azért ajánlottak fel befektetőiknek, mert üzleti angyalok vagy kockázati tőkések fejezték ki érdeklődésüket irántuk. A német piacokra és az Egyesült Királyság piacaira vonatkozóan a szerzők megállapították, hogy számos vállalkozás kapott külső tőkét kockázati tőkéstől vagy üzleti angyaltól is a crowdfundingkampány előtt, alatt vagy után. Sok cikk foglalkozik a siker mutatójaként a kampányok kezdetével (Colombo és szerzőtársai, 2015; Hornuf és Schwienbacher, 2016), valamint a korai támogatók számával.

Az Egyesült Királyságban 2011 és 2015 közötti 2012 sikeres tőkegyűjtő fiatal cég crowdfundingkampányának elemzése azt jelezte, hogy a mintában szereplő cégek bukási aránya az Egyesült Királyságban lényegesen alacsonyabb volt az üzleti angyalok hálózata által jelzett bukási arányhoz képest. Kiderült, hogy a befektetők részvétele a kezdeti fordulóban különösen fontos jelzője egy vállalkozás későbbi sikerének. Egy erősebb kezdeti finanszírozási dinamika nagyobb valószínűséggel vezet el további, követő crowdfundingfordulóhoz (Hornuf és Schwienbacher, 2018). Ugyanakkor, ha egy fiatal vállalkozás tulajdonosi köre erőteljesen *szórttá* válik, akkor a siker kevésbé valószínű, ha a sikert a tapasztalt tőkebefektetőtől érkező ajánlattal vagy felvásárlási kimenetellel mérik. A crowdfunding-szakirodalom alapján az látszik, hogy a tulajdonosi szerkezet elsősorban a tulajdonositőke-alapú crowdfunding esetében döntő. Az átlagosan felajánlott részvénytőke nagysága a tőkealapú crowdfunding esetében közel 15 százalék volt (Signori és Vismara, 2016).

A crowdfunding kapcsán még igen sok a *nyitott kérdés* (Wallmeroth és szerzőtársai, 2018). Amikor egy kampány nem éri el a megcélzott összeget, akkor nemcsak az adott cég nem tud a piacon megjelenni, és esetleg az egész összegyűjtött tőkét is vissza kell utalni a befektetőknek, de egy sikertelen kampány rányomhatja a bélyegét a tőkepiac más szegmenseiből megszerezhető pénzek elérhetőségére is. Nem

egyértelmű, hogy vajon sok finanszírozott cég nem járt volna jobban, ha már korábban elbukik, ha nem kapta volna meg a minimálisan igényelt tőkét a fejlődéséhez, és nem kezdte volna meg a működését. Egy sikeres kampány túlf finanszírozáshoz is vezethet, a gyűjtött tőke jelentősen meg is haladhatja a finanszírozási célt (*Mollick*, 2014). Ez adódhat a kampány indítója pénzügyi jártasságának hiányából, vagy a támogatók részéről a crowdfunding természetének félreértéséből, akik a platformra úgy tekinthetnek, mint egyfajta vásárlási weboldalra, ahol előrendelést adhatnak le egy új termék vásárlására. Az ilyen típusú kampányoknak az a kockázata a támogatók számára, hogy egy sikeres kampányt folytató vállalkozás nem szükségszerűen fejlődik sikeres céggé.

Az is gondot okozhat, hogy szabályozott másodlagos piac hiányában a befektetők jelentős likviditási kockázatnak teszik ki magukat. Ez megnehezítheti számukra, hogy könnyen és gyorsan eladják a crowdfundingkampányban szerzett részesedéseiket (*Bradford*, 2018; *Kirby és Worner*, 2014). E szempont a koronavírus miatt kialakult válság idején különös fontosságra tehet szert. Végül nehezíti a kampányok igénybevételét a plagizálási kockázat is. Az internetalapú crowdfunding esetében ugyanis nem mindig lehet megvédeni szabadalmakkal a meghirdetett terméket vagy ötletet, kikényszeríteni a tulajdonosi jogok érvényesítését annak érdekében, hogy megakadályozható legyen más internethasználók versenytárrsá válása és korábbi piacra lépése az ötletet eredetileg kifejlesztő vállalkozást megelőzve (*Valanciene és Jegeleviciute*, 2013). Sok potenciális vállalkozó és kisebb cég így nem érdekelt a crowdfundingkampánynak még a megindításában sem, mert úgy véli: nincs lehetősége megelőzni, hogy mások hozzáférjenek és lemásolják az ötletüket.

A crowdfundingplatformok teljesítményét és a cégek kampányok utáni teljesítményét együttesen vizsgáló korlátozott számú tapasztalat alapján az feltételezhető, hogy a tulajdonosítóke-alapú crowdfunding a vállalkozók és startupok egy *speciális körének* tőkeigényét elégíti ki: azokét, amelyek magasabb kockázatot hordoznak, pénzügyileg kevésbé stabilak, csak lassan, vagy nem növekednek, és nagyobb valószínűséggel buknak el. Ahhoz, hogy e finanszírozási mód ne csak egy átmenetileg felkapott konstrukció legyen, szükség van megbízhatóságának, legitimációjának és fenntarthatóságának mélyebb elemzésére. Ennek hiányában a tulajdonosítóke-alapú crowdfunding nem fogja tudni betölteni azt a szerepet, amit a vállalkozásfinanszírozás demokratizálódása és dezintermediációja (a közvetítők kikapcsolása) terén a szakemberek tőle remélnek (*Harrison és Mason*, 2019).

## Konklúzió

A szakirodalmi áttekintés bemutatta, hogy a kétezres évek kezdete óta jelentős változások mentek végbe a korai fázisú innovatív vállalkozások finanszírozásában. A fiatal, gyors növekedési ígérettel rendelkező vállalkozások tőkefinanszírozására hajlandó személyek és intézmények pontos köréről, az általuk e célra fordítható és ténylegesen is befektetett tőke összegéről azonban nehéz pontos képet alkotni. Ez részben a kis összegű befektetések nyilvántartásának nehézségeivel függ össze, részben pedig a portfóliószemlélet hiányának a következménye, amely a piac szereplőit külön-külön, nem pedig egymás partnereiként és konkurensaiként szemléli.

A tőkebefektetéseket nyújtó hagyományos és újfajta piaci szereplők együttműködéséről, egymásra támaszkodásáról és versenyéről egyelőre még kevés tapasztalat áll rendelkezésre, a viszonylag rövid ideje működő nem hagyományos tőkebefektető szervezetek tevékenysége még nem megfelelően dokumentált. Az sem tudható, hogy a közöttük lezajló piaci átrendeződés tartósnak bizonyuló trendekhez illeszkedik-e, vagy átmeneti jelenség lesz, s érdemben hozzá tud-e járulni a fejletlenebb régiók hátrányának leküzdéséhez. Ugyancsak kérdéses, hogy a 2020-ban kezdődő világméretű recesszió hatására milyen változások fognak bekövetkezni rövid és hosszú távon ebben a más típusú befektetési lehetőségekhez képest eleve sokkal magasabb kockázatot hordozó piaci szegmensben. Még azt sem tudni, hogy a válság hatásának enyhítését célzó állami intézkedések képesek-e pozitív hatást gyakorolni a korai fázisú innovatív vállalkozások tőkefinanszírozására.

## Hivatkozások

- Admati, A. – Pfleiderer, P. [1994]: Robust Financial Contracting and the Role of Venture capitalists. *Journal of Finance*, Vol. 49., No. 2., 371–402. o.
- AFME [2017]: The Shortage of Risk Capital for Europe's High Growth Businesses. Association for Financial Markets in Europe, London, March. Letölthető: <https://www.afme.eu/portals/0/globalassets/downloads/publications/afme-highgrowth-2017.pdf>
- AFME [2019]: Capital Markets Union. Key Performance Indicators. Second Edition, Association for Financial Markets in Europe. London, October.
- Autio, E. – Kenney, M. – Mustar, P. – Siegel, D. – Wright, M. [2014]: Entrepreneurial Innovation: The Importance of Context. *Research Policy*, Vol. 43., No. 7., 1097–1108. o.
- Avdeitchikova, S. [2012]: The Geographic Organization of Venture Capital and Business Angels. In: Landstöm, H. – Mason, C. (eds.) [2012]: Handbook of Research on Venture Capital. Vol. 2., A Globalizing Industry. Edward Elgar Publishing, Cheltenham, UK, 175–208. o.

- Avdeitchikova, S. – Landström, H. [2016]: The Economic Significance of Business Angels: Towards Comparable Indicators. In: Landström, H. – Mason, C. (eds.) [2016]: Handbook of Research on Business Angels. Edward Elgar Publishing, Cheltenham, UK, 53–75. o.
- Bauer, S. – Obwegeser, N. – Avdagic, Z. [2016]: Corporate Accelerators: Transferring technology innovation to incumbent companies. MCIS 2016 Proceedings, 57. Letölthető: <http://aisel.aisnet.org/mcis2016/57>.
- Bellavitis, C. – Filatotchev, I. – Kamuriwo, D. S. – Vanacker, T. [2017]: Entrepreneurial Finance: New frontiers of Research and Practice. *Venture Capital*, Vol. 19., No. 1., 1–16. o.
- Belleflamme, P. – Lambert, T. [2014]: Crowdfunding: Some Empirical Findings and Microeconomic Underpinnings. Letölthető: SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2437786>.
- Belleflamme, P. – Lambert, T. – Schwienbacher, A. [2013]: Individual Crowdfunding practices. *Venture Capital*, Vol. 15., No. 4., 313–333. o.
- Belleflamme, P. – Omrani, N. – Peitz, M. [2015]: The Economics of Crowdfunding Platforms. *Information Economics and Policy*, Vol. 33., No. C, 11–28. o.
- Bertoni, F. – Colombo, M. G. – Grilli, L. [2011]: Venture Capital Financing and the Growth of High-tech Start-ups: Disentangling Treatment from Selection Effects. *Research Policy*, Vol. 40., No. 7., 1028–1043. o.
- Block, J. – Hornuf, L. – Moritz, A. [2018]: Which Updates during an Equity Crowdfunding Campaign Increase Crowd Participation? *Small Business Economics*, Vol. 50., No. 1., 3–27. o.
- Block, J. – Sander, P. [2009]: Necessity and Opportunity Entrepreneurs and Their Duration in Self-employment: Evidence from German Micro Data. *Journal of Industry, Competition and Trade*, Vol. 9., No. 2., 117–137. o.
- Bonini, S. – Capizzi, V. [2017]: The Effects of Private Equity Investors on the Governance of Companies. In: Gabriellson, J. (ed.) [2017]: Handbook of Research on Entrepreneurship and Corporate Governance. Edward Elgar Publishing, Camberley, UK, 164–200. o.
- Bonini, S. – Capizzi, V. [2019]: The role of venture capital in the emerging entrepreneurial finance ecosystem: future threats and opportunities. *Venture Capital*, Vol. 21., No. 2–3., 137–175. o.
- Bonini, S. – Capizzi, V. – Valletta, M. – Zocchi, P. [2018]: Angel Network Affiliation and Business Angels' Investment Practices. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 50., No. 6., 592–608. o.
- Bradford, C. S. [2012]: Crowdfunding and the Federal Securities Laws. *Columbia Business Law Review*, No. 1., 5–150. o.
- Bradford, C. S. [2018]: The Regulation of Crowdfunding in the United States. In: Cumming, D. – Hornuf, L. (eds.) [2018]: The Economics of Crowdfunding. Palgrave Macmillan, London, UK, 185–217. o.
- Brown, R. – Mawson, S. – Rowe, A. – Mason, C. [2018]: Working the Crowd: Improvisational Entrepreneurship and Equity Crowdfunding in Nascent Entrepreneurial Ventures. *International Small Business Journal*, Vol. 36., No. 2., 169–193. o.
- Brush, C. G. – Edelman, L. F. – Manolova, T. S. [2012]: Ready for Funding? Entrepreneurial Ventures and the Pursuit of Angel Financing. *Venture Capital*, Vol. 14., No. 2–3., 111–129. o.
- Bruton, G. S. – Khavul, S. – Siegel, D. – Wright, M. [2015]: New Financial Alternatives in Seeding Entrepreneurship: Microfinance, Crowdfunding, and Peer-to-Peer Innovations. *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 39., No. 1., 9–26. o.
- Capizzi, V. [2015]: The Returns of Business Angel Investments and Their Major Determinants. *Venture Capital*, Vol. 17., No. 4., 271–298. o.
- Capizzi, V. – Capuccio, E. [2016]: Competitive Frontiers in Equity Crowdfunding: The Role of Venture Capitalists and Business Angels in the Early-Stage Financing Industry. In: Bottiglia, R. – Pichler, F. (eds.) [2016]: Crowdfunding for SMEs: A European Perspective. Palgrave Macmillan, London, UK, 117–157. o.
- Chemmanur, T. J. – Chen, Z. [2014]: Venture Capitalists versus Angels: The Dynamics of Private Firm Financing Contracts. *Review of Corporate Finance Studies*, Vol. 3., No. 1–2., 39–86. o.

- Chemmanur, T. J. – Krishnan, K. – Nandy, D. K. [2011]: How Does Venture capital Financing improve Efficiency in Private Firms? A Look beneath the Surface. *Review of Financial Studies*, Vol. 24., No. 12., 4037–4090. o.
- Chernenko, S. – Lerner, J. – Zeng, Y. [2017]: Mutual Funds as Venture capitalists? Evidence from Unicorns. Letölthető: SSRN: <https://ssrn.com/bsract=2897254>.
- Clark, J. [2014]: VC Evolved: How VC Has Adapted in the 15 Tumultuous Years since the Dotcom Boom. British Venture Capital Association, London.
- Clarysse, B. – Wright, M. – Van Hove, J. [2015]: A Look Inside Accelerators: Building Businesses. Nesta, February, London.
- Cohen, S. – Bingham, C. B. [2013]: How to Accelerate Learning: Entrepreneurial Ventures Participating in Accelerator Programs. Academy of Management Annual Meeting Proceedings, 2013, No. 1., 14 803–14 803. o.
- Cohen, S. – Hochberg, Y. [2014]: Accelerating Startups: The Seed Accelerator Phenomenon. Working Paper. Letölthető: <https://seedrankings.com/pdf/seed-accelerator-phenomenon.pdf>.
- Colombo, M. G. – Delmastro, M. [2002]: How Effective Are Technology Incubators? Evidence from Italy. *Research Policy*, Vol. 31., No. 7., 1103–1122. o.
- 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., 75–100. o.
- Cordova, A. – Dolci, J. – Gianfrate, G. [2015]: The Determinants of Crowdfunding Success: Evidence from Technology Projects. *Procedia – Social and Behavioural Sciences*, No. 181., 115–124. o.
- Cornelli, F. – Yosha, O. [2003]: Stage Financing and the Role of Convertible Securities. *Review of Economic Studies*, Vol. 70., No. 1., 1–32. o.
- Croce, A. – D’Adda, D. – Ughetto, E. [2015]: Venture Capital Financing and the Financial Distress Risk of Portfolio Firms: How Independent and Bank-affiliated Investors Differ. *Small Business Economics*, Vol. 44., No. 1., 189–206. o.
- Crowdfundinsider.com [2019]: Finally. European Union Agrees on Harmonized Crowdfunding Rules, offering Cap Set at €5,000,000. December 19. Letölthető: <https://www.crowdfundinsider.com/2019/12/155451-finally-european-union-agrees-on-harmonized-crowdfunding-rules-offering-cap-set-at-e5000000/>
- Cumming, D. [2006]: Adverse Selection and Capital Structure: Evidence from Venture Capital. *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 30., No. 2., 155–183. o.
- Cumming, D. (ed.) [2012]: The Oxford Handbook of Venture Capital. Oxford University Press, New York, 1–995. o.
- Cumming, D. – Johan, S. [2013]: Venture Capital and Private Equity Contracting: An International Perspective. 2nd Edition, Elsevier Science Academic Press, Amsterdam, The Netherlands, 1–727. o.
- Cumming, D. – Johan, S. – Zhang, Y. [2018]: Public Policy Towards Entrepreneurial Finance: Spillovers and the Scale-up Gap. May 18. Letölthető: <https://ssrn.com/abstract=3108127> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3108127>
- Cumming, D. – Zhang, Y. [2016]: Alternative Investments in Emerging Markets: A Review and New Trends. *Emerging Markets Review*, Vol. 29., No. 1., 1–29. o.
- Dempwolf, C. – Auer, J. – D’Ippolito, M. [2014]: Innovation Accelerators: Defining Characteristics among Startup Assistance Organizations. Letölthető: <https://www.sba.gov/sites/default/files/rs425-Innovation-Accelerators-Report-FINAL.pdf>.
- Drori, I. – Wright, M. [2018]: Accelerators: characteristics, trends and the new entrepreneurial ecosystem. In: Wright, M. – Drori, I. (eds.) [2018]: Accelerators. Successful Venture Creation and Growth. Edward Elgar Publishing, Cheltenham, UK., 1–20. o.
- Drover, W. – Busenitz, L. – Matusik, S. – Townsend, D. – Anglin, A. – Dishnitsky, G. [2017]: A Review and Road Map of Entrepreneurial Equity Financing research: Venture capital, Corporate Venture

- Capital, Angel Investment, Crowdfunding, and Accelerators. *Journal of Management*, Vol. 43., No. 6., 1820–1853. o.
- Dealroom [2019]: The Journey to Series A in Europe. Fundraising benchmarks for founders of early-stage companies. Part 1. Letölthető: <https://blog.dealroom.co/wp-content/uploads/2018/11/The-Journey-to-Series-A-in-Europe.pdf>
- Dushnitsky, G. – Guerini, M. – Piva, E. – Rossi-Lamastra, C. [2016]: Crowdfunding in Europe: Determinants of Platform Creation across Countries. *California Management Review*, Vol. 58., No. 2., 44–71. o.
- EBAN [2018]: Statistics Compendium European Early Stage Market Statistics 2018. European Business Angel Network. Letölthető: <http://eban.img.musvcl.net/static/90357/documenti/ConsoleDocuments/Statistics%202018%20Compendium%20-%20FINAL.pdf>
- EU Startup Monitor [2018]: Report. European Commission, 32. o. Letölthető: <http://startupmonitor.eu/EU-Startup-Monitor-2018-Report-WEB.pdf>
- Ewans, M. – Nanda, R. – Rhodes-Kropf, M. [2018]: Cost of Experimentation and the Evolution of Venture Capital. *Journal of Financial Economics*, Vol. 128., No. 3., 422–442. o.
- Fehder, D. C. – Hochberg, Y. V. [2019]: Spillover Effects of Startup Accelerator Programs: Evidence from Venture-Backed Startup Activity. Letölthető: <http://yael-hochberg.com/assets/portfolio/FH.pdf>.
- Fazekas B. – Becsky-Nagy P. [2018]: Az állam a kockázati tőkés szerepében. *Közgazdasági Szemle*, Vol. 65., No. 12., 1257–1280. o.
- Felipe, I. J. D. S. – Harrison, F. – Ceribeli, H. B. – Lana, T. Q. [2017]: Investigating the level of financial literacy of university students. December. Letölthető: [https://www.researchgate.net/publication/321770056\\_Investigating\\_the\\_level\\_of\\_financial\\_literacy\\_of\\_university\\_students](https://www.researchgate.net/publication/321770056_Investigating_the_level_of_financial_literacy_of_university_students)
- Fraser, S. – Bhaumik, S. K. – Wright, M. [2015]: What Do We Know about Entrepreneurial Finance and Its Relationship with Growth? *International Small Business Journal*, Vol. 33., No. 1., 70–88. o.
- Freear, J. – Wetzel, W. E. [1990]: Who Bankrolls High-Tech Entrepreneurs? *Journal of Business Venturing*, Vol. 5., No. 2., 77–89. o.
- Gerber, E. M. – Hui, J. S. [2013]: Crowdfunding: Motivations and Deterrents for Participation. *ACM Transactions on Computer-Human Interaction*, Vol. 20., No. 6., 1–34. o.
- Gerber, E. M. – Hui, J. S. – Kuo, P. Y. [2012]: Crowdfunding: Why People are Motivated to Post and Fund Projects on Crowdfunding Platforms. Proceedings of the International Workshop on Design, Influence, and Social Technologies: Techniques, Impacts and Ethics, Vol. 2., No. 11., 1–10. o.
- Gompers, P. [1995]: Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture Capital. *Journal of Finance*, Vol. 50., No. 5., 1461–1489. o.
- Gompers, P. – Lerner, J. [1999]: An Analysis of Compensation in the U.S. Venture capital Partnership. *Journal of Financial Economics*, Vol. 51., No. 1., 3–44. o.
- Gregson, G. – Mann, S. – Harrison, R. T. [2013]: Business Angel Syndication and the Evolution of Risk capital in a Small Market Economy: Evidence from Scotland. *Managerial and Decision Economics*, Vol. 34., No. 2., 95–107. o.
- Griffin, Z. J. [2012]: Crowdfunding: Fleecing the American Masses. *Journal of Law, Technology and the Internet*, Vol. 4., No. 2., 375–410. o.
- Hallen, B. L. – Bingham, C. B. – Cohen, S. L. G. [2016]: Do Accelerators Accelerate? A Study of Venture Accelerators as a Path to Success. Letölthető: <https://ssrn.com/abstract=2719810>
- Harrison, R. T. – Don, K. – Glancey-Johnson, K. – Greig, M. [2010a]: The early Stage Risk Capital Market in Scotland since 2000 – Issues of Scale, Characteristics and Market Efficiency. *Venture Capital*, Vol. 12., No. 12., 211–239. o.
- Harrison, R. T. – Mason, C. M. [2000]: Venture Capital Complementarities: The Links between Business Angels and Venture Capital Funds in the UK. *Venture Capital*, Vol. 2., No. 3., 223–242. o.



- Harrison, R. T. – Mason, C. M. [2017]: Backing the Horse or the Jockey? Due Diligence, Agency Costs, Information and the Evaluation of Risk by Business Angel Investors. *International Review of Entrepreneurship*, Vol. 15., No. 3., 269–290. o.
- Harrison, R. T. – Mason, C. M. [2019]: Venture Capital 20 years on: reflections on the evolution of a field. *Venture Capital*, Vol. 21., No. 1., 1–34. o.
- Harrison, R. T. – Mason, C. M. – Robson, P. [2010b]: Determinants of Long-Distance Investing by Business Angels in the UK. *Entrepreneurship and Regional Development*, Vol. 22., 113–137. o.
- Hellmann, T. [2006]: IPOs, Acquisitions, and the Use of Convertible Securities in Venture Capital. *Journal of Financial Economics*, Vol. 81., No. 3., 649–679. o.
- Hochberg, Y. [2016]: Accelerating Entrepreneurs and Ecosystems: the Seed Accelerator Model. *Innovation Policy and the Economy*, Vol. 16., 25–51. o.
- Hochberg, Y. V. – Fehder, D. C. [2015]: Entrepreneurship. Accelerators and Ecosystem. *Science*, Vol. 348., Issue 6240., 1202–1203. o., June 12.
- Hoffman, D. L. – Radojevich–Kelley, N. [2012]: Analysis of Accelerator Companies: An Exploratory Case Study of Their Programs, Process, and Early Results. *Small Business Institute Journal*, Vol. 8., No. 2., 54–70. o.
- Hornuf, L. – Schmitt, M. [2016]: Success and Failure in Equity Crowdfunding. CESifo DICE Report, Vol. 14., No. 2., 16–22. o.
- Hornuf, L. – Schwenbacher, A. [2015]: The Emergence of Crowdfunding in Europe. Munich Discussion Paper, No. 2014–43. Department of Economics University of Munich, Volkswirtschaftliche Fakultät, Ludwig-Maximilians-Universität München. Letölthető: <https://pdfs.semanticscholar.org/30bc/5e3ad1a678d61dbbb700fd862ccb86860c93.pdf>.
- Hornuf, L. – Schwenbacher, A. [2016]: Crowdfunding – Angel Investing for the Masses? In: Landström, H. – Mason, V. (eds.): Handbook of Research on Venture Capital. Volume 3. Business Angels. Edward Elgar Publishing, Cheltenham, UK, 381–397. o.
- Hornuf, L. – Schwenbacher, A. [2018]: Market Mechanisms and Funding Dynamics in Equity Crowdfunding. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 50., 556–574. o.
- Hoskisson, R. E. – Wright, M. – Peng, M. W. – Filatotchev, I. [2013]: Emerging Multinationals from Mid-Range Economies: The Influence of Institutions and Factor Markets. *Journal of Management Studies*, Vol. 50., No. 7., 1295–1321. o.
- Ibrahim, D. M. [2008]: The (Not So) Puzzling Behavior of Angel Investors. *Vanderbilt Law Review*, Vol. 61., No. 5., 1405–1452. o.
- Illés R. – Lovas A. [2018]: A hazai kockázati tőke-befektetések értékelése, különös tekintettel a JEREMIE-alapok befektetéseire. *Külgazdaság*, Vol. 62., No. 7–8., 30–55. o.
- Iyer, R. – Khwaja, A. I. – Luttmer, E. F. P. – Shue, K. [2016]: Screening Peers Softly: Interfering the Quality of Small Borrowers. *Management Science*, Vol. 62., No. 6., 1554–1577. o.
- Kaplan, S. – Stromberg, P. [2003]: Financial Contracting Theory Meets the Real World: Evidence from Venture Capital Contracts. *Review of Economic Studies*, Vol. 7., No. 2., 281–315. o.
- Karsai J. [2017]: Furcsa pár. Az állam szerepe a kockázati tőke-piacon Kelet-Európában. Közgazdasági Szemle Alapítvány, MTA KRTK KTI, Budapest.
- Kállay, L. – Jáki, E. [2019]: The impact of state intervention on the Hungarian venture capital market. *Economic Research–Económica Istraživanja*, No. 1., 1–16. o.
- Kenney, M. – Zysman, J. [2019]: Unicorns, Chesire cats, and the new dilemmas of entrepreneurial finance. *Venture Capital*, Vol. 21., No. 1., 35–50. o.
- Kerr, W. R. – Lerner, J. – Schoar, A. [2014]: The Consequences of Entrepreneurial Finance: A regression Discontinuity Analysis. *Review of Financial Studies*, Vol. 27., No. 1., 20–55. o.
- Kirby, E. – Worner, S. [2014]: Crowd-Funding: An Infant Industry Growing Fast. IOSCO Staff Working paper, SWP3, February, 1–63. o.

- Kleemann, F. – Voss, G. – Rieder, K. M. [2008]: Un(der)Paid Innovators: The Commercial Utilization of Consumer Work through Crowdsourcing. *Science, Technology and Innovation Studies*, Vol. 4., No. 1., 5–26. o.
- Klöhn, L. – Hornuf, L. [2012]: Crowdfunding in Deutschland: Markt, Rechtslage und Regulierungsperspektiven. *Journal of Banking Law and Banking*, Vol. 24., No. 4., 237–266. o.
- Klöhn, L. – Hornuf, L. – Schilling, T. [2016]: Financial Contracting in Crowdfunding: Lessons from the German Market. Letölthető: <https://ssrn.com/abstract=2839041>.
- Kohler, T. [2016]: Corporate Accelerators: Building Bridges between Corporations and startups. *Business Horizons*, Vol. 59., 347–357. o.
- Kuppuswamy, V. – Roth, K. [2016]: Research on the Current State of Crowdfunding: The Effect of Crowdfunding Performance and outside Capital. U.S. Small Business Administration, Office of Advocacy, No. SBAHQ-15-M-0114, May, 1–36. o.
- Kuti M. – Bedő Zs. – Geiszl D. [2017]: A tulajdonosi tőke alapú közösségi finanszírozás. *Hitelintézeti Szemle*, Vol. 16., No. 4., 187–200. o.
- Kuti M. – Hornyák M. [2017]: A technológiai közösségi finanszírozás trendjei, *Külgazdaság*, Vol. 61., No. 5–6., 28–45. o.
- Kuti M. – Galambosné Tiszberger M. – Czigler E. [2018]: Magyarországról indított közösségi finanszírozású kampányok. *Közgazdasági Szemle*, Vol. 66., No. 2., 206–225. o.
- Lahti, T. – Keinonen, H. [2016]: Business Angel Networks: a Review and Assessment of Their Value to Entrepreneurship. In: *Landström, H. – Mason, C. E. (eds.): Handbook of Research on Business Angels*. Edward Elgar Publishing, Cheltenham, UK, 354–380. o.
- Lambert, T. – Ralcheva, A. – Rosenboom, P. [2018]: The Crowd-Entrepreneur Relationship in Start-Up Financing. In: *Cumming, D. – Hornuf, L. (eds.): The Economics of Crowdfunding*. Palgrave Macmillan, London, UK, 57–78. o.
- Lambert, T. – Schwenbacher, A. [2010]: An Empirical Analysis of Crowdfunding. Letölthető: <https://ssrn.com/abstract=1578175>.
- Landström, H. – Mason, C. M. [2016]: Business Angels as a Research Field. In: *Landström, H. – Mason, C. E. (eds.): Handbook of Research on Business Angels*. Cheltenham, UK, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, UK, 1–24. o.
- Leboeuf, G. – Schwenbacher, A. [2018]: Crowdfunding as a New Financing Tool. In: *Cumming, D. – Hornuf, L. (eds.): The Economics of Crowdfunding*. Palgrave Macmillan, London, UK, 11–28. o.
- Lerner, J. [1994]: The Syndication of Venture Capital Investments. *Financial Management*, Vol. 23., No. 3., 16–27. o.
- Lerner, J. – Schoar, A. – Sokolinski, S. – Wilson, K. [2015]: The Globalisation of Angel Investments: Evidence across Countries. National Bureau of Economic Research (NBER) Working Paper, 21808. Letölthető: <https://nber.org/paper/w21808>.
- Lerner, J. – Tabakovic, H. – Tirole, J. [2016]: Patent Disclosures and Standard-Setting. Letölthető: <https://ssrn.com/abstract=2851539>.
- Ley, A. – Weaven, S. [2011]: Exploring Agency Dynamics of Crowdfunding in Start-Up Capital Financing. *Academy of Entrepreneurship Journal*, Vol. 17., No. 1., 85–110. o.
- Li, E. – Martin, J. S. [2016]: Capital Formation and Financial Intermediation: The Role of Entrepreneur Reputation Formation. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 59., 185–201. o.
- Löhner, J. [2017]: The interaction of equity crowdfunding platforms and ventures: an analysis of the preselection process. *Venture Capital*, Vol. 19., No. 1–2., 51–74. o.
- Lovas A. – Riz N. [2016]: Akcelerátor vagy inkubátor. *Gazdaság és Pénzügy*, Vol. 3., No. 4., 305–322. o.
- Madill, J. J. – Haines, G. H. – Riding, A. L. [2005]: The Role of Angels in Technology SMEs: A Link to Venture Capital. *Venture Capital*, Vol. 7., No. 2., 107–129. o.
- Malek, K. – Maine, E. – McCarthy, I. P. [2014]: A Typology of Clean Technology Commercialization Accelerators. *Journal of Engineering and Technology Management*, Vol. 32., No. 2., 26–39. o.



- Manigart, S. – Lockett, A. – Meuleman, M. – Wright, M. – Landström, H. – Bruining, H. – Desbrières, P. – Hommel, U. [2006]: Venture Capitalists' decision to Syndicate. *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 30., No. 2., 131–153. o.
- Mason, C. M. [2007]: Venture Capital: A Geographical Perspective. In: *Landström, H.* (ed.): *Handbook of Research on Venture Capital*. Edward Elgar, Publishing Cheltenham, 86–112. o.
- Mason, C. [2009]: Venture Capital in Crisis. *Venture Capital*, Vol. 11., No. 4., 279–285. o.
- Mason, C. [2016]: Researching Business Angels: Definitional and Data challenges. In: *Landström, H. – Mason, C. E.* (eds.): *Handbook of Research on Business Angels*. Edward Elgar Publishing, Cheltenham, UK, 25–52. o.
- Mason, C. M. – Botelho, T. – Harrison, R. T. [2013]: The Transformation of the Business Angel Market: Evidence from Scotland. University of Glasgow, Adam Smith Business School. Letölthető: [https://www.gla.ac.uk/Media\\_302219\\_amxx.pdf](https://www.gla.ac.uk/Media_302219_amxx.pdf).
- Mason, C. – Botelho, T. – Harrison, R. [2016]: The transformation of the business angel market: empirical evidence and research implications. *Venture Capital*, Vol. 18., No. 4., 321–344. o.
- Mason, C. – Botelho, T. – Zygmunt, J. [2017]: Why Business Angels Reject Investment Opportunities: Is it Personal? *International Small Business Journal*, Vol. 35., No. 5., 519–534. o.
- Mason, C. M. – Harrison, R. T. [2000]: Influences on the Supply of Informal Venture Capital in the UK: An Exploratory Study of Investor Attitude. *International Small Business Journal*, Vol. 18., No. 4., 11–28. o.
- Mason, C. M. – Harrison, R. T. [2002]: The Geography of Venture Capital Investments in the UK. *Transactions of the Institute of British Geographers*, Vol. 27., 427–451. o.
- Mason, C. M. – Harrison, R. T. [2006]: After the Exit: Acquisitions, Entrepreneurial Recycling and Regional Economic Development. *Regional Studies*, Vol. 40., 55–73. o.
- Mason, C. – Pierrakis, Y. [2011]: Venture Capital, the Regions and Public Policy: The United Kingdom since the Post-2000 Technology Crash. *Regional Studies*, Vol. 47., No. 7., 1156–1171. o.
- May, J. – Simmons, C. [2001]: Every Business Needs an Angel: Getting the Money You Need to Make Your Business Grow. Crown Business, New York.
- Metrick, A. – Yasuda, A. [2010]: The Economics of Private Equity Funds. *Review of Financial Studies*, Vol. 23., No. 6., 2302–2341. o.
- Miller, P. – Bound, K. [2011]: The Startup Factories: The Rise of Accelerator Programs to Support New Technology Ventures. NESTA Discussion Paper, June.
- Mitchell, L. [2010]: Beyond Licencing and Incubators: Next-Generation Approaches to Entrepreneurial Growth at Universities. Ewing Marion Kauffmann Foundation, Report. Letölthető: <https://www.scribd.com/document/13220935/Beyond-Licencing-and-Incubators>
- Mollick, E. [2013]: Swept Away by the Crowd? Crowdfunding, Venture Capital, and the Selection of Entrepreneurs. Letölthető: <https://ssrn.com/abstract=2239204>.
- Mollick, E. [2014]: The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study. *Journal of Business Venturing*, Vol. 29., No. 1., 1–16. o.
- Mollick, E. – Nanda, R. [2016]: Wisdom or madness? Comparing crowds with expert evaluation in funding the arts. *Management Science*, Vol. 62., No. 6., 1533–1553. o.
- Moritz, A. – Block, J. – Lutz, E. [2015]: Investor Communication in Equity-Based Crowdfunding: A Qualitative-Empirical Study. *Qualitative Research in Financial Markets*, Vol. 7., No. 3., 309–342. o.
- OECD [2011]: Financing High-Growth Firms: The Role of Angel Investors. Paris, OECD Publishing.
- Owen, R. – Mason, C. [2017]: The Role of Government Co-investment Funds in the Supply of Entrepreneurial Finance: An Early Assessment of the UK Angel Co-investment Fund. *Environment and Planning: Government and Policy*, Vol. 35., No. 3., 434–456. o.
- Paul, S. – Whittam, G. [2010]: Business Angel Syndicates: An Exploratory Study of Gatekeepers. *Venture Capital*, Vol. 12., No. 3., 241–256. o.

- Pauwels, C. – Clarysse, B. – Wright, M. – Van Hove, J. [2016]: Understanding a New Generation Incubation Model: The Accelerator. *Technovation*, Vol. 50–51., 13–24. o.
- Phan, P. – Wright, M. – Ucbasaran, D. – Tan, W. [2009]: Corporate Entrepreneurship: Current Research and Future Direction. *Journal of Business Venturing*, Vol. 24., No. 3., 197–205. o.
- PitchBook [2019]: 2018 Annual Private Fund Strategies Report. Letölthető: [https://files.pitchbook.com/website/files/pdf/PitchBook\\_2018\\_Annual\\_Private\\_Fund\\_Strategies\\_Report.pdf](https://files.pitchbook.com/website/files/pdf/PitchBook_2018_Annual_Private_Fund_Strategies_Report.pdf)
- PitchBook [2020]: 2019 Annual European Venture Report. January. Letölthető: <https://pitchbook.com/news/reports/2019-annual-european-venture-report>
- Politis, D. [2008]: Business Angels and Value Added: What We Know and Where Do We Go? *Venture Capital*, Vol. 10., No. 2., 127–147. o.
- Sahlman, W. A. [1990]: The Structure and Governance of Venture Capital Organizations. *Journal of Financial Economics*, Vol. 27., No. 2., 473–524. o.
- Signori, A. – Vismara, S. [2016]: Returns on Investments in Equity Crowdfunding. Letölthető: <https://ssrn.com/abstract=2765488>.
- Signori, A. – Vismara, S. [2018]: Does Success Bring Success? The Post-offering Lives of Equity-Crowdfunded Firms. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 50., June, 538–555. o.
- Smith, D. G. [2005]: The Exit Structure of Venture Capital. *UCLA Law Review*, Vol. 53., No. 2., 315–356. o.
- Sohl, J. [2007]: The Organisation of the Informal Venture Capital Market. In: Landström, H. – Mason, C. E. (eds.): *Handbook of Research on Business Angels*. Edward Elgar Publishing, Cheltenham, UK, 347–368. o.
- Sohl, J. [2012]: The Changing Nature of the Angel Market. In: Landström, H. – Mason, C. E. (eds.): *Handbook of Research on Business Angels*. Volume 2., Edward Elgar Publishing, Cheltenham, UK, 17–41. o.
- Schwienbacher, A. [2019]: Equity crowdfunding: Anything to Celebrate? *Venture Capital*, Vol. 21., No. 1., 65–74. o.
- Schwienbacher, A. – Larralde, B. [2010]: Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures. In: Cumming, D. (ed.): *Handbook of Entrepreneurial Finance*. Chapter 13. Oxford, University Press.
- Tian, X. [2011]: The Causes and Consequences of Venture Capital Stage Financing. *Journal of Financial Economics*, Vol. 101., No. 1., 132–159. o.
- Tom, M. [2016]: One-third of US startups that raised a Series A in 2015 went through an accelerator. February 05. Letölthető: <https://pitchbook.com/news/articles/one-third-of-us-startups-that-raised-a-series-a-in-2015-went-through-as-accelerator>
- Valanciene, L. – Jegeleviciute, S. [2013]: Valuation of Crowdfunding: Benefits and Drawbacks. *Economics and Management*, Vol. 18., No. 1., 9–48. o.
- Van Osnabrugge, M. – Robinson, R. J. [2000]: *Angel Investing: Matching Start-Up funds with Start-Up companies: The Guide for Entrepreneurs, Individual Investors, and Venture capitalists*. Jossey-Bass, San Francisco, USA.
- Vismara, S. [2016]: Equity Retention and Social Network Theory in Equity Crowdfunding. *Small Business Economics*, Vol. 46., No. 4., 579–590. o.
- Vismara, S. [2018a]: Information Cascades Among Investors in Equity Crowdfunding. *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 43., No. 3., 323–347. o.
- Vismara, S. [2018b]: Signaling to Overcome Inefficiencies in Crowdfunding Markets. In: Cumming, D. – Hornuf, L. (eds.) [2018]: *The Economics of Crowdfunding*. London, UK, Palgrave Macmillan.
- Wallmeroth, J. [2019]: Investor Behavior in Equity Crowdfunding. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, Vol. 21., No. 2–3., 273–300. o.
- Weiblen, T. – Chesbrough, H. W. [2015]: Engaging with Startups to Enhance Corporate Innovation. *California Management Review*, February.

- Winston-Smith, S. – Hannigan, T. J. L. – Gasiorowski, L. [2013]: Accelerators and Crowdfunding: Complementarity, Competition, or Convergence in the Earliest Stages of Financing New Ventures. Paper presented at the University of Colorado–Ewing Marion Kauffman Foundation Crowd-Funding Conference. Boulder, Colorado, July 12–13. Letölthető: <https://ssrn.com/abstract=2298875>.
- Wong, A. – Bhatia, M. – Freeman, Z. [2009]: Angel Finance: The Other Venture Capital. *Strategic Change*, Vol. 18., No. 7–8., 221–230. o.
- Wroldsen, J. [2016]: Creative Destructive Legal Conflict: Lawyers as Disruption Framers in Entrepreneurship. *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, Vol. 18., No. 3., 733–788. o.
- York, J. – Metcalf, L. – Katona, T. [2016]: University Accelerators: Entrepreneurial Launchpads or Unsustainable Fads? Proceedings of the United States Association for Small Business and Entrepreneurship Conference, DG1-DG8, 2016, Boca Raton, USA.
- Yu, S. [2016]: How Do Accelerators Impact the Performance of High-tech Ventures? Letölthető: [https://ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2503510](https://ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2503510)
- Zook, M. A. [2004]: The knowledge brokers: venture capitalists, tacit knowledge and regional development. *International Journal of Urban and Regional Research*, Vol. 28., No. 3., 621–641. o.