

FILANTRÓP KOCKÁZATI TŐKEBEFEKTETÉSEK¹

Lovas Anita²

ABSZTRAKT

A társadalmi és a környezeti értékek figyelembevétele nem újkeletű fogalom a pénzügyekben, de a Social Finance és a Social Investments a válságot követően került előtérbe. Az empirikus felmérések szerint már a kockázati tőke-alapok stratégiájába beépült a társadalmi törekvés, de a tényleges kihelyezéseknél még kisebb a társadalmi fókuszú célvállalatok aránya. Mivel a vállalatok kiválasztásánál a várható pénzügyi megtérülés mellett a társadalmi hatásokat is figyelembe veszik, emiatt nagyobb a hangsúly a leendő menedzsment összetételén, például, hogy képes-e átfogóan gondolkodni, nem csak az üzleti célokat maga elé helyezni. A befektetés időszakában nagy arányban nyújtanak nem pénzbeli támogatást, a leggyakoribb a közös stratégiai célalkotás és a vállalkozók mentorálása.

JEL-kódok: O35, G24, P18

Kulcsszavak: társadalmi pénzügyek (social finance), filantróp, kockázati tőkebefektetés

1. BEVEZETÉS

A 2007-ben kirobbanó globális pénzügyi válság a világ jelentős részére negatív hatást gyakorolt. A válság hatására 2010-re 10 millió munkanélkülit regisztráltak az Amerikai Egyesült Államokban (míg azt megelőzően alig 2,5 milliót), Európában pedig közel 5 millióan váltak munkanélkülivé. Családok ezrei veszítették el tartalékaikat, a USA-ben 5 millióan, Európában pedig 2 millióan kerültek a szegénységi határ alá (*Benedikter*, 2011). A társadalmi fókuszú pénzügyi szolgáltatások és befektetések szükségessége egyértelművé vált, mert a szegénységben, illetve a mélyszegénységben élők számára kevés előrelépési lehetőség érhető el.

1 A tanulmány alapjául szolgáló kutatást az Innovációs és Technológiai Minisztériuma által meghirdetett Tématerületi Kiválósági Program 2020 – Intézményi Kiválóság Alprogram támogatta, a Budapesti Corvinus Egyetem 'Pénzügyi és Lakossági Szolgáltatások' tématerületi programja (TKP2020-IKA-02) keretében.

2 Lovas Anita egyetemi docens, Budapesti Corvinus Egyetem. E-mail: anita.lovas@uni-corvinus.hu.

Noha a Social Finance számos intézménye a válságot követően kezdett el kialakulni, illetve megerősödni, az ilyen típusú pénzügyi szolgáltatások hosszabb múltra tekintenek vissza. A társadalmilag felelős befektetések (SRI) már a 17. század elején megjelentek, például a vallási vezetők elutasították azon befektetéseket, amelyek környezeti vagy morális szempontból megkérdőjelezhető célpontok voltak (Hutton et al., 1998). A szociális mikrohitelzés intézménye, amely Muhammad Yunus kezdeményezésére indult el az 1970-es évek második felében, kis összegű, fedezet nélküli hitelek nyújtásával támogatta az arra rászorulókat (Morduch, 1999; Futó et al., 2016).

A társadalmi pénzügy átfogó fogalom, nem csak azt jelenti, hogy a környezeti és társadalmi javulást jelentő projektekbe pénz áramlik. A társadalmi pénzügy (social finance) kifejezés arra utal, hogy nemcsak a pénzügyi megtérülést veszi figyelembe egy befektető, hanem a társadalmi és a pénzügyi hozamokat együttesen (Moore et al., 2012); az a célja, hogy a társadalmi és környezeti innovációk elterjedéséhez biztosítson forrásokat (Pradhan et al., 1998). Ez a terület folyamatosan növekszik, mind az üzleti szférában, mint a tudományos közegben egyre nagyobb figyelmet kap.

A tanulmány célja a filantróp kockázati tőke bemutatása, valamint a piaci tapasztalatok elemzése. Ezt megelőzően a társadalmi pénzügy, illetve a fenntartható pénzügy fogalmával foglalkozom.

2. A TÁRSADALMI ÉS A FENNTARTHATÓ PÉNZÜGY

Az Egyesült Nemzetek Szervezete 2015-ben adta ki a „2030-as menetrend a fenntartható fejlődésért” iratot, amelyben 17 kiemelt célt, ezen belül összesen 169 célpontot jelöltek meg. Törekedni kell például a nemi egyenlőségre, az országok közötti egyenlőtlenségek csökkentésére, harcolni kell a klímaváltozás ellen vagy védeni és újjáépíteni az ökoszisztémát (UN, 2015).

A gazdaság, valamint a pénzügy feladata ezen célok elősegítése, aktív szerepvállalás mind a szereplők, mind az intézmények részéről. Sokszor hallható, hogy ez nagyon aktuális kérdés, de ennél többről van szó. Már a piac számára is elengedhetetlen, hogy felelősen, illetve fenntartható módon gondolkodjanak és tevékenykedjenek.

Azok a befektetők, akik csak a pénzügyi profitot veszik figyelembe a döntéseik során, a fenntartható pénzügy zéró (1.0) szintjét követik, azaz náluk nem jelennek meg társadalmi vagy környezeti szempontok. A fenntartható pénzügy első szintjének az tekinthető, ha a befektetők ugyanúgy profitmaximalizálásra törekednek, de elkerülik a nemkívánatos befektetéseket. Például, mint a korábban említett vallási vezetők a 17. században, illetve napjaink példája lehet a gyermekfoglalkoz-

tatásról hírhedt cégek vagy a dohányipari vállalatok kizárása a befektetési célpontok közül.

A fenntartható pénzügy 2.0, azaz a második szintjén már előtérbe kerülnek a társadalmi és környezeti hatások. Ez bizonyos szempontból azt jelenti, hogy a piaci szereplők internalizálják az externális hatásokat, az ESG (Environmental, Social and Corporate Governance) faktorokat figyelembe veszik a döntéseik során (például a vállalat reputációját negatívan érintené egy környezetszennyező eljárás bevezetése).

A „haladó szint”, a fenntartható pénzügy 3.0. esetén a társadalmi hozam előtérbe kerül, azonos vagy akár magasabb súllyal szerepel a döntéseknél, mint a pénzügyi hozam (Schoenmaker–Schramade, 2018). Már nemcsak a részvényesi értékteremtésen van a hangsúly, hanem szélesebb körű érdekelteket vonnak be, valamint a társadalmi és környezeti értékek is szerepet kapnak.

1. táblázat

A fenntartható pénzügyek szintjei

	Részvények (Tőke)	Kötvények	Banki eszközök
Fenntartható pénzügy 0.0			
Fenntartható pénzügy 1.0	Kizárás	Kizárás	Kizárás
Fenntartható pénzügy 2.0	ESG-integráció		
Fenntartható pénzügy 3.0	Hatásbefektetések	Társadalmi és zöld-kötvények	Hatáshitelezés Mikrofinanszírozás

Forrás: Schoenmaker és Schramade (2018) alapján

A Bangladeshből elinduló mikrofinanszírozás már globális mozgalommá vált, amelynek célja szegény emberek számára pénzügyi szolgáltatások (elsősorban hitelek) nyújtása saját üzletük építésével. Ezzel lehetőséget kapnak jövedelmük növeléséhez és ahhoz, hogy kilépjenek a szegénységből.

A Social Impact Bond (SIB) olyan piaci eszköznek tekinthető, amely lehetővé teszi nehéz társadalmi problémák (például hajléktalanok segítése vagy a bűnözők visszaesésének megelőzése) piaci finanszírozását (Pay for Success contract). Jellemzően olyan területeket jelölnek ki célként, amelyek hagyományosan az állami szektor hatáskörébe tartoznak (Copper et al., 2016). Ha a célzott program nem lesz sikeres, akkor a befektetők elveszítik a befektetésük egy részét, vagy akár egészét is. De siker esetén hozamot realizálhatnak.

A hatásbefektetések (Impact Investing) fogalma 2007-ben indult el, amikor a Rockefeller Alapítvány meghívta olasz központjába a pénzügyi vezetőket és a filantrópokat annak megtárgyalására, hogy milyen fejlesztésekre van szükség a pozitív társadalmi és szociális hatású befektetések fejlesztéséhez (*Höchstädter-Scheck*, 2015). A társadalmi hatásbefektetés (Social Impact Investing) olyan befektetést jelent, amely a pénzügyi hozamok mellett társadalmi vagy környezeti hozamot is eredményez.

A hatásbefektetések, illetve azon szervezetek száma, amelyek hatásbefektetéseket hajtanak végre, folyamatosan nő. A Globális Hatásbefektetések Hálózatának a 2020-as felmérése szerint a szervezetek több mint 50 százaléka csak az elmúlt évtizedben hajtotta végre az első befektetését (GIIN, 2020). De ugyanezen felmérés résztvevőinek közel negyede már 2000 előtt is hajtott végre hatásbefektetéseket. A felmérés alapján az elmúlt 5 évben átlagosan 10 százalékkal nőttek ezek a befektetések, de ha Schoenmaker és Schramade (2018) becslését tekintjük, akkor a fenntartható pénzügy 3.o. szintjét a pénzügyi eszközök, illetve befektetések még csupán 1 százaléka éri el.

3. A FILANTRÓP KOCKÁZATI TŐKE

A befektetések célpontjai tipikusan a társadalmi vállalkozások. Ezen vállalkozások a társadalmi célokra helyezik a hangsúlyt (a klasszikus profitorientáltsággal szemben). Arra keresik a választ, hogyan tudnak fenntartóan működni, és megváltoztatni a káros környezeti folyamatokat.

A társadalmi vállalkozások korábban „hagyományosan” alapítványoktól jutottak forráshoz³, jellemzően vissza nem térítendő támogatásokhoz (*Kerlin*, 2010). *Lett et al.* (1997) törekedett arra, hogy az alapítványok vezetőinek a figyelmét felhívja arra, milyen módszereket lenne érdemes alkalmazni a kockázati tőkés (Venture Capital, a továbbiakban VC) gyakorlatból. Eltérő például az alapítványok (~filantrópok) kockázatkezelése, és a célvállalattal való kapcsolat szorossága. Míg a VC nagy kockázatot fut, hiszen tipikusan 10-ből 2 befektetés esetén számítanak kiugró profitra, az alapítványoknál gyakran az a kockázat, hogy nem találnak elég célvállalatot (nincs profitvárakozás). Míg a VC esetén nagyjából az a siker egyik kulcsa, hogy nem csak pénzbeli hozzájárulást nyújtanak, az alapítványok

3 Nemzetközi összehasonlítás alapján az észak-amerikai vállalkozás finanszírozásában az alapítványok a dominánsak. Nyugat-Európában az EU, míg Kelet-Európában az EU mellett a nemzetközi segélyek töltenek be jelentős szerepet (*KERLIN*, 2021). De a dél-amerikai, ázsiai és afrikai társadalmi vállalkozások nagyon szoros banki kapcsolatokkal rendelkeznek, így gyakran piaci szereplőktől jutnak forráshoz.

az elején szűrik a lehetőségeket, de miután kiutalták a pénzt, csak áttekintő nyomon követést végeznek. Eltérő a kapcsolat hossza is, mert egy VC jellemzően 5–7 évre fektet be, az alapítványok rövidebb időt adnak az új fejlesztésre, átlagosan 2,5 év után várják a pozitív eredményeket (Lett et al., 1997).

A társadalmi befektetés és a filantróp kockázati tőke nagyon hasonló fogalmak, mégis fontos különbségeket mutatnak. Mindkettő elkötelezett egy társadalmi cél mellett, az utóbbi azonban nemcsak pénzbeli hozzájárulást jelent, hanem szolgáltatásokat is biztosít. Elkötelezettek a célvállalat stratégiájában is, akár részt is vesznek annak alakításában (John, 2006).

A piaci szereplők három csoportjával végzett interjúsorozat alapján értékeli a hagyományos és a társadalmi befektetők eltéréseit Roundy et al. (2017). Összesen 31 befektető került bele a kutatási körbe, amelyből (saját bevallás alapján) 17 hatás- és 14 nem hatásbefektető. Ezen felül megkérdeztek 11 olyan vállalkozót, akik tőkésüket hatásbefektetőktől kapták.

Roundy et al. (2017) szerint a hatásbefektetők kiemelték: ők abban különböznek az általános befektetőktől, hogy a döntési kritériumban nemcsak a ROI (return on investment) kap szerepet, hanem az SROI (social return on investment) is. Így egy hatásbefektető hajlandó valamennyi pénzügyi hozamot feláldozni akkor, ha társadalmi hozamot is elérhet. A vállalkozó szerint, ha hagyományos befektetőt keresne meg, 60%-ot is el kellene érnie a befektetés IRR-jének. De ha az üzleti terv szerint csak 18%-ot ér el pozitív társadalmi hatások mellett, akkor egy hatásbefektetőhöz érdemes fordulni.

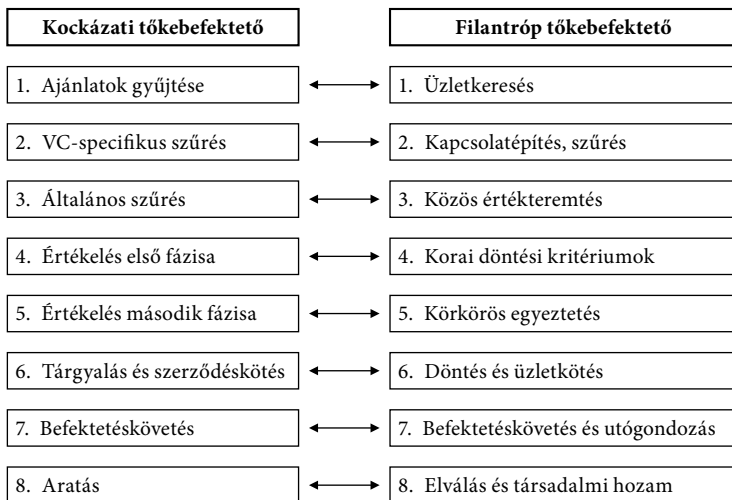
A hagyományos kockázati tőke-alapok kezelői, a menedzsment a megbízó-ügynök probléma miatt is aziránt elkötelezett, hogy csak a pénzügyi megtérülést vegyék figyelembe. A rájuk bízott vagyonért a befektetők hozamelvárását támasztanak, és ha nem megfelelően választják ki a befektetési célpontjukat, az állásukat is elveszthetik. Ezzel szemben egy hagyományos filantróp számára a társadalmi értékteremtés fontos. Például a pénzügyi hozamot tekinthetjük –100%-nak is (azaz teljes bukásnak), hiszen semmi visszafizetést nem várnak, de cserébe jelentős, legalább 100%-os szociális jólét- vagy környezeti javulásra számítanak (Roundy et al., 2017). A hatásbefektetők pedig elkötelezettek például az elmaradott régiók munkahelyteremtésében vagy tiszta technológiák elterjedésének elősegítésében. Ezért a pénzügyi megtérülési szempontok kicsit háttérbe is szorulnak (de továbbra is fontos mérlegelési elv), hogy a kitűzött célokat megvalósíthassák. Fontos különbség még a hagyományos befektetőkhöz képest, hogy türelmes tőkének hívhatjuk, illetve a befektetésekre „lassú pénzként” (slow money) tekinthetünk. Az ilyen befektetők nem rövid távban gondolkodnak, hanem hajlandók a hosszabb megtérüléssel is számolni (Roundy et al., 2017).

3.1. A döntési folyamat és a befektetők közötti eltérések

Roundy et al. (2017) kutatásában is megjelent a kiválasztási folyamat közötti különbség, de ezt részleteiben elemezte Gordon (2014). Gordon (2014) kutatásában négy esettanulmány, 4 filantróp kockázati tőke-alap szerepelt, és 21 (a vezetőkkel, fontosabb munkatársakkal és a célvállalatok alapítóival) felvett interjú alapján készült az értékelés. Ahogy az első ábrán is látható, a befektetési döntési folyamat meglehetősen hosszú már a hagyományos kockázati tőkebefektetéseknél is. A befektetők alaposan meg akarják ismerni a célvállalatot és annak piaci környezetét, valamint többkörös egyeztetési folyamat alapján alakul ki a szerződés is, minden lépés az aszimmetrikus információs helyzet csökkentésére és kezelése törekszik. A következőben Gordon (2014), Fried–Hisrich (1994), valamint Lovas (2015) alapján hasonlítom össze a két típus befektetési folyamatát.

1. ábra

A hagyományos kockázati tőkések és filantróp kockázati tőkések befektetési folyamata



Forrás: Gordon (2014), Fried–Hisrich (1994), valamint Lovas (2015) alapján saját szerkesztés.

Míg a kockázati tőkések (továbbiakban VC) általános startuprendezvényeken keresik a célvállalatokat vagy ők várják a leendő partnerek jelentkezését, addig a filantróp kockázati tőkések (Venture Philanthropy, a továbbiakban VP) célzottan keresnek meg létező társadalmi vállalkozásokat vagy jótékonyági szervezeteket.

A VC második lépése az összes beérkező ajánlat általános szűrése, azok kiválasztása, amelyek megfelelnek a VC által támasztott alapkritériumoknak. Az esélyes célvállalat megtalálását követően a VP pedig a lehetséges kapcsolatot keresi a szervezettel, hogyan tudnának együtt dolgozni. A VC is nyújt szakmai segítséget a pénzügyi finanszírozáson túl, de egy VP ennél sokkal többet ad, aktívabb az együttműködés.

A VC harmadik lépésében történik meg az üzleti átvilágítás, amelynek keretében megvizsgálják például a vállalati üzleti tervét és a vállalkozó, a menedzsment múltját. A VP a harmadik lépésében a közös társadalmi vagy környezeti értékteremtésre koncentrál, és a vállalkozótól (vagy a szervezettől) is aktív szerepet vár el ebben (míg a VC ezen szakasza alapvetően csak a VC adatgyűjtését jelenti).

Ezt követően értékelik a VC befektetési menedzserei, hogy érdemes-e további értékelést végezni, és a magasabb szinten elhelyezkedő befektetési tanács elé terjeszteni az adott lehetőséget. Ehhez hasonló a VP negyedik lépése is, hiszen itt vetik össze a pénzügyi és társadalmi kritériumokat, hogy érdemes-e továbbhaladni, megvalósulhat-e a megfelelő mértékű blended értékteremtés.

A VC ötödik lépésében történik meg a jogi és pénzügyi átvilágítás; a VP esetében ez közös értékelést, egy közös tanulási folyamatot jelent. A filantróp csapat is tanul a lehetséges befektetési célponttól például a területhez kapcsolódó, specifikus ismereteket, és magát a szervezetüket is megismeri.

Ezt követően a VC és a célvállalat megegyezik a szerződési feltételekben (amely szintén komoly egyeztetési folyamat az erős aszimmetrikus információs helyzet miatt), és ehhez hasonlóan működik a VP befektetési folyamatának hatodik szakasza is.

A post-investment, hetedik szakasz abban különbözik a két esetben, hogy a VP aktívabban vesz részt a célszervezet munkájában, és gyakrabban kommunikálnak, főleg az első időszakban. Az utolsó szakasz egyrészt eltér az időszak hosszában, hiszen a társadalmi/környezeti hasznok hosszabb távon jelentkeznek, míg a VC a rövid távú hozamokat helyezi előtérbe („egy VC belépve a kapun, máris a kijáratot keresi”).

Mind a hagyományos, mind a filantróp kockázati tőkésnél kiemelt fontosságú, hogy milyen a menedzsment, milyen a csapat, hiszen nem a vállalatba, hanem az „emberbe fektetnek be”. Amikor egy vállalatvezető nemcsak a pénzügyi megtérülést veszi figyelembe, hanem a társadalmi értékteremtést is előtérbe helyezi, akkor ez a kettős értékszemplélet nagyobb kihívást jelent, nagyobb tudást (oktatást) igényel (*Tracey-Phillips, 2007*). *Scarlata et al. (2017)* európai és amerikai filantróp VC-k befektetéseit vizsgálva azt tapasztalta, hogy mind a hagyományos, mint a filantróp VC célvállalatainak vezetői hasonló iskolai végzettséggel rendelkeznek. Kiemelte azonban azt az eltérést, hogy a hagyományos esetében gyakoribbak az

üzleti/gazdasági, valamint a mérnöki diplomával rendelkezők, míg a filantrópnál az általános emberi erőforrás és a menedzsment a jellemzőbb.

4. A BEFEKTETÉSEK EMPIRIKUS TAPASZTALATAI

A társadalmi befektetések, valamint a hatásbefektetések folyamatosan terjednek a hagyományos kockázati tőkebefektetők működésében is. Gyakran a hagyományos kockázati tőke-alap bővíti úgy a portfólióját, hogy társadalmi vagy környezeti értékteremtés is előtérbe kerüljön. *Cetindamar–Ozkazanc-Pan* (2017) nyolc olyan amerikai társaság befektetéseit vizsgálta meg, amelyek filantróp alapként, illetve filantróp befektetőként hirdetik magukat. A tényleges befektetési struktúra azonban nem ezt az egyértelmű képet mutatta. A 2. táblázatban összefoglalt eredmények szerint az alapok stratégiája közül hétnél vegyes célkitűzések szerepelnek, míg egyetlen volt, amely kizárólag a társadalmat jelölte meg.

2. táblázat

A kihelyezett befektetések eloszlása társadalmi alapoknál

Hatás-befektető VC	Befektetői elvek	Befektetések száma	Ebből társadalmi célú	Befektetések értéke (M \$)	Ebből társadalmi célú	Társadalmi aránya	Befektetések
Accion Venture Lab	Vegyes	13	5	34,99	18,5	52,90%	Kiegyensúlyozott
City Light Capital	Vegyes	6	0	35,47	0	0,00%	Pénzügyi
DBL Investors	Vegyes	26	8	211,65	109,85	51,90%	Kiegyensúlyozott
Elevar Equity	Vegyes	9	6	62,64	54,99	87,80%	Társadalmi
Gray Ghost Ventures	Vegyes	9	2	13,14	1,82	13,90%	Pénzügyi
NewSchools Venture	Társadalmi	1	1	26,06	26,06	100,00%	Társadalmi
Omidyar Network	Vegyes	60	26	222,15	95,18	42,80%	Kiegyensúlyozott
SJF ventures	Vegyes	40	10	74,11	12,49	16,90%	Pénzügyi

Forrás: Cetindamar and Ozkazanc-Pan (2017), 9. o.

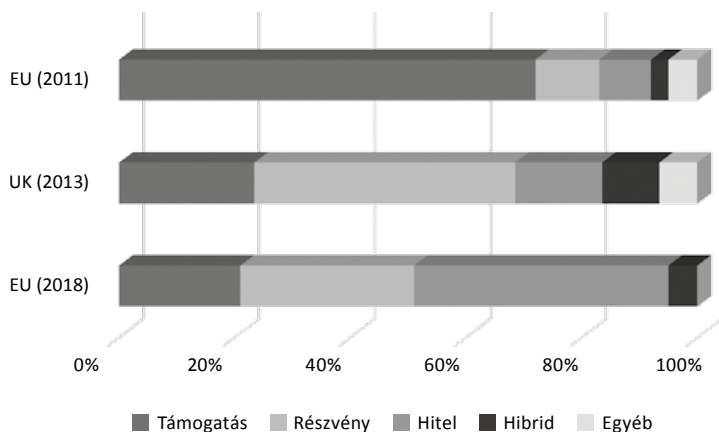
A kihelyezések darabszámát és értékét tekintve néhány alapnál egészen alacsony volt a társadalmi fókusz aránya, sőt, egyiküknél csak pénzügyi fókuszú kihelyezés történt. A magát társadalmi célkitűzésként hirdető alap valóban csak társadalmi befektetést hajtott végre, de a vizsgált időszakban csupán egyetlen befekte-

tést valósított meg. A kihelyezéseket tekintve a meghatározott fókuszok alapján 3 pénzügyi, 2 társadalmi és 3 kiegyensúlyozott, azaz mindkét célt hasonlóan követi. Cetindamar–Ozkazanc-Pan (2017) eredményei ezért azt mutatják, hogy a befektetési gyakorlatban nem kapott akkora szerepet a társadalmi célkitűzés, mint ahogy a stratégiai tervezésben már megvalósult.

A finanszírozási szerkezet, pontosabban a finanszírozás módja is árnyaltabb képet mutat a magát filantrópként megnevező befektetőknél. Vannak olyan esetek, amikor ténylegesen vissza nem térítendő támogatást nyújtanak, de gyakran megjelenik a hagyományos tőkejellegű forrásbővítés is.

2. ábra

Finanszírozási eszközök megoszlása európai alapoknál (EU) és egyesült királysági alapoknál (UK)



Forrás: Spiess-Knafl–Aschari-Lincoln (2015), EVPA (2012) és EVPA (2018) alapján saját szerkesztés

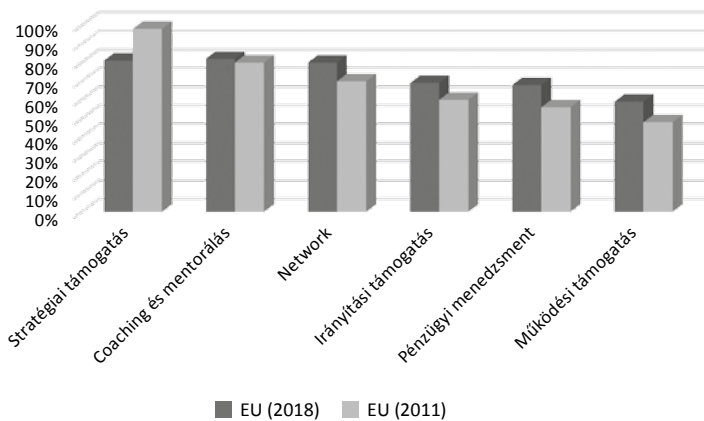
Míg 10 évvel ezelőtt a támogatások voltak a dominánsak, ezek aránya jelentősen lecsökkent (2. ábra). A hitel, valamint a tőke jellegű eszközök a leggyakoribbak a finanszírozási módok között. A társadalmi értékteremtés szempontjából az a kedvezőbb forma, amely a „türelmesebb”, azaz akár több évig is a célvállalat rendelkezésére áll, nem kell egy-két éven belül visszafizetni, illetve az eredményeket bizonyítani. A részvények hosszú távú befektetések, ezért egy környezeti vagy társadalmi cél megvalósulására, amelynek a megvalósulásához több évre van szükség, ez tekinthető az egyik megfelelő finanszírozási formának. A tőke jellegű finanszírozási forma nemcsak Európában (2. ábra) a meghatározó; egy 2013-as ázsiai felmérés szerint a befektetések 90 százalékánál megjelent a részvény, va-

lamint a hitel is nagy szerepet kap, mert minden második befektetésnél hitel is szerepelt (Bammi–Verma, 2014).

A választott finanszírozási eszközt azonban nagyban befolyásolja, hogy milyen a célvállalat. Az 5 éves vagy az 5 évnél idősebb vállalatok inkább támogatást kapnak (logisztikus regresszió szerint háromszor nagyobb eséllyel, mint hagyományos finanszírozást). A 4 éves vagy annál újabb cégek inkább hagyományos finanszírozást nyernek el, mert számukra még aktív támogatást is nyújtanak az alapok (Spiess–Knafl–Aschari–Lincoln, 2015). Az induló vállalkozásoknál magasabb a bukás esélye is, ezért az aktív felügyelettel járó forrás nyújtása segít elkerülni a lehetséges hibákat.

3. ábra

A leggyakoribb nem pénzügyi támogatások az európai alapoknál (az alapok mekkora százaléka biztosít egy adott támogatást)



Forrás: EVPA (2012) és EVPA (2018) alapján saját szerkesztés

Ami fontos különbség a támogatásokhoz és egyéb finanszírozási eszközökhöz képest a (filantróp) kockázati tőkénél, azok a nem pénzbeli támogatással elérhető hozzáadott értékek. Ezek jelentősége az évek folyamán (3. ábra) kicsit átrendeződött, de ugyanúgy nagy szerepet töltenek be. Míg 10 évvel ezelőtt az látható a 3. ábrán, hogy szinte minden befektető aktívan részt vett a stratégiaalkotásban, ez az arány nagyjából 20 százalékkal csökkent. Ugyanúgy fontos szerepet tölt be, ám nem minden esetben érzik ezt szükségesnek. De nemcsak a stratégia kialakításában vesznek részt a befektetők, hanem legtöbbször az irányításban (a rangsorban a 4. helyen) és a működésben (6. helyen) is. A pénzügyi menedzsment szerepe, pontosabban az abban való segítségnyújtás felértékelődött. Míg 10 évvel ezelőtt az

alapok fele (56%) nyilatkozott úgy, hogy ebben is segítik a vállalkozókat, az elmúlt évek eredményei szerint több mint kétharmaduk (68%).

Szemben a „hagyományos” kockázati tőkékkel, a nem pénzbeli hozzájárulást külső szereplők bevonásával is nyújtja a filantróp kockázati tőkés, például önkéntesek közreműködésével, illetve pro bono alapon más szervezetekkel (*Mityushina et al.*, 2019).

5. A TÁRSADALMI HOZAM MÉRÉSE

Mivel ezeknél a befektetéseknél nyíltan kimondott a gazdasági haszon elvárása is, ezért határozottan eltér az adományoktól. A társadalmi hatásoknak nemcsak a mérésére, hanem magára a kifejezésre is több alternatíva található a szakirodalomban. Közel 300, a témával foglalkozó folyóirat alapján *Rawhouser et al.* (2019) azt találta, hogy a leggyakoribb a „társadalmi teljesítmény” használata (közel 40 cikk), sokszor megjelenik még a „társadalmi vagy környezeti hatás” (nagyjából 20 cikk) és a „társadalmi érték” az esetek kisebb részében fordult elő (10 cikk).

3. táblázat

A társadalmi hatások mérésének csoportosítása

	Több szektort érintő	Szektorspecifikus
Eredmény	Konkrét célok (pl. munkahelyi biztonság, dolgozók egészsége) Indirekt mértékek (pl. elégedettség) konkrét vállalati tevékenységből (pl. újrahasznosítás) becsülve Környezeti hatások adatbázisai	Egy vagy több társadalmi eredmény (pl. a nicaraguai kávéültetvényeknél a fair trade hatása)
Folyamat	Társadalmi indexek adatbázisai Rátingek hatása és befolyásoló tényezői A termék életciklus-elemzése környezeti hatásokat tekintve	Egyedi tevékenységek (pl. kórházak által nyújtott közjóságok, bankok közösségi hitelei)

Forrás: Rawhouser et al. (2019) alapján saját szerkesztés

A társadalmi teljesítmény, valamint a társadalmi hozam a kutatásokban többféle megközelítésben jelenik meg. Gyakori például egy adott ESG-minősítés alapján a befektetési alapok teljesítményének vizsgálata (*Naffa-Fain*, 2020) vagy a zöldkötvényindexek teljesítményének összehasonlítása más kötvényindexekkel. A kutatások többsége (*Rawhouser et al.*, 2019 alapján) többszektorosnak tekinthető, tehát különböző ágazatokat is összehasonlítanak, vagy a tevékenységre kon-

centráltnak, azaz arra, hogyan befolyásolja a teljesítményt, ha a környezeti rating változik. Szintén sokszor fordul elő a többszektoros kutatásoknál az eredmény-alapú elemzés. Feltevésük szerint valamilyen vállalati mutatóval (például a munkavállalók biztonsága vagy a termékek újrahasznosíthatósága) mérhető és hasonlítható össze a társadalmi érték. Amikre még kevesebb példát talált Rawhouser et al. (2019), azok a szektorspecifikus tevékenység elemzése. Ezen kutatásokra az a jellemző, hogy a társadalmi hatás szűkebb értelmezését használják, például egy adott vállalat gyárai mennyire vannak felszerelve kibocsátást szabályozó eszközökkel vagy milyen közjóságokat szolgáltat egy adott kórház. A kategóriák között (a kategóriákat összefoglalva lásd a 3. táblázatban) negyedikként szerepelnek a szektorspecifikus eredményre fókuszálók, például amelyek a társadalmi jólét növekedését modellezik.

A társadalmi vállalkozásoknál, illetve a filantróp befektetések célvállalatainál két típusú értékteremtés mérhető. Egyrészt a társadalmi érték (social value), például amikor javul a nehéz helyzetűek elérése az egészségügyi szolgáltatásokhoz, vagy javulnak a munkafeltételek. Másrészt a gazdasági érték (economic value), az előállított termék vagy a nyújtott szolgáltatás gazdasági értéke. Míg az előbbi mérés nagyon szubjektív, elsősorban belső értéket jelent, az utóbbi mérése könnyebb. Ezek keveréke pedig, a társadalmi-gazdasági érték (socio-economic value) a gazdasági értékből indul ki, de tartalmaz társadalmi elemeket. A csökkent állami kiadásokat vagy épp a magasabb adóbevételeket jelentheti, amely a társadalmi vállalkozások tevékenységének köszönhető (*Emerson-Cabaj, 2000*).

A társadalmi-gazdasági érték számszerű mérésének egyre jobban terjedő mérésszáma az SROI (Social Return on Investment). A pénzügyi profit mérése egyszerűnek tekinthető a társadalmi hozam mérése mellett. A bevételek és kiadások becslésével összeállítható egy projekt (vagy vállalat) várható pénzáramlása, és ennek alapján meghatározható a becsült értéke. A méréséhez használt összefüggés:

$$SROI = \frac{NPV(Benefits)}{NPV(Investments)}$$

Az SROI-t jellemzően arányban fejezik ki, például 3:1 azt jelenti, hogy minden egyes fonthoz, amit az adott befektetés megtermel, 3 fontnyi társadalmi/szociális hozam jár.

Az REDF (2001) által bevezetett SROI-mérés hagyományos költség-haszon elemzést jelent, és annak alapján a társadalmi érték becslését. A költség-haszon elemzéshez több fontos feltevésről és egyezményről kell határozni: milyen hosszú a projekt, pontosabban, milyen hosszú időszakra készül az SROI-analízis; mi a diszkontáláshoz használt hozam, illetve az inflációt hogyan kezeljük. Az egyik legfontosabb pedig az, hogyan definiáljuk a társadalmi értéket, például mi tekinthető társadalmi költségcsökkentésnek (*Ryan-Lyne, 2008*).

Az SROI mérésének módszertanát az REDF (2001) vezette be és az NEF (2004) tesztelte. Az SROI metodikájában az NEF (2004) kiemelte azt is, hogy több lépésből áll, amelybe beletartozik például az egyéb érdekeltek értéke (stakeholder value) vagy a hatások leképezése. Noha az SROI a költség-haszon elemzéshez hasonló, fontos különbség, hogy az ún. harmadik szektorra koncentrálnak, és minden egyes fázisban a stakeholder bevonása a cél abban, hogy mennyire értékelik a stakeholderek a szolgáltatást (*Millar–Hall, 2013*).

Az SROI mérésének 7 lépése a következő (*Nicholls et al., 2009:9*).

- érintettek bevonása,
- a változások megértése,
- a fontos tényezők értékének meghatározása,
- csak azokat értékelni, amelyek lényegesek,
- ne követeljenek túl sokat,
- legyenek transzparenssek, és végül
- igazolják az eredményeket.

Egyre erősebb elvárás a társadalmi vállalkozásoktól a társadalmi teljesítményük mérése, amelynek eszközét jelenti (illetve jelentheti) az SROI. Az SROI sokféle lehet, jelentheti a teljes vállalkozás eredményét, de vonatkozhat csak a szervezet egy részlegének folyamatára. Az időbeliség is változhat, mert lehet visszatekintő, aktuális eredményt vizsgáló vagy előrejelzéseken alapuló (*Dacin et al., 2010*).

Noha nagyobb a nyomás a társadalmi vállalkozásokon, hogy meghatározzák az SROI-t, illetve egyéb mérési eszközöket alkalmazzanak, számos gyakorlati eset mutatja, hogy ez sokszor nem valósul meg. Például amikor olyasmit kellene pénzügyi adatként megjeleníteni, mint az önbecsülés vagy a bizalom. De az is nehézséget okoz, hogy az SROI olyan dolgokat feltételez, amelyek a szervezet működésének nem részei vagy akár azzal összeegyeztethetetlenek. Például bizonylatokkal igazolt pénzügyi mutatókkal kell rendelkezniük. Ezek hiányában pedig sokkal kevésbé megbízható az SROI (*Ryan and Lyne, 2008*). A társadalmi vállalkozások, különösen a most induló, illetve a kisméretű vállalkozások számára a pénzügyi mérési eszközök alkalmazása nem előnyöket jelent, hanem még hátráltató is lehet. Hiszen költséges, mert időt és specializált tudást igényel.

7. ÖSSZEGZÉS

A „hagyományos”, azaz csak pénzügyi megtérülésre koncentráló befektetések mellett egyre nagyobb teret kapnak a társadalmi befektetések. Napjainkban már a legtöbb vállalattól elvárt, hogy felelősen, illetve fenntarthatóan működjön.

A befektetések között a kockázati tőkebefektetésekkel, azon belül is a filantróp kockázati tőkebefektetésekkel foglalkoztam. A hagyományos és a filantróp kockázati tőkebefektetések a befektetés folyamatában is különböznek. A befektetést megelőző folyamat egyik fontos eltérése, hogy a filantróp VC nagyobb hangsúlyt fektet a lehetséges együttműködés kidolgozására, valamint a csapat összetételére. A befektetések lezárásának időszaka is eltér, hiszen a hagyományos befektetők jellemzően gyors pénzügyi megtérülést várnak, a társadalmi és a környezeti hatások lassabban jelentkeznek, így a filantróp befektetők hosszabb időtávban gondolkodnak.

A magukat filantrópként hirdető befektetéseknél azonban jellemzően még a pénzügyi fókuszú befektetések vannak túlsúlyban – derült ki egy empirikus felmérésből. Egy 10 éves időszakot tekintve már tapasztalható eltérés a finanszírozási szerkezetben. Míg korábban a támogatások voltak túlsúlyban a társadalmi befektetéseknel, már a „hagyományos” finanszírozó eszközök (tőke és hitel jellegű források) is egyre nagyobb szerepet kapnak. Így nemcsak társadalmilag, hanem pénzügyileg is fenntartható befektetések szintén megjelentek.

HIVATKOZÁSOK

- BENEDIKTER, R. (2011): *Social Banking and Social Finance. Answers to the Economic Crisis*. New York: Springer, ISBN: 978-1-4419-7773-1.
- BAMMI, R. – VERMA, A. (2014): Venture Philanthropy: An Emerging Paradigm of Venture Capital. Vilakshan: *The XIMB Journal of Management*, 11(2), 127–140.
- CETINDAMAR, D. – OZKAZANC-PAN, B. (2017): Assessing mission drift at venture capital impact investors. *Business Ethics: A European Review*, 26(3), 257–270. <https://doi.org/10.1111/beer.12149>.
- COOPER, C. – GRAHAM, C. – HIMICK, D. (2016): Social impact bonds: The securitization of the homeless. *Accounting, Organizations and Society*, 55(C), 63–82. <https://doi.org/10.1016/j.aos.2016.10.003>.
- DACIN, P. A. – DACIN, M. T. – MATEAR, M. (2010): Social entrepreneurship: Why we don't need a new theory and how we move forward from here. *Academy of Management Perspectives*, 24(3), 37–57. <https://doi.org/10.5465/amp.24.3.37>.
- EMERSON, J. – CABAJ, M. (2000): Social return on investment. *Making Waves*, 11(2), 10–14.
- EVPA (2012): EVPA yearly survey 2010/2011 – European venture philanthropy and social investment. <https://evpa.eu.com/knowledge-centre/publications/evpa-yearly-survey-2010-2011-european-venture-philanthropy-and-social-investment>.

- EVPA (2018): Investing for Impact – The EVPA Survey 2017/2018. European Venture Philanthropy Association. <https://evpa.eu.com/knowledge-centre/publications/investing-for-impact-the-evpa-survey-2017-2018>.
- FRIED, V. H. – HISRICH, R. D. (1994): Toward a Model of Venture Capital Investment Decision Making. *Financial Management*, 23(3), 28–37. <https://doi.org/10.2307/3665619>.
- FUTÓ, P. – GOSZTONYI, M. – HASAN, M. (2016): Poverty, Social Capital, Microcredit, Entrepreneurship. In FALUDI, J. – SZÁNTÓ, Z. (szerk.): *Tradition, innovation and reform in local development*. Conference proceedings, Budapest: BCE, 131–156.
- GIIN (2020): 2020 Annual Impact Investor Survey. Global Impact Investing Network, June 11, 2020.
- GORDON, J. (2014): A stage model of venture philanthropy. *Venture Capital*, 16(2), 85–107. <https://doi.org/10.1080/13691066.2014.897014>.
- HÖCHSTÄDTER, A. K. – SCHECK, B. (2015): What's in a name: An analysis of impact investing understandings by academics and practitioners. *Journal of Business Ethics*, 132(2), 449–475. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2327-0>.
- HUTTON, R. B. – D'ANTONIO, L. – JOHNSEN, T. (1998): Socially responsible investing: Growing issues and new opportunities. *Business & Society*, 37(3), 281–305. <https://doi.org/10.1177/0200765039803700303>.
- JOHN, R. (2006): Venture philanthropy: The evolution of high engagement philanthropy in Europe. Skoll Centre For Social Entrepreneurship Working Paper, June.
- KERLIN, J. A. (2010): A comparative analysis of the global emergence of social enterprise. *Voluntas*, 21(2), 162–179. <https://doi.org/10.1007/s11266-010-9126-8>.
- LETTIS, CHRISTINE W. – WILLIAM RYAN – ALLEN GROSSMAN. (1997) Virtuous capital: What foundations can learn from venture capitalists. *Harvard Business Review*, 75, 36–50.
- LIANG, M. – MANSBERGER, B. – SPIELER, A. C. (2014): An Overview of Social Impact Bonds. *Journal of International Business and Law*, 13(2), 267–281.
- LOVAS, A. (2015): A kontraszelekcio veszélye és kezelése a kockázati tőkebefektetések folyamatában: A hazai befektetők tapasztalatai. *Gazdaság és Pénzügy* 2(2), 186–200.
- MILLAR, R. – HALL, K. (2013): Social return on investment (SROI) and performance measurement: The opportunities and barriers for social enterprises in health and social care. *Public Management Review*, 15(6), 923–941. <https://doi.org/10.1080/14719037.2012.698857>.
- MITYUSHINA, N. – HEHENBERGER, L. – ALEMANY, L. (2019): Value-Added in Non-Financial Support: How Evaluations of Venture Philanthropy Practice of Impact Measurement Affect Its Diffusion. Available at SSRN 3486568.
- MOORE, M. L. – WESTLEY, F. R. – NICHOLLS, A. (2012): The social finance and social innovation nexus. *Journal of Social Entrepreneurship* 3(2), 115–132. <https://doi.org/10.1080/19420676.2012.725824>
- MORDUCH, J. (1999): The microfinance promise. *Journal of Economic Literature*, 37(4), 1569–1614. <https://doi.org/10.1257/jel.37.4.1569>.
- NAFFA H. – FAIN, M. (2020): Performance measurement of ESG-themed megatrend investments in global equity markets using pure factor portfolios methodology. *PLOS ONE* 15(12), 34 p. <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0244225>.
- NEF (2004): Social return on investment: Valuing what matters. *New Economics Foundation*. <http://www.neweconomics.org/gen/> (accessed June 22, 2007).
- NICHOLLS, J. – LAWLOR, E. – NEITZERT, E. – GOODSPEED, T. (2012) *A guide to social return on investment*. UK: The SROI Network.

- PRADHAN, M. – RAWLINGS, L. – RIDDER, G. (1998): The Bolivian social investment fund: An analysis of baseline data for impact evaluation. *The World Bank Economic Review*, 12(3), 457–482. <https://doi.org/10.1093/wber/12.3.457>.
- RAWHOUSER, H. – CUMMINGS, M. – NEWBERT, S. L. (2019): Social impact measurement: Current approaches and future directions for social entrepreneurship research. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 43(1), 82–115. <https://doi.org/10.1177/1042258717727718>.
- REDF (2001): SROI Methodology Paper. San Francisco: The Roberts Enterprise Development Fund. <https://redfworkshop.org/wp-content/uploads/2017/06/SROI-Methodology-2001.pdf>. (accessed June 20, 2008).
- ROUNDY, P. – HOLZHAUER, H. – DAI, Y. (2017): Finance or philanthropy? Exploring the motivations and criteria of impact investors. *Social Responsibility Journal*, 13(3), 491–512. <https://doi.org/10.1108/SRJ-08-2016-0135>.
- RYAN, P. W. – LYNE, I. (2008): Social enterprise and the measurement of social value: methodological issues with the calculation and application of the social return on investment. *Education, Knowledge & Economy*, 2(3), 223–237. <https://doi.org/10.1080/17496890802426253>.
- SCARLATA, M. – WALSKE, J. – ZACHARAKIS, A. (2017): Ingredients matter: how the human capital of philanthropic and traditional venture capital differs. *Journal of Business Ethics*, 145(3), 623–635. <https://doi.org/10.1007/s10551-015-2901-0>.
- SCHOENMAKER, D. – SCHRAMADE, W. (2018): *Principles of Sustainable Finance*. Oxford: University Press.
- SPIESS-KNAFL, W. – ASCHARI-LINCOLN, J. (2015): Understanding mechanisms in the social investment market: what are venture philanthropy funds financing and how? *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(3), 103–120. <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1060187>.
- TRACEY, P. – PHILLIPS, N. (2007): The distinctive challenge of educating social entrepreneurs: A postscript and rejoinder to the special issue on entrepreneurship education. *Academy of Management Learning & Education*, 6(2), 264–271. <https://doi.org/10.5465/aml.2007.25223465>.
- UN (2015): *UN Sustainable Development Goals (UN SDGs) – Transforming our world: the 2030 Agenda for Sustainable Development*, United Nations, A /RES/70/1, New York.