


Karsai Judit



Az inkubátortól a tőzsdéig

A startupokat
finanszírozó intézmények
működése Kelet-Közép-Európában

Karsai Judit

Az inkubátortól a tőzsdéig

Karsai Judit

Az inkubátortól a tőzsdéig

A startupokat finanszírozó intézmények
működése Kelet-Közép-Európában

Közgazdaság- és Regionális Tudományi Kutatóközpont
Közgazdaságtudományi Intézet
Budapest, 2023



NEMZETI KUTATÁSI, FEJLESZTÉSI
ÉS INNOVÁCIÓS HIVATAL

A könyv a Nemzeti Kutatási, Fejlesztési és Innovációs
Hivatal – NKFIH támogatásával,
a K 128682. számú szerződés keretében valósult meg.

Lektorálta **Vince Péter**

© Karsai Judit, Budapest, 2023

Karsai Judit a KRTK Közgazdaságtudományi Intézet tudományos tanácsadója
(karsai.judit@krtk.hun-ren.hu)

Kiadja a KRTK Közgazdaságtudományi Intézet

A kiadásért felel: Fertő Imre főigazgató

Felelős szerkesztő: Patkós Anna

A tipográfia és fedélterv: Kempfner Zsófia

A nyomdai előkészítés: Pető Ildikó

A nyomdai kivitelezés: VAREG Hungary Kft.

Felelős vezető: Egyed Márton

ISBN 978-615-5754-51-7

Tartalom

Bevezetés	7
1. A startupokat finanszírozó piac átalakulása	10
2. Üzleti inkubátorok és akcelerátorok	20
Az üzleti inkubátorok és akcelerátorok tulajdonosai	24
Sikeres nemzetközi akcelerátorok	27
Y Combinator	27
Akcelerátorokról készült felmérések Európában	30
Az üzleti inkubátorok és akcelerátorok hatása az akcelerált cégekre	32
Üzleti inkubátorok és akcelerátorok elterjedése Kelet-Közép-Európában	38
Sikeres üzleti inkubátorok és akcelerátorok Kelet-Közép-Európában	42
Startup Wise Guys	42
Állami szerepvállalás az üzleti inkubátorok és akcelerátorok kelet-közép-európai piacán	53
Az Európai Unió közvetlen részvétele az inkubátorok és akcelerátorok finanszírozásában	59
3. Üzleti angyalok	62
Az üzletiangyal-piac intézményesülése	64
A kelet-közép-európai üzleti angyalok szerepe a startupok finanszírozásában	66
Az üzleti angyalok együttműködése Kelet-Közép-Európában	71
Üzleti angyalok kockázatitőke-alapokhoz társuló befektetései Kelet-Közép-Európában	77
Üzleti angyalok által létrehozott kockázatitőke-alapok Kelet-Közép-Európában	79
Az üzleti angyalok működését és befektetéseit szabályozó előírások az Európai Unió egyes országaiban	83
4. Startupstúdiók	88
A startupstúdiók működési modelljének sajátosságai	91
A startupstúdiók fajtái	94
Startupstúdiók Kelet-Közép-Európában	97

5. Közösségi finanszírozás	99
A közösségi finanszírozású kampányok sikerét meghatározó tényezők	103
A sajáttőke-alapú tömegfinanszírozási kampányok hatása a vállalkozásokra	105
A sajáttőke-alapú tömegfinanszírozás kapcsolata a startupokat finanszírozó más típusú intézményekkel	108
A tömegfinanszírozási platformok működésének szabályozása	111
Sajáttőke-alapú közösségi platformok működése Kelet-Közép-Európában	113
SeedBlink	114
Founderbeam	116
6. Kockázati tőke	120
A kockázattőke-ipar helyzete Kelet-Közép-Európában	127
Kormányzati részvétel a kockázattőke-piacon	135
Állami szerepvállalás a kelet-közép-európai kockázattőke-piacon	137
7. Új típusú intézmények kifejlődése az üzleti inkubációs piacon	140
Üzleti angyalok által indított technológiai befektetési platformok	140
Kockázattőke-alapok által indított üzleti angyal programok	143
Kockázattőke-alapok által létrehozott cégvadász hálózatok	144
Üzleti angyalokból lett egyszemélyes kockázattőke-alapkezelők	149
Üzleti angyalok mikroméretű kockázattőke-alapjai	151
A kockázattőke-befektető intézmények evolúciója	153
8. Nemzetközileg sikeres cégalapítók ismételt szerepvállalása az üzleti inkubációban	156
Sikeres vállalkozók „újrahasznosítása” Kelet-Közép-Európában	160
9. A startupok működési környezete – a gazdaságpolitika előtt álló feladatok	167
A startupok létrejöttét és hatékony működését elősegítő gazdaságpolitikai intézkedések	169
A részvényre átváltható hitel	171
Munkavállalói résztulajdonosi program	175
Startup- és vállalkozói vízum	180
Vízum digitális nomádok számára	182
10. Tanulságok	186
Hivatkozások	193

Bevezetés

A kelet-közép-európai kockázatitőke-piac sokéves tanulmányozása után arra keresem a választ, hogy e régió startupokban is megmutatkozó több évtizedes lemaradását hogyan lehetne a fiatal cégek jobb felkészítésével elősegíteni, tőkéhez jutásukat megkönnyíteni. A szakirodalom *startup* néven külön szakszót alkotott azon fiatal vállalkozásokra, amelyek exponenciális növekedéssel, átütő technológiai újdonságaikra alapozva feltehetően sikeresen képesek termékeiket, illetve szolgáltatásaikat piacra vinni, s ezzel tulajdonosaiknak jelentős hozamot termelni. Körükben a megszűnési ráta igen magas, emiatt a finanszírozásuk rendkívül kockázatos. A megszületéstől a piacra betörésig vezető út számukra nagyon nehéz, számos fejlődési szakaszon kell sikeresen túljutniuk, miközben a piaci siker elérése nagyon kérdéses. Ez a startupokat igen sérülékenyvé teszi, mivel kockázatos voltuk ellenére gyors fejlődésükhöz olyan jelentős összegű forrást igényelnek, amelynek előteremtésére fejlődésük kezdeti szakaszában önerőből még nem képesek. Az ilyen cégek finanszírozása a befektetők számára különösen kockázatos, miközben rendkívül magas nyereséggel kecsegtet. A szakpolitika világszerte kiemelt figyelmet fordít e cégek fejlődésének elősegítésére, mivel e vállalkozások gazdaságfejlesztő hatása egyaránt érvényesül átütő piaci sikereikben, a GDP-hez történő hozzájárulásukban, új munkahelyek létrehozásában, a helyi gazdaság fejlődésének előmozdításában.

A könyv a startupokat világszerte segítő és finanszírozó intézmények működését tekinti át a kezdetektől a sikerekig, az inkubátorszervezettől a tőzsdéig. Ezen belül külön is vizsgálja a kelet-közép-európai régió helyzetét, hangsúlyt helyezve arra is, hogy e régió fejlődése milyen mértékben követi a nemzetközi tendenciákat. Így bemutatja az üzleti inkubátorok, akcelerátorok, üzleti angyalok, startupstúdiók, sajáttő-

ke-alapú közösségi finanszírozási (*crowdfunding*) platformok, valamint kockázatitőke-alapok nemzetközileg jellemző működését, majd ennek a kelet-közép-európai régióban tapasztalható jellegzetességeit. Nagyszámú konkrét példa és statisztikai adat alapján az elemzés elsősorban arra keresi a választ, hogy az említett intézmények a régióban képesek-e érdemi segítséget nyújtani az itt megszülető ígéretes technológiaalapú induló vállalkozások megerősödéséhez, nemzetközi sikereihez. Az üzleti inkubációs piac működését segítő intézmények csökkenthetik-e a régióból induló cégek azon tudásbeli és finanszírozási hátrányát, amely a volt szocialista országokban a piacgazdaság megkésztet kiépüléséből, a vállalkozási tudás generációs átadásának nehézségeiből s a kockázatitőke-ágazat fejletlenségéből adódik.

A kérdés megválaszolásához a könyv bemutatja az induló és korai szakaszban tartó vállalkozások finanszírozásának Európában érvényesülő tendenciáit. Ezen belül elsősorban arra összpontosít, hogy az üzleti inkubációs szakaszban elérhető értékteremtő szolgáltatások és tőkeellátást végző intézmények tevékenysége összekapcsolódik-e, s hogy a különböző szereplők tevékenysége hogyan hat egymásra. Tekintettel a régió lemaradására, a könyv minden egyes intézménytípus esetében részletesen bemutatja, hogy melyek lehetnek a kormányzati szerepvállalás fő területei és módszerei. Ennek során kitér arra, hogy a kelet-közép-európai régióban a szakpolitika ezek közül milyen eszközöket és mennyire eredményesen használt az üzleti inkubáció és a korai fázist finanszírozó tőkepiac kiépítésének és megerősítésének időszakában, legyen szó akár a piac tőkével történő ellátásáról, akár a működést szabályozó keretrendszeréről.

Az elemzés már csak terjedelmi okokból sem teljes körű. Csak a téma leginkább szembeűnő tendenciáit vizsgálja, miközben számos fontos – az üzleti inkubációhoz és a kockázati tőkéhez kevésbé szorosan kötődő – terület kényszerűen kimarad a látóteréből. Így például a könyv nem foglalkozik a vállalkozókat felkészítő felsőoktatással kapcsolatos kérdésekkel, nem tér ki a cégek fejlődését hitelekkel előmozdító bankok szerepvállalására, a tőzsdére lépést közvetlenül előkészítő intézmények működésére. Ugyancsak nagyon érintőlegesen foglalkozik az általános gazdaságpolitikai megfontolások mély elemzést igénylő hatásával.

A könyv két szempontból is rendhagyó módon tárgyalja az üzleti inkubáció kérdését. Egyrészt nem a hagyományosan inkubátornak tar-

tott szervezetek tevékenységét mutatja be, hanem az összes olyan intézmény jellemzőit és képviselőit, amelyek a gyakorlatban hozzájárulnak az innovatív, gyorsan fejlődni képes fiatal cégek befektetéséretté tételéhez és piacra viteléhez. Másrészt a könyv arra is elsőként vállalkozik, hogy bemutassa, hogyan működnek a kelet-közép-európai régióban az üzleti inkubációs piac szélesen értelmezett szereplői.¹ E kötet a régióban megfigyelt tendenciák és új jelenségek bemutatásával nemcsak a piaci szereplők tájékozottságát kívánja gazdagítani, hanem szeretne hozzájárulni a szakpolitikát alakító döntéshozók tevékenységének jobb megalapozásához is, egyidejűleg nyújtva ismereteket a piaci szereplői, a gazdaság döntéshozói és a tudományos szféra képviselői számára.

¹ Egy, még 2007-ben megjelent tanulmánykötet hasonló szemléletben vizsgálta Magyarországon a technológiaalapú kisvállalkozások forrásbevonásra történő felkészítését (*Makra* [2007]).

1.

A startupokat finanszírozó piac átalakulása

Egy újonnan létrejövő, gyors növekedést megcélzó vállalkozás tőkefinanszírozásakor az alapítók többféle lehetőség közül válogathatnak. A különböző megoldások eltérő előnyöket kínálnak a vállalkozás egymást követő fejlődési szakaszaiban. A kockázatos fiatal vállalkozások fő finanszírozási forrásának hagyományosan világszerte a kockázati tőkét tartják. Valójában azonban sokféle más megoldás is rendelkezésre áll. Ezek lehetővé teszik a fiatal cégek számára, hogy hosszabb idejük maradjon a felkészülésre, a fejlődésre, mielőtt érettebb céggként a kockázati tőkésekhez fordulnának. E tendenciát jelzi, hogy a kockázati tőkésektől első ízben befektetésben részesülő vállalkozások életkora 2014 és 2019 között érzékelhetően, 2 évről 2,9 évre nőtt. Ebben jelentős szerepet játszottak a klasszikus kockázatitőke-befektetőket megelőző, ritkább esetben őket kiváltó *nem hagyományos* finanszírozási megoldások.

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–Mason* [2016], *OECD* [2017], *Bellavitis és szerzőtársai* [2017]). A finanszírozás olyan, nem hagyományos szereplői jelentek meg, mint az üzleti inkubátorok és akcelerátorok, a közösségi finanszírozást lehetővé tevő közösségi finanszírozási platformok, az üzleti angyalok által létrehozott hálózatok, csoportok és üzletiangyal-alapok, valamint az egyetemekhez, a nagyvállalatokhoz és a kormányzati intézményekhez kötődő magvető tőkealapok (*Mitchell* [2010], *Hoffman–Radojevich-Kelley* [2012], *Capizzi–Carluccio* [2016]). Ezeknek a viszonylag új tőkepiaci résztvevőknek a belépésével párhuzamosan alkalmanként 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 kockázatitőke-alapok befektetéseikhez kívülről társulva immár magántőkealapok, kivásárlási alapok, fedezeti alapok, szuverén állami alapok, biztosítók, nyugdíjalapok, alapítványok és családi vagyonkezelők is bekapcsolódtak a korai fázisú cégek tőkefinanszírozásába (*Chernenko és szerzőtársai* [2017]). Így a korai fázisú vállalkozások finanszírozásában korábban domináns pozíciót betöltő klasszikus kockázatitőke-alapokra egyszerre két oldalról nehezedett nyomás. A kis összegű befektetésekre vállalkozó új típusú finanszírozók, valamint a nagyobb összegű tőkét alkalmanként befektetni kész intézményi befektetők megjelenése egyaránt élesedő versenyhelyzetet teremtett a számukra (*Bonini–Capizzi* [2019]).

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 az ügyletek adatai gyakran csak marketingcéllal kerülnek nyilvánosságra, 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, s amely számolna a tőkét nyújtó személyek és intézmények befektetési együttműködésével, azaz nyomon követné a különböző intézmények befektetéseinek egymáshoz kapcsolódását és időben történő egymásra épülését.

A kevés kivétel közé sorolható a Dealroom adatszolgáltató,² amely az európai startupok finanszírozását nyomon követve kimutatta, hogy az európai startupokat finanszírozó intézmények által befektetett kocká-

² https://dealroom.co/about/?_ga=2.260806029.1893300851.1585223556-371234768.1580885289.

zati tőke volumenén belül 2013 és 2018 között a klasszikus kockázati tőkealapok részaránya 75 százalékról 56 százalékra esett vissza.

A befektetők körének kibővülését jelzi a Dealroom adatszolgáltató cég európai technológiai vállalkozások finanszírozásában részt vevő intézményekre vonatkozó felmérése (Dealroom [2022b]). A 2014 és 2021 közötti évekre vonatkozó felmérés, amely a legalább évi egy befektetéssel rendelkező intézmények típusainak előfordulását vizsgálta az egyes években, azt jelzi, hogy a befektetők köre ebben az időszakban jelentősen bővült. Miközben a hagyományos kockázati tőkét alapokon keresztül befektető szervezetek aránya fokozatosan, 66 százalékról 51 százalékra szorult vissza, addig elsősorban a nagyvállalati befektetők számaránya 19 százalékról 30 százalékra emelkedett. A kockázati tőke-befektetéssel nem fő tevékenységként foglalkozó befektető szervezetek – például kivásárlásokat finanszírozó intézmények – aránya eközben alig változott, 13 százalékról mindössze 15 százalékra nőtt. Az úgynevezett egyéb befektetők – akceleratorok vagy üzleti angyalok – szerepe végig 3 százalék körül mozgott (1.1. táblázat).

1.1. táblázat

Befektetőintézmények befektetési értékének aránya Európában, 2014–2021 (százalék)

Év	Kockázati tőke-befektetők	Nem kockázati tőke-befektetők	Nagyvállalatok	Egyéb befektetői csoportok
2014	65,5	13,1	18,6	2,8
2015	62,6	13,0	21,8	2,6
2016	60,4	13,0	24,0	2,6
2017	60,0	12,3	24,1	3,6
2018	59,5	11,7	24,9	3,9
2019	58,2	12,1	26,4	3,3
2020	52,8	15,2	28,0	4,0
2021	51,1	15,2	30,4	3,3

Forrás: Dealroom: [2022a] 14. o.

A CBIInsights adatszolgáltató cég 2015 óta minden negyedévben összesítést készít a kockázati tőkeként világszerte befektetett összeg intézmények szerinti összetételéről. A felmérés a startupokhoz érkező tőkét a következő befektetőtől veszi számba: inkubátorok/akceleratorok, üzleti angyalok, nagyvállalati kockázati tőke-alapok, különböző vagyonkezelők, kockázati tőkét nem saját alapokon keresztül befektető vállalatok

és magántőkealapok. (A sajáttőke-alapú közösségi finanszírozási platformok befektetései feltehetően az úgynevezett egyéb befektetések között szerepelnek.) A vizsgált időszakban (2015 és 2022 között) a befektetések volumene közel a négyszeresére emelkedett. Az időszak során mindvégig a klasszikus kockázatitőke-alapok fektették be a tőke legnagyobb hányadát, részarányuk azonban a 2015-ben mért 34-36 százalékról 30 százalékra esett vissza. Eközben nem változott lényegesen sem az inkubátoroktól és akcelerátoroktól érkező tőke 7 százalék körüli, sem pedig az üzleti angyalok 10-11 százalékos részaránya. Egyaránt emelkedett viszont a nagyvállalatok által létrehozott kockázatitőke-alapoktól érkező befektetések 6-7 százalékos súlya 8 százalékra, valamint nőtt a nem alapszerűen működő vállalati kockázatitőke-befektetések aránya (7 százalékról 10 százalékra). Jelentősen erősödött a vizsgált időszakban a különböző vagyonkezelők szerepe is, amelyek csak 2018-tól kapcsolódtak be a kockázatitőke-befektetések piacába. E szervezetek súlya a 2018-ban mért 5 százalékról 2022-re 9-10 százalékra emelkedett. A magántőkealapok klasszikus kockázati tőkeként nyújtott befektetéseinek aránya ugyancsak emelkedett kissé (5-6 százalékról 7 százalékra). Az úgynevezett egyéb szervezetektől érkező tőke aránya viszont a kezdeti 25 százalékról 17–20 százalékra esett vissza (*CBInsights* [2022] 27. o., *CBInsights* [2023] 16. o.) Lásd az 1.2. táblázatot.

1.2. táblázat

A világ összes országában kockázati tőkét befektető intézmények befektetési értékének negyedévenkénti megoszlása, 2015, 2022 (százalék)

A befektető típusa	2015				2022			
	1. né.	2. né.	3. né.	4. né.	1. né.	2. né.	3. né.	4. né.
Inkubátor/akcelerátor	9	8	9	7	7	–	7	5
Üzleti angyal	10	9	9	10	11	11	11	12
Nagyvállalati kockázatitőke-alap	6	6	7	7	8	8	8	8
Vállalat	7	7	7	7	10	11	10	10
Vagyonkezelő	–	–	–	–	10	10	9	9
Egyéb	24	25	23	25	17	18	20	20
Kockázatitőke-alap	36	35	35	34	30	30	29	30
Nem ismert	8	10	10	10	7	12	6	6

Forrás: CBInsights [2022] 27. o., *CBInsights* [2023]: 16. o.

A kockázatitőke-befektetések szerkezetének kis léptékű, de érzékelhető irányú változását jelzi az is, 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 2013-ban még csupán 1,4 százalékot, míg 2018-ban már 2,6 százalékot képviseltek. A tőkebefektetéseken belül 2018-ban, az előző évhez képest, kifejezetten a *nem hagyományos kockázati tőkebefektetések súlya nőtt meg*: míg ugyanis a hagyományos, azaz a klasszikus kockázatitőke-alapok tőkéje 12 százalékkal emelkedett, addig a sajáttőke-alapú közösségi finanszírozási platformok 24 százalékos, az üzletiangyal-finanszírozók 3 százalékos, míg a növekedési tőkét nyújtó magántőkealapok tőkéjének 8 százalékos emelkedése volt megfigyelhető (*Hansford [2019] 9. és 41. o.*)

Más összetételben és eltérő konklúzióval, de ugyancsak a kockázati tőkét befektető intézmények közötti változó arányokról tanúskodik az *AFME [2022]* kiadvány. Ez az összesítés az üzleti angyalok és a sajáttőke-alapú közösségi finanszírozást lehetővé tevő platformok befektetési volumenét hasonlítja össze a klasszikus kockázatitőke-alapok és a növekedésitőke-alapok befektetéseivel. Tehát nem veszi számításba az üzleti akceleratoroktól a startupokhoz érkező tőkét, nem választja külön a hagyományos és a nagyvállalati kockázatitőke-alapok befektetéseit, ugyanakkor számba veszi azokat a növekedési tőkét nyújtó nagyméretű kockázatitőke-alapoktól érkező befektetéseket, amelyek egyedileg nagy befektetési összegekkel érett fázisban tartó startupokat finanszíroznak. Az üzleti angyalok részaránya ezen összesítésben a Dealroom által mért 6-7 százalékkal szemben a kezdeti 25 százalékról közel 20 százalékra esett vissza. A kétféle adat módszertani okok miatt tér el egymástól. Míg a Dealroom adatai az egyedileg számba vett ügyletek befektetési értékeit összesítik, addig az AFME adatai csupán az üzleti angyalok nemzeti szövetségeihez tartozó, azaz ily módon „látható” üzleti angyalok befektetési alapján készít becslést az összes üzletiangyalbefektetésre. Az adatok azt is jelzik, hogy a sajáttőke-alapú közösségi finanszírozás elenyésző nagyságrendet képvisel a startup-finanszírozás teljes volumenén belül (*1.3. táblázat*).

1.3. táblázat

Az európai kockázati tőke-befektetések évenkénti alakulása és megoszlása a befektető típusa szerint, az üzleti angyalok befektetéseinek becslött értéke alapján, 2013–2021 (milliárd euró, százalék)

Év	Összes kockázati tőkebefektetés		Klasszikus és növekedési kockázati tőke-alapok		Üzleti angyalok		Sajáttőke-alapú közösségi finanszírozás	
	milliárd euró	százalék	milliárd euró	százalék	milliárd euró	százalék	milliárd euró	százalék
2013	10,8	100	8,1	75,0	2,7	25,0	0,0	0
2014	13,4	100	10,3	76,8	3,1	23,2	0,0	0
2015	15,4	100	11,8	76,6	3,5	22,8	0,1	0,6
2016	16,5	100	12,3	74,5	4,1	24,8	0,1	0,7
2017	17,0	100	12,7	74,7	4,2	24,7	0,1	0,6
2018	20,5	100	15,9	77,5	4,4	21,5	0,2	1,0
2019	24,7	100	19,9	80,6	4,7	19,0	0,1	0,4
2020	23,4	100	18,7	79,9	4,5	19,2	0,1	0,4
2021	47,0	100	37,6	80,0	9,1	19,4	0,3	0,6

Forrás: AFME [2022] 23–24. o. alapján.

A tőkebefektetésben részesülő startupok³ oldaláról vizsgálva a sokféle finanszírozási megoldást nyújtó intézmény igénybevételi gyakoriságát kitűnik, hogy – az EU Startup Monitor 2018-ban végzett felmérése szerint (Steigertahl–Mauer [2018]) 32. o.) – a startupok a finanszírozásukra szolgáló tőke zömét *nem kívülről* kapják, hanem az alapítók saját megtakarításaiból 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 befektetései révén kapható tőke (29 százalék). Ennél csak alig kisebb arányban jelölték meg (26 százalék) az alapszerűen működő kockázati tőkebefektetőktől érkező tőkét. 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,

³ EU Startup Monitor felmérése 2018 tavaszán 18 EU-tagország, valamint Izrael, Svájc és Törökország területén készült, s a startupok közé azokat a növekedési ambíciókkal rendelkező innovatív cégeket sorolta, amelyek iparágtól függetlenül 5–10 évesek voltak (Steigertahl–Mauer [2018]).

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.

Az *Atomico* [2022a] *State of European Tech 22* című felmérése szerint – amely kizárólag a *külső* források igénybevételét vizsgálta a válaszadásra felkért vállalkozók körében – a vállalkozók közül (a válaszolók több forrást is megjelölhettek) 2021-ben Európában a legtöbben (44 százalék) üzleti angyaloktól vontak be tőkét, míg a második legnépesebb válaszadói kört (37 százalék) a kockázatitőke-alapoktól tőkéhez jutó vállalkozók alkották (1.4. táblázat). A válaszadók harmadik legnagyobb csoportja (29 százalék) a kormányzati forrásokat jelölte meg, míg a negyedik helyen (22 százalék) a családjuktól és barátaiktól tőkét kapó vállalkozók álltak. Az akcelerátorok és inkubátorok közvetítésével kapott tőke a válaszadók 17 százalékánál szerepelt külső forrásként, míg a gazdag magánszemélyek a válaszadók 14 százalékának nyújtottak befektetést. Hitelként és családi vagyongazdálkodóktól a válaszadók 9-9 százaléka jutott tőkéhez, míg nagyvállalatok a válaszadók 4 százaléka esetében járult hozzá a külső forrásokból megszerzett tőkéhez. Végül ugyancsak a válaszadók 4 százaléka vett igénybe tőkegyűjtésekor közösségi finanszírozási platformokat (*Atomico* [2022a] 360. o.).

1.4. táblázat

Az európai vállalkozások által 2021-ben igénybe vett külső forrásokat nyújtó intézmények aránya a válaszadók százalékában (százalék)

Külső források	Az adott forrásból 2021-ben befektetésben részesülő válaszadók százaléka*
Üzleti angyalok	44
Kockázatitőke-alapok	37
Kormányzati források	29
Barátok és család	22
Akcelerátorok és inkubátorok	17
Gazdag magánszemélyek	14
Hitelnyújtók	9
Családi vagyongazdálkodók	9
Nagyvállalatok	4
Közösségi finanszírozás	4

* Több válasz is lehetséges volt.

Forrás: *Atomico* [2022a] 360. o.

Ezek az arányok különös jelentőségre tesznek szert annak ismeretében, hogy a vállalkozók mely tőkebefektetőket tartják az innovációt legerőteljesebben előmozdítóknak. A Techstars kockázati tőke-alap, mely az előmagvető fejlődési fázisban tartó cégeknek a világon jelenleg a legtöbb tőkét nyújtja, 2023-ban készített egy felmérést (2023 State of Innovation Survey címmel) a különböző finanszírozó intézmények innovációt előmozdító szerepéről (Djurickovic [2023]). Ebben a felmérésben a válaszadásra Kelet-, illetve Nyugat-Európában külön-külön felkért vállalkozók az egyes tőkebefektető intézménytípusokat aszerint osztályozták, hogy azok szerintük a megelőző öt évben mennyire erőteljes hatást gyakoroltak az innovációra. A válaszokból az derült ki, hogy a vállalkozók Európa keleti és nyugati felében egyaránt a kockázati tőke-befektetőket és az üzleti angyalokat jelölték meg első helyen, bár Nyugat-Európában e szervezetek alacsonyabb hányadban fordultak elő a válaszokban. A válaszadók tehát éppen azt a két befektetési intézményt emelték ki, amely a legnagyobb gyakorisággal szerepel a startupot építő vállalkozók külső finanszírozójaként. Második helyen viszont nem befektető intézmény, hanem a közösségi támogatók és a startupok egymáshoz képesti távolsága szerepelt, a harmadik legfontosabb innovációs ösztönzőt az akcelátorprogramok képviselték, míg negyedik helyen a kormányzattól érkező támogatás állt. A nagyvállalatok, valamint az egyetemek innovációt előmozdító funkciója zárta a válaszok sorát (1.5. táblázat).

1.5. táblázat

A 2023 előtti öt év során az innovációt előmozdító intézmények erőssorrendje Kelet- és Nyugat-Európában, az adott intézményt megjelölő vállalkozók számaránya alapján (százalék)

Innovációt előmozdító intézmények	Adott intézményt megjelölő válaszadók százaléka	
	Kelet-Európa	Nyugat-Európa
Kockázati tőke-alapok és üzleti angyalok	27	24
Közösség és társstartupok közelsége	26	22
Akcelátorprogramok	18	15
Kormányzat	10	13
Nagyvállalatok	10	11
Egyetemek	8	10
Egyéb	2	6

Forrás: State of Innovation Survey (Djurickovic [2023]).

Egy, még 2019-ben készült európai felmérés szerint – a frissen céget alapítók számára – a 2–3. leggyakrabban igénybe vett finanszírozási csatornát az *üzleti angyalok* nyújtják (Atomico [2019]). Ez a kitüntetett szerep Kelet-Közép-Európára is igaz, ahol – e felmérés tanúsága szerint – lényegében *minden negyedik* cégalapításban szerepet játszanak az üzleti angyalok (1.6. táblázat). Ugyanakkor a felmérés eredményeiből az is kitér, hogy Európán belül a cégalapítást a régióbeli vállalkozók saját megtakarításai képesek a legkevésbé finanszírozni, bár a saját megtakarítások súlya a cégalapításkor igénybe vett finanszírozási csatornák gyakoriságát tekintve a kelet-közép-európai régióban is majdnem eléri a 60 százalékot. E térségben – nyugati társaikhoz képest – a startupok körében relatíve magasabb a családi és a barátoktól érkező tőke igénybevételenek az aránya: az újonnan alapított cégek több mint harmadában segítette elő a cégek finanszírozását. A régióban ugyancsak feltűnően magas az akcelerátoroktól érkező tőke aránya – ez az üzletiangel-befektetések mellett az induló cégek számára nemcsak mentorálást, de gyakran kisebb összegű induló tőkét is biztosít.

A felmérés adatai végső soron tehát azt jelzik, hogy a cégalapítók a kelet-közép-európai régióban cégeik indításakor nyugati társaikhoz képest sokkal *kevésbé tudnak saját megtakarításaikra* támaszkodni, s ezért inkább szorulnak családjuk és barátaik segítségére. Az üzleti angyalok igénybevételenek gyakorisága Európa egyes országaiban a piac hagyományaitól függően is eltér, ugyanakkor a viszonylag kis számú és kevesebb tapasztalattal rendelkező régióbeli *üzletiangel-piac a gyakorlatban jelentős szerepet játszik* az új cégek létrehozásában. A kelet-közép-európai angyalok tapasztalatainak hiányát, a tőkén kívül tőlük remélt egyéb segítséget, úgy tűnik, az alapítók viszonylag nagy arányban egészítik ki az akcelerátorokban megszerezhető mentorálás igénybevételeivel.

1.6. táblázat

Az alapítók által a cégalapításhoz igénybe vett finanszírozási források megoszlása Európában a startupok földrajzi elhelyezkedése szerint, 2019 (százalék)

Igénybe vett finanszírozási mód	Kelet-Közép-Európa	Németország, Svájc, Ausztria	Egyesült Királyság, Írország	Franciaország, Belgium, Hollandia, Luxemburg	Svédország, Dánia, Finnország	Olaszország, Spanyolország, Portugália, Görögország	Egyéb
Saját megtakarítás	58	65	65	68	62	72	50
Család és barátok	36	21	27	28	22	37	30
Üzleti angyalok	26	25	30	23	29	28	20
Állami támogatás	17	24	11	14	33	15	15
Személyi kölcsön	16	13	14	12	16	8	35
Akcelerátor	17	14	13	8	7	12	25
Kockázati tőke	13	14	15	12	12	13	15
Inkubátor	7	12	11	9	4	6	10
Bankhitel	7	5	2	4	14	5	5
Nagyvállalati támogatás	2	3	4	7	7	3	5
Közösségi finanszírozás	2	5	4	3	3	n. a.	n. a.

Megjegyzés: a válaszadók százaléka, több válasz is lehetséges. A 2019-ben végzett felmérésben 1200 európai cégalapító vett részt, akiknek fele első ízben kezdett vállalkozásba.
Forrás: Atomico [2019] 137. o. alapján.

2.

Üzleti inkubátorok és akcelerátorok

Az üzleti inkubátorok és akcelerátorok olyan szervezetek, amelyek meghatározott időre és célra kiválasztott csoportok számára mentorálási és képzési részekből álló programokat hirdetnek meg. A programok rendszerint nyilvános bemutatkozási eseménnyel érnek véget (*Cohen–Hochberg* [2014]). Ezek a szervezetek jelentősen különböznek a már korábban is széles körben elterjedt *hagyományos inkubátoroktól*. A hagyományos inkubátorok ugyanis elsősorban olyan ingatlanvállalkozások, amelyek csökkentett bérleti díjjal kínálnak startupok részére közösségi munkahelyeket (*co-working*). Nem szólnak meghatározott időre, hanem a startupcsoportok folyamatos be- és kilépése mellett a résztvevők sokkal tovább tartózkodnak a hagyományos inkubátorokban, mint az üzleti inkubátorokban vagy az akcelerátorprogramokban (1–4 évig, szemben az utóbbiak 3-4 hónapos időtartamával). A legtöbb hagyományos inkubátor díjazás ellenében nyújt szakmai szolgáltatást, ugyanakkor nem kínál befektetést, oktatási és mentorálási szolgáltatása *ad hoc* módon történik. Az ilyen inkubátorok elsődleges feladata az, hogy menedéket nyújtsanak a még sebezhető, újonnan létrejövő cégeknek, míg az üzleti inkubátorok és akcelerátorok arra kényszerítik a startupokat, hogy gyorsan nézzenek szembe a realitásokkal, és állapítsák meg, hogy cégük életképes-e (*Cohen–Hochberg* [2014], *Lovas–Riz* [2016]).

A gyakorlatban az üzletiinkubátor- és akcelerátorprogramok a korábban egymástól elkülönült *szolgáltatások és funkciók kombinációiként* jöttek létre, amelyek egyedileg történő megtalálása és igénybevétele viszonylag költséges az induló vállalkozók és a születőben levő cégek számára. Így például a cégek az akcelerátorokban egyidejűleg vehették igénybe a hozzáadott értéket teremtő mentorálást és tanácsadást, más startupokkal együtt használhatták ki a közösségi munkahelyek (*co-*

working/co-location) nyújtotta lehetőségeket, kaphattak segítséget hálózatuk kiépítéséhez, egyszerre sokféle befektető előtt mutatkozhattak be, s szerezhettek indulásukhoz magvető befektetést. Ezen szolgáltatások egyidejű biztosítása jelentősen csökkentette a vállalkozók számára a keresési és igénybevételi költségeket.

A digitalizáció előretörésével elsősorban a kísérletezés költségeinek elmúlt évtizedbeli jelentős csökkenése mozdította elő az üzleti inkubátorok és akcelerátorok megjelenését (*Ewans és szerzőtársai* [2018]). A kísérletezési költségek csökkenésével az induló cégek fejlődésének magvető szakaszbeli tőkeigénye jelentősen visszaesett, ami lehetővé tette az üzleti inkubátorok és akcelerátorok számára, hogy alacsony összegű magvető befektetés mellett, esetleg akár finanszírozás nélkül is értékes támogatást nyújtsanak a programjaikba beválogatott cégek számára.

Az üzleti inkubátorok és akcelerátorok működése *lineáris folyamatot* követ, ami a startupok kiválasztásával kezdődik, oktatási programmal és mentorálással folytatódik, s a kockázati tőkéseknek történő bemutatkozó nappal éri el csúcspontját. Az üzleti inkubátorok és akcelerátorok számára a folyamat *válogatási* lehetőséget nyújt a startupok előrehaladásának szoros monitorozásával és a startupok értékének és potenciáljának megméréssel. Ilyen értelemben, ha a kockázati tőkések mint tulajdonosok finanszírozzák e szervezeteket, az számukra is a döntéshozatali folyamat megkönnyítését szolgálják.

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

A startupok számára szóló, időben meghatározott ideig tartó, konkrét tanterven alapuló oktatóprogramokat az üzleti inkubátorok és ak-

celerátorok olyan speciális tudás nyújtására alakították ki, amelyre egy újonnan alapított cég menedzseléséhez és működtetéséhez van szükség, s amely – a technológiát és a terméket érintő kérdéseken túlmenően – kiterjed többek között a könyvelésre, a munkaerő-felvételre, a szellemi tulajdonlás jogi aspektusaira vagy a csoportmunka hatékonyságára, illetve a fogyasztói viselkedés megismerésére.

Az üzleti inkubátorok és akcelerátorok által kínált másik, átmeneti időre szóló feladatkör a *mentorálás*, valamint növekedést támogató befektetőkkel és más szakmai közösségekkel – például könyvelőcégekkel vagy tapasztalt vállalatokkal – történő összeismertetés. Egy akcelerátorprogramban a részvétel arra a bizalomra épül, hogy az akcelerátor meghatározott idő alatt olyan valódi képzést és ismereteket nyújt, amelyek az adott vállalkozás szükségleteihez és technológiájához kötődik. A részvételre kiválasztott startupok elfogadják az akcelerátorok menedzsmentjének irányítását és követelményeit.

Azon technológiai megoldások és tanulságok, amelyek az üzleti inkubátorok és akcelerátorok tevékenysége révén a gyorsan sikeressé váló startupoknál felgyűlnek, rendszerint az akcelerátorokban részt vevő *csoportok között is szétterjednek*, s épp a tudás ilyen módon történő elérhetővé tétele teszi az akcelerátorokat az új cégek növekedését hatékonyan előmozdító szervezetekké. Az akcelerátorok tehát a felgyűlő tapasztalataik és tudásuk nyomán egyre hatékonyabban tudnak működni (*Drori–Wright [2018]*).

Az üzleti inkubátorok és akcelerátorok a startupok közötti *együttműködést* magát is értéknek tekintik. Sok akcelerátorprogram kifejezetten épít erre az együttműködésre, a csoportokba beválogatott vállalkozók egymás általi elismerésére és egymás iránti kíváncsiságára, az egymás dilemmáinak megismerésére, illetve barátságára. Az akcelerátorok tehát explicit és implicit módon egyaránt bátorítják az együttműködést. Az akcelerátorok által patronált csapatok gyakran közös munkaterületet használnak, speciális üléseken együtt vesznek részt, s adnak egymásnak tanácsokat a technológiától kezdve a marketingkérdésekig. Az együttműködés, a problémák összehasonlítása és megosztása, a dilemmák és kudarcok megbeszélése révén az akcelerátorok nemcsak az adott programnak nyújtanak támogató környezetet, hanem személyre szóló egyedi segítséget is biztosítanak azok számára, akik hasonló folyamaton mennek keresztül.

Az akcelerátorprogramok résztvevői igen heterogén csoportot alkotnak; többek között *életciklusuk* szerint (egyres startupoknak még csak egy ötletük van, míg másoknak már vevők is vannak), *termékük kiérleltsége* szerint (koncepció, demo, próbaverzió), *földrajzi hatókörük* szerint (városi, regionális, országos, nemzetközi) vagy *befektetettségi állapotuk* szerint (előmagvető, magvető, A finanszírozási forduló).⁴ Az egyes programokba kiválasztott startupok lehetnek hasonlóak, azaz tartozhatnak ugyanazon ágazatba (horizontálisan vagy vertikálisan), de mind szerepüket, mind pedig specializációjukat tekintve lehetnek nagyon eltérők is. 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, de fejlesztően hatnak a vállalkozókat körülvevő *környezet egészére* is. Az akcelerátorok így fontos társadalmi és gazdasági szerepet is betöltenek egy olyan szervezeti formaként, amely nemcsak beazonosítja az innováció megvalósításának új lehetőségeit, hanem elő is segíti ezek szétáramlását a vállalkozások környezetében. Ilyen értelemben *brókerként* működnek, összekötve a startupokat a környezetükkel. E bróker-tevékenységnek két fontos vonása is van. Belső vonása magával a szűken vett – a szakértelmet és a mentorálást nyújtó – akcelerátorprogrammal kapcsolatos. A külső vonás pedig az akcelerátorok hálózati, kapcsolati funkciójával, valamint az akcelerátorok azon szerepével függ össze, 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.

⁴ A magvető fázist követően az egyes befektetési fordulókat sorrendben az ábécé nagybetűivel jelzik. Ha nincs más igazodási pont az ábécé betűinek meghatározásakor, akkor a befektetés összegét is figyelembe veszik, így az 1-2 millió eurós befektetéseket az A, a 3-4 millió eurós befektetést a B, az ennél nagyobb összegű befektetést pedig a C kategóriába sorolják. A D forduló a növekedési tőkebefektetésként elnevezett kategória befektetéseit takarja.

Az üzleti inkubátorok és akcelerátorok tulajdonosai

Az üzleti inkubátorok és akcelerátorok változatos tulajdonosi szerkezetűek (Kohler [2016], Metcalf és szerzőtársai [2020]), miközben alapvetően vagy állami, vagy privát finanszírozásúak. A tulajdonosuk típusától és céljától függ, hogy az üzleti inkubátorok és akcelerátorok hogyan választják ki a startupokat, hogyan alakítják ki szerkezetüket, dolgozzák ki a programjukat, és miképpen állapítják meg fő teljesítményindikátorait. 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 a nem kormányzati szervezetek (NGO-k) tulajdonában lévők olyan küldetést alapozhatnak meg, amelyek társadalmi célok teljesüléséhez kapcsolódnak (Drori–Wright [2018]).

Az akcelerátorok eredetileg a privát finanszírozású pénzügyi közvetítői szerepből 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 támogatásokból. 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 – melyeket gyakori, hogy inkább (üzleti) inkubátor néven emlegetnek – jellemzően olyan nagyvállalatok alapítják, amelyek hírnevük számára közvetlenül igyekeznek hasznot szerezni akcelerátoraikból. Hosszú távon e nagyvállalatok arra számítanak, hogy a startupokkal való kapcsolat külső *innovációs forrást* is hozhat számukra (Hochberg [2016], Weiblen–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 innováció-

ja számára, ezért e cégek akcelerátorok útján is igyekeznek felkutatni a feltörekvő technológiákat és tehetségeket. A nagyvállalati tulajdonban lévő akcelerátorok igazolják a házon belüli akcelerátor működtetésének ésszerűségét, dacára a fellépő költségeknek, tekintettel a dinamikus és innovatív startupokhoz történő kapcsolódás lehetőségére. Az akcelerátorok körében megfigyelhető legfrissebb trend a nagyvállalati programok előtérbe kerülését és szaporodását jelzi.

A magánakcelerátorok olyan privát befektetőktől jutnak finanszírozáshoz, mint az üzleti angyalok és a kockázati tőkések, mégpedig azzal az elsődleges céllal, hogy megtalálják számukra az ígéretes befektetési lehetőségeket. Ezek az akcelerátorok jellemzően *áthidalják a tőkerést* a korai fázisú projektek és a befektetésre alkalmas cégek között, s ezáltal bővítik a tulajdonosaik számára a befektetésre alkalmas cégek kínálatát – egyúttal korai piaci betekintési lehetőséget biztosítva számukra –, ami valós pénzügyi előnnyel jár (*Miller–Bound* [2011]). A magánakcelerátorok igazgatóinak vállalkozói múltjuk révén rendszerint kiterjedt tapasztalataik vannak korábbi vagy a vállalkozások terén üzleti angyal-befektetőként szerzett jártasságuk miatt, s ezen képességeiket, jártasságaikat és ismereteiket hasznosítják az akcelerátorok irányításában (*Cohen–Hochberg* [2014]). Mivel fő céljuk a befektetésen szerethető hozam elérése, a magánakcelerátorok *profitvezérelt* szervezetek, és inkább azokat a vállalkozásokat kedvelik, amelyek a fejlődésük későbbi stádiumában tartanak (*Clarysse és szerzőtársai* [2015]). Ezekben az akcelerátorokban a mentorok gyakran korábbi üzleti angyalok és korábbi vállalkozók, akik a hírnév, a társadalmi és a emberi tőke, valamint a jövőbeli lehetőségek kihasználása kedvéért gyakran önként vállalkoznak a mentori szerepre. A nagyvállalati és az állami akcelerátoroktól eltérően a magánakcelerátorokra sokkal inkább jellemző a tulajdoni részerő nyújtott szolgáltatás (*Miller–Bound* [2011]), ami segíti saját érdekük összehangolását portfóliócégeikével. Ezen akcelerátortípus legnépszerűbb példáját az Y Combinator és a Techstars képviseli. (Ezek részletes bemutatását lásd lejjebb a kiemelt szövegben.)

Az *állami* üzleti inkubátorok és akcelerátorok fő szponzorai állami ügynökségek, amelyek elsődleges célja gyakran a startuptevékenység ösztönzése és a gazdasági növekedés előmozdítása egy meghatározott földrajzi régióban vagy valamely technológia területén odavonva a tehetséges vállalkozókat. Ezen akcelerátorok helyi, országos és nemzetkö-

zi állami ügynökségektől jutnak tőkéhez (*Pauwels és szerzőtársai* [2016]). Az állami akcelerátorok igazgatóinak viszonylag nagy az autonómiájuk, ami veszélyeztetheti az igazgatósági ellenőrzést és az elszámoltathatóságot (*Malek és szerzőtársai* [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, nem pedig viszonzásági alapon történik, nem épít hírnévre vagy bizalomra. Mivel az állami inkubátorok és akcelerátorok *nonprofit* szervezetek, ösztöndíjakat ajánlhatnak fel, de jellemzően nem kérnek tulajdoni részt az akcelerálásért cserébe (*Pauwels és szerzőtársai* [2016]). (A Start-Up Chile vagy a Climate-KIC két jellemző példa erre az akcelerátortípusra.)

Az üzleti inkubátorok és akcelerátorok tulajdonosi körének eltérése jól érzékelhetően kihat a célok sokféleségére. A nagyvállalatok például rendszerint azért hoznak létre üzleti inkubátorokat és akcelerátorokat, mert úgy tekintenek a startupokra, mint új ötletek és szervezeti formák forrásaira, amelyek megfiatalíthatják a nagyvállalatok tudásbázisát és szervezeti kialakítását (*Bauer és szerzőtársai* [2016]). A pénzügyi befektetőket sokkal inkább a pénzügyi hozam foglalkoztatja, 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 inkubátorok és akcelerátorok elérik-e – és ha igen, akkor hogyan – eltérő céljaikat. A célok ilyen sokfélesége azon kulcsfontosságú teljesítménymutatók különbözőségét is igényli, amelyeket az üzleti inkubátorok és akcelerátorok teljesítményének mérésekor alkalmazhatnak. Mivel jellemzően a korai fázisú startupok haladnak végig, és kapnak képzést az üzleti inkubátorok és akcelerátorok programjain, az akcelerátorok startupjainak pénzügyi mutatói kevésbé alkalmazhatók kulcsfontosságú teljesítményindikátorként. Megfelelően megválasztott mutatók ugyanakkor időben jelezhetik az inkubátorok és akcelerátorok számára, hogy mikor és hogyan kell módosítaniuk a programjaikat és belső szervezetüket.

Sikeres nemzetközi akcelerátorok

Y Combinator

Az Y Combinator (YC) – az Egyesült Államokban a Szilícium-völgyben 2005-ben létrehozott – akcelerátor tekinthető a világon elterjedt és sikeresé vált akcelerátorok prototípusának. A három cégalapító, továbbá egyikük felesége 2005-ben egy olyan új típusú kockázatitőke-alapot hozott létre, amely a cégalapítók igényeit középpontba állítva, azaz úgynevezett alapítóbarát (*founder-friendly*) módon kívánt működni. Tehát sok kisebb befektetéssel szándékoztak megjeleníteni olyan vállalkozásokban, amelyek életük legkorábbi szakaszában tartottak. Évente kétszer – a kezdetben 7 százalékos tulajdoni hányadért cserébe – csupán 20 ezer dolláros befektetést ígérő, mentorálást és egyedi törődést nyújtó, 3 hónapos programokba jelentkező cégek szigorú kiválasztási folyamat után nyertek felvételt. A program létrehozói azt várták, hogy közreműködésük révén az akcelerátorba általuk beválogatott cégek jobb termékkel és több felhasználóval rendelkeznek majd, s kedvezőbb lehetőségeik nyílnak a fejlődésükhöz szükséges tőke bevonására is, s ezáltal az akcelerátor maga sok sikeres cégben szerez viszonylag olcsón részesedést. Az *A* befektetési kört megelőző fejlődési szakaszban tartó cégeket befogadó, szektorsemleges Y Combinator-programok cégeinek száma 2022 végére már 3500-ra emelkedett. 2014-től a tőke-hozzájárulás összege 120 ezer dollárra nőtt, majd 2022-ben már minden új résztvevő 500 ezer dolláros befektetést kapott két részben, 125 ezer dollárt 7 százalékos részesedés fejében és 375 ezer dollárt egy *részvényre átváltható konstrukcióban* (*Simple Agreement for Future Equity, SAFE*), amely keretében a hitel részvénné történő átváltására előre meghatározott időpontban és megállapodott cégértékelés mellett kerül sor.⁵ A befektetési ajánlat a legnagyobb kedvezmény elvének (*Most Favoured Nation, MFN*) klauzuláját is tartalmazta, mely szerint a befektetést kapó cég később nem tehet más külső befektetőknél jobb ajánlatot, mint az YC-nek. Az YC legismertebb akcelerált cégei közé tartozik például a Stripe, a Monzo és az Airbnb, a tőzséig eljutott cégek száma 16. Az YC portfóliójában megfordult cégek értéke 2022 végére elérte a 600 milliárd dollárt.

Az alapítókat középpontba állító akcelerálás az YC esetében egyrészt mentorálást jelent, olyan tevékenységek egyszerűsített elősegítését, mint a cégalapítás, a trademark létrehozása, a web-szolgáltatás kiépítése, va-

⁵ A SAFE nevű speciális konstrukció leírását lásd a gazdaságpolitikai intézkedéseket tartalmazó 9. fejezetben. Itt kiderül, hogy e konstrukció lehetővé teszi a hitel részvénné konvertálását.

lamint kapcsolat teremtése az akcelerálandó cégeknek megfelelő befektetőkkel. Befektetőként azonban nem csupán kockázati tőke-alapok jelentkezhetnek az akceleráláson sikeresen túljutott cégekért, hanem művészek, üzleti angyalok és sok kisbefektető is. Vezetői szerint az YC akcelerátor sikerének elérését egyrészt a cégek kiválasztásánál érvényesülő nagyon erős szelekciónak köszönheti, ami a gyakorlatban – az esetenként jelentkező tízezer cég közül – 1,5–3 százalékos elfogadási arányt jelent az egyes tanfolyamokra.

Másrészt fontosnak tartják a program célzottságát, ami lehetővé teszi, hogy az akcelerálandó cégek alapítói azzal foglalkozzanak, ami a saját cégük szempontjából meghatározó: a vevőikkel és a növekedésükkel, tekintve, hogy a vásárlók középpontba állítása a legfontosabb feltétele a növekedésnek. Az előre meghatározott időpontra szóló bemutatkozási lehetőség a szakma legjelentősebb befektetői előtt ugyan csak fontos szempont.

Harmadrészt rendkívül nagy szerepe van a cégek sikerében az YC – évek során kiépülő – hálózatának. A csapatban való részvétel erős köteléket jelent a korábban végzetek és az újonnan belépők között. Az egymás iránti lojalitás és segítőkészség igen erős felhajtóerőt jelent, azaz a mentorálás, a megfelelő munkatársak verbuválása és a befektetők megnyerésekor kapható segítség révén öngerjesztő folyamat alakulhat ki. Ez egyaránt segíti a termékek gyorsabb kidolgozását, kipróbálását. A „belső körből” gyorsabban megszerezhető tőkével könnyebben lekörözhetőek a külső versenytársak.

Negyedrész a cég indításának szerencsés időzítése, ami véletlenszerűen is múlt. A dotcomválság után, majd a 2008-as világgazdasági válság idején ugyanis nagyon nehéz volt a piacon tőkéhez jutni, a cégértékelések is alacsonyok voltak, ezért az YC ajánlata vonzó lehetett a jelentkezők számára.

Végül a siker utolsó zálogát az eretnek viselkedés és az újszerű, a hagyományokkal szakító megközelítési mód jelentette. A kis összegű befektetéssel kifejezetten sok cégben részesedést szerző befektetői stratégia ugyanis szakítást jelentett a kockázati tőke-alapok kisebb körben és nagyobb összegű befektetést nyújtó gyakorlatával (*Ralston [2022], Levy [2021], Nowshin [2022], Ryan [2022]*).

Az Y Combinator mellett a másik híres – az európai cégek számára is nyitva álló, a korai fázisú, előmagvető szakaszban tartó cégeket a világ minden tájáról fogadó – akcelerátor, a Techstars. A 2006-ban indult akcelerátor immár 3300 cég indulását segítette elő részben tőkével, részben mentorálással. Három hónapos programjaira évente közel 500 céget készít fel szektorális alapon szervezett módon vagy iparágtól függetlenül,

területi alapon szervezve. Évente cégek ezrei jelentkeznek a felkészítő szemeszterekre. A Techstars akceleratorai európai színhelyeken – Németországban, Svédországban és Hollandiában – személyes részvétellel történnek, míg egy hibrid programja Franciaországban működik. Az átlagos befektetési hozzájárulás 20 ezer dollár készpénz-hozzájárulást és egy opcionálisan átváltható 100 ezer dolláros részt foglal magában, cserébe az akcelerator 6 százalékos tulajdoni hányadot kér a résztvevőktől.

A Techstars saját akceleratorprogramjai mellett nagyvállalatok számára is indít kihelyezett (*outside-in*) programokat. Ez a megoldás a *vállalati inkubáció egyik modern formája*, s a világcégek számára lehetővé teszi a startupok világából származó innovációk, illetve piaci előnyök megszerzését. Megbízói közé tartozik például a Nike, a Renault, az Amazon, a Sony Music. A Techstars az Audival közösen kialakított előakcelerator programját 2023 januárjában hirdette meg. Legismertebb portfóliócégei közé tartozik a Chat API Sendbird, a Safello és a Digital Ocean. Kelet-Közép-Európából többek között a bolgár Fund Me Cure, valamint a magyar Poliloop és a Volteum cégek kerültek be a programjaiba. 2022 végéig a Techstars akcelerator 22 cége érte el az unikornis státust (*Nowshin* [2022]).

A harmadik – a Founder Institute által kidolgozott, ismert többfázisú – akceleratorprogram 2009-ben indult el a Stanford Egyetemről. A Founder Institute eredetileg csak a Szilikon-völgyben tervezte cégek felkészítését, de az óriási érdeklődés hatására később más városokba is telepített programokat. Akceleratorai 2023-ban már 95-nél is több országban, több mint 200 városban, kilenc nyelven működnek, s több mint 6500 céget indítottak útjára. Ezek közül a sikeresen tőkét bevonó cégeknek összesen 1,75 milliárd euróit sikerült összegyűjteniük a befektetőktől. A Founder Institute akceleratorai több lépésben készítik fel a jelentkező cégek alapító csapatait. A *FI Core Programnak* nevezett néhány hónapig tartó képzés során a résztvevők elsajátíthatják a növekedéshez szükséges ismereteket, miközben folyamatos visszajelzést is kapnak a haladásukról, azaz a kitűzött mérföldkövek teljesítéséről. Ezután következik a *Founder Lab* fázis, amikor az alapprogramot sikeresen elvégző vállalkozások a Founder Institute által korábban akceleratált, az akcelerator háttországát jelentő cégektől kapnak segítséget a további fejlődésükhöz. Emellett hozzáférnek a tőkegyűjtést elősegítő privát hálózati rendezvényekhez, amelyek keretében visszajelzést

kapnak egy óriási mentor- és investorhálózattól, s kedvezményesen vehetik igénybe a technológiai óriások szolgáltatásait is. Ezután következik a *FI Venture Network* szakasz, amikor egy – angyalokból, akcelerátorokból, mikro-kockázatitőke-alapokból és befektetői szindikátusokból álló – befektetői közösség tagjai ténylegesen is befektetnek az általuk kiválasztott cégekbe. A Founder Institute lehetővé teszi, hogy a befektetők kínálata a lehető legszélesebb kört ölelje fel, valamint azt, hogy a feltörekvő országokból érkező menedzserek is be tudjanak kapcsolódni e hálózatba. A világot behálózó módon a cégekhez érkező tanácsadás és a privát vállalati értékelés, valamint a befektetőktől érkező áttekintés értékes tudást és kapcsolatrendszerrel kínál az akcelerált cégek számára.

Akcelerátorokról készült felmérések Európában

Európában az elmúlt években több olyan felmérés is készült, amely az akcelerátorok népszerűségét igyekezett – *nem reprezentatív* módon – vizsgálni. Ezek körébe tartozott a 2018-ban 18 európai országban 1342 startup 71 különböző akcelerátorprogramjáról készített felmérés, amelyben a leadott szavazatok alapján az akcelerátorok között a legjobb helyezést Európában a Techstars London kapta a szavazatok 12,61 százalékával, a második a Seedcamp elnevezésű akcelerátor lett 10,88 százalékkal, míg a harmadik helyen a francia Station F végzett 9,88 százalékkal. A kelet-közép-európai térségben működő akcelerátorok közül a Startup Wise Guys volt a legnépszerűbb, ami a 11. helyre volt elegendő (*Start Up and Pleces* [2019]).

Egy európai felmérés szerint – amely 2019-ben 750 válaszadó véleményét összesítette – néhány év alatt megtöbbszöröződött az akcelerátorok kínálata, de ezek közül több nehezen találta meg a célcsoportját. Az akcelerátorok valójában kétféle modellben működnek, s a jelentkezőknek kell eldönteniük, hogy számukra melyik megoldás a célravezető. Az egyik modellt az Y Combinator képviseli, amely a legtehetségesebb alapítókot válogatja ki és kapcsolja össze a legmegfelelőbb eszközökkel és hálózatokkal az alapítók cégének dinamizálásához. A részvétel már önmagában vonzza a befektetőket. Egy másik, ettől eltérő modellben működik például a TechStars, a második legrégebbi akcelerátor, amely kevésbé tekinti magát elitklubnak, sokkal inkább a tehetséges alapítók átható ok-

tatási intézményének, amely résztvevői fokozatosan kinövik korlátaikat, majd az akcelerálás révén szerzett ismeretek és inspirációk birtokában sikereket érnek el. Ez a modell több tucat specializált vertikális és regionális programot indít. A regionális ökoszisztémák szempontjából ezek az akcelerátorok központi referenciapontként működnek, s fontos szerepet játszhatnak a szabályok kialakításában, a helyi ipar bevonásában és a mentorálási modellek kialakításában. A rossz modellek ugyanakkor károsak is lehetnek, amennyiben rombolják a vállalkozói kultúrát. Párhuzamos világot teremthetnek a közösségben, ahol a vállalkozói tehetségek beragadhatnak, s nem kerülnek kapcsolatba a valódi kockázati tőkékkel, együttműködő partnerekkel és saját társaikkal.

A Financial Times kiadásában megjelenő Sifted internetes napilap által 2022 végén Európában készített felmérés közel 400 európai akcelerátorról kérte ki olvasói véleményét. A válaszadók túlnyomó hányada kifejezetten pozitívan nyilatkozott ezen szervezetek működéséről, azaz 86 százalékuk másoknak is ajánlaná a részvételt. A lap a húsz legjelentősebb európai kockázati tőke-befektető véleménye alapján az Y Combinator-t és a londoni központú Entrepreneur First akcelerátort hozta ki a két legnevesebb akcelerátornak, miközben összesen 23 akcelerátor kapott legalább egy pozitív szavazatot. A válaszadók az Európa-szerte legismertebb akcelerátorok közé a Baltikumban található Startup Wise Guyst, a londoni Founders Factory-t és a globálisan működő Techstar-t sorolták. A felmérésből az derült ki, hogy a legismertebb akcelerátorok a jelentkezők mindössze 1-2 százalékát választják. Az akcelerátorprogramokban részt vett és azzal elégedetlen válaszadók elsősorban a mentorok tapasztaltságának hiányát rótták fel (*Nowshin* [2022]).

Egy részletesebb, ugyancsak a Sifted által végzett felmérés szerint, amely 137 cégalapító 2022. novemberi megkérdezésén alapult, az akcelerátorok a támogatásukért cserébe rendszerint 7 százalékot meghaladó tőkerészesedésre tartottak igényt, ami a többség szerint méltányos volt. Néhányan azonban úgy vélték, hogy egy 4–7 százalékos „zombi” tulajdonos negatív hatású lehet a fiatal cégek későbbi tőkebevonási lehetőségére. A felmérés szerint az akcelerátorokban történő részvétel fő indítéka a finanszírozás könnyebb megszerezhetősége volt, másodsorban pedig a kapcsolati hálóhoz történő hozzáférés. A válaszadók közel felét a mentorok szaktudásának és tapasztalatainak megszerzése inspirálta a részvételre, míg a részvételt haszontalannak érzők épp a mentorok

megfelelő tapasztaltságát hiányolták. Különösen a nagyvállalati inkubátorprogramok kapcsán merült fel ez a probléma. A válaszadók háromnegyede vélte úgy, hogy az akcelerátorok kifejezetten hozzájárultak a finanszírozási csatornák megnyílásához. Összességében a cégalapítók véleménye szerint megéri részt venni egy megfelelő akcelerátorprogramban és 86 százalékuk ajánlaná ezt másoknak is. Az első ízben vállalkozók számára ugyanis az akcelerátorprogramok lerövidítik a tanulási folyamatot, s olyan ajtókat is megnyitnak, amelyek e vállalkozók számára egyébként zárva maradnának. A válaszadók az akcelerátorprogramok másik fontos értékének a más cégalapítókkal való kapcsolatba kerülést tartották, azaz hálózatépítést azon társaikkal, akiktől tanulhatnak, és akiktől ötleteket kaphatnak (*Nicol-Schwarz* [2022]).

Az üzleti inkubátorok és akcelerátorok hatása az akcelerált cégekre

Tekintve, hogy az üzleti inkubátorok és akcelerátorok viszonylag új szereplők a startupok számára támogatást nyújtó intézmények körében, amelybe a hagyományos inkubátorok, a startupstúdiók, a kockázati tőkések, az üzleti angyalok, valamint a közösségi finanszírozású platformok tartoznak (*Hochberg–Fehder* [2015]), még sok kérdés vár a működésükkel kapcsolatban megválaszolásra.

Az üzleti inkubátorok és akcelerátorok tényleges hatásának felmérésehez ismerni kellene, hogy az akcelerátorok közreműködése nélkül mi történt volna az akcelerált vállalkozásokkal. Ennél kisebb cél a kiválasztás hatékonyságának vizsgálata, azaz amikor a felvételt nyert és a kohorszokba⁶ be nem került cégek teljesítményét hasonlítják össze hasonló adottságú cégekével. Ugyancsak elemezhető a különböző akcelerátorok kohorszaiban lévő cégek teljesítménynövekedése. Gyakran alkalmazott megoldás, hogy az elemzők azt vizsgálják meg, mennyi tőkebevonásra került sor az akcelerált cégeknél, illetve e cégeknek milyen gyorsan sikerül tőkéhez jutniuk, valamint mennyi idő múlva vá-

⁶ Kohorszok: olyan vállalkozók részcsoportjai, akik ugyanakkor nyertek felvételt az akcelerátorokba, azaz e jellemzőjük szerint vannak csoportosítva; egyenrangú startupokból képzett csoportok.

sárolták fel őket. Felmérhető az is, hogy a kohorszokba beválasztott cégek közül hány lett sikeres, s mennyire gyorsan zajlott le a nem sikeres cégek megszűnése. Elemezhető az akcelerált cégek növekedési és eredménymutatói az akcelerátorok fajtái vagy finanszírozói szerint is. Mindezen elemzések azonban pontos adatbázisok meglétét feltételezik mind az akcelerálásban részt vett cégek köréről, mind pedig gazdasági mutatóik több évre vonatkozó alakulásáról.

A tapasztalatok szerint az akcelerátorok növelik az érintett cégek árbevételének átlagos növekedési ütemét. (Lásd *Gonzalez-Uribe-Reyes* [2021], *Lasrado és szerzőtársai* [2016], *Roberts és szerzőtársai* [2017], *Davidson-Guttentag* [2020], *Davidson és szerzőtársai* [2021]). Mérsékelt erő kapcsolatot mértek az akcelerált cégek által átlagosan bevont tőke volumenénél (*Barrows* [2017], *Gonzalez-Uribe-Leatherbee* [2018]). Ugyancsak pozitív hatást mértek abban, hogy milyen gyorsan érték el a cégek a vevők által biztosított megélhetést (*Hallen és szerzőtársai* [2020]). Az akcelerált cégek jobban tudták növelni alkalmazottaik számát (*Gonzalez-Uribe-Leatherbee* [2018], *Lasrado és szerzőtársai* [2016], *Fehder és Hochberg* [2019]), növelték a beruházásaikat (*Roberts és szerzőtársai* [2017], *Hallen és szerzőtársai* [2020]), és inkább vásárolták fel őket.

Az üzleti inkubátor és akcelerátorprogramokban részt vevő startupok vizsgálatakor rendszerint túlélésüket, pénzügyi és innovációs teljesítményüket, a továbbfinanszírozásukhoz való hozzáférésük képességét, valamint a nyilvános piacokon történő értékesítésük lehetőségét elemzik. Ennek során egyaránt támaszkodni lehet a kockázati tőke által a finanszírozott cégekre gyakorolt hatást lemérő korábbi kutatások elgondolásaira és módszereire (*Bertoni és szerzőtársai* [2011]), valamint az üzleti angyalok hatását vizsgáló tanulmányokra (*Kerr és szerzőtársai* [2014]), továbbá az inkubátorok hatását elemző cikkekre (*Colombo-Delmastro* [2002]).

Az akcelerátorokat vizsgáló kutatások eddig elsősorban a részt vevő startupokra gyakorolt hatást elemezték, azaz 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 hogy 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 akcele-

rátorok fontos hozzájárulását bizonyítja, hogy a 2015-ben az Egyesült Államokban az *A* fordulóban – azaz a magvető befektetést követő első befektetési fordulóban – tőkéhez jutó vállalkozások *harmadát* korábban akcelerátorok készítették elő a növekedésre (Tom [2016]).⁷

Nemcsak a startupokra gyakorolt hatást, de magukat az üzleti inkubátorok és akcelerátorok által kialakított programokat is lehet aszerint vizsgálni, hogy ezek milyen fázisokra oszthatók, és hogyan működnek. A programok három fő fázisa a válogatás, a fejlődés felgyorsítása és a kilépés (Pauwels és szerzőtársai [2016]). A programba történő felvett megelőző válogatást illetően a fő alapelv a nyitottság és a verseny (Miller–Bound [2011]). Miközben a kockázati tőkések és az üzleti angyalok kiválasztási mechanizmusával kiterjedt szakirodalom foglalkozik (például Muzyka és szerzőtársai [1996], Van Osnabrugge–Robinson [2000], Zacharakis–Meyer [1998]), az inkubátorokra és akcelerátorokra vonatkozó kutatás még várat magára. Így többek között megválaszolandó kérdés, hogy milyen azonosságok és eltérések vannak a hagyományos támogatást nyújtó intézmények és az akcelerátorok kiválasztási kritériumai és mechanizmusa között. Ugyancsak vizsgálandó terület, hogy van-e előnye annak, ha az akcelerátor vezetői korábban kockázati tőkések vagy üzleti angyalok voltak, illetve hogy ilyen háttérrel jobban tudják-e kiválogatni a startupokat. Célszerű lehet azt is feltárni, hogy hogyan tanulnak az akcelerátorok vezetői a szelekció során korábban szerzett tapasztalataikból. Végül azt is érdemes elemezni, hogy a fejlődés felgyorsításának időszakában az akcelerátorok heterogenitása hogyan érvényesül a tréning, a mentorálás, a fizikai tér biztosítása és a pénzügyi segítség nyújtása terén. Egyértelmű, hogy különösen a mentorok játszanak fontos szerepet az akcelerátorprogramok tartalmi kínálatában (Memon [2014]), bár erről még kevés a konkrét tudás. Nem ismert például, hogy az üzleti inkubátorok és akcelerátorok hogyan és milyen szaktudású mentorokat választanak, s az sem, hogy a mentorok maguk is befektetnek-e az általuk mentorált startupokba, illetve ez a rendszer hogyan működik. A kilépési szakasz különösen fontos szere-

⁷ Az Egyesült Államokban működő akcelerátorprogramokról 2012-ben készült 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–Hochberg [2014]).

pet játszik az inkubátor- és akceleratorprogramok eredményességének elérésében. E téren elemezhető például, hogy az akceleratorok hogyan tartják fenn a kapcsolatot a korábban végzett startupjaikkal.

Amennyiben hiteles betekintést szeretnénk kapni az üzleti inkubátorok és akceleratorok valódi hozzájárulásáról, akkor az akceleratorált startupokat egy megfelelően kialakított olyan kontrollcsoporttal célszerű összehasonlítani, amely nem vett részt akceleratorprogramban. A megválaszolandó kérdések közé tartozik például, hogy a különböző tulajdonosi körbe tartozó akceleratorok cégeikre gyakorolt hatása függ-e a célok sokféleségétől. Például a nagyvállalati üzleti inkubátorok és akceleratorok erőteljesebb hatást gyakorolnak-e a startupok innovációs teljesítményére, mint a más típusúak, azaz korrelál-e a startupok innovációs teljesítménye az inkubátorok és akceleratorok tulajdonosának kilétével? Magasabb-e a startupok pénzügyi teljesítménye, ha az akcelerator befektetési alapok tulajdonában van? Eltér-e a generalista és a specializált akceleratorprogramok hatékonysága és eredményessége a startupok számára, s ha igen, ez hogyan érvényesül, melyek az egyes megoldások előnyei? Van-e a startupok között különbség a tekintetben, hogy egyes startupok jobban képesek hasznosítani az akceleratoráció során szerzett tudást? Ennek ismeretében ugyanis inkább hozzá lehet igazítani az üzleti inkubátorok és akceleratorok gyakorlatát a cégek igényeihez, s jobban lehet kezelni a cégek sokféleségének kérdését. Végző soron tehát az a kérdés, hogy melyek a startupok szempontjából az akceleratorálás sikerét előmozdító tényezők.

Az akceleratorált és a nem akceleratorált startupok összehasonlításakor *Cohen–Bingham* [2013] például az akceleratorált startupok azon körét hasonlította össze nem akceleratorált vállalkozásokkal, amelyek fejlődésük során szintén képesek voltak kockázati tőkét bevonni. A szerzők azt találták, hogy a magas színvonalú akceleratorprogramban történő részvétel rövidebb idő alatt vezet el a kockázati tőke megszerzéséhez, valamint a felvásárlás útján történő kilépéshez, továbbá a vásárlói kör kiépítéséhez. Más kutatók az akceleratoratorokat az induló cégeknek támogatást nyújtó más típusú intézményekkel hasonlították össze, beleértve a hagyományos inkubátorokat és az üzleti angyalokat. *Winston-Smith és szerzőtársai* [2013] két vezető akceleratoratorban (a TechStars- és az Y Combinator-programokban) részt vett startupokat hasonlított össze olyan, hasonló adottságú startupokkal, amelyek akceleratorator-

programok helyett üzletiangel-finanszírozást szereztek. A szerzők szerint a két vezető akcelerátor cégei az üzleti angelok által támogatott startupokhoz képest *gyorsabban* érték el a kilépést (a felvásárlást vagy a bedőlést), azaz körükben magasabb volt a felvásárlás aránya, de a bedőlés aránya is. Ezt a felgyorsult bedőlést Yu [2019] is kimutatta, amikor egy másik mintán vetette össze az akcelerált és az ennek megfelelő, de nem akcelerált kontrollcsoportot.

Az akcelerátorszervezetek életciklusának elemzése is számos hasznos információval szolgálhat. Elemezhető az időhorizont és a túlélés, azaz hogy az akcelerátorok idővel *átalakulnak-e más szervezetté*, élettartamukat meghatározza-e a tulajdonos kiléte, vagy az élettartam függ-e az elért eredményektől. Kérdés tehát, hogy maguk az akcelerátorok idővel hogyan és mivé fejlődnek. Szereznek-e működésükkel létjogosultságot a vállalkozókat körülvevő környezetben, sikerül-e a legjobb startupok figyelmét felkelteniük, a specializált akcelerátorok idővel generalistává válnak-e, s változnak-e céljaik válaszként az őket időközben érő kihívásokra.

Egyelőre még keveset lehet tudni az akcelerátorok hosszú távú fenntarthatóságáról, különösen tulajdonosi körük szerint. Feltételezhető például, hogy az állami tulajdonú akcelerátorok érzékenyebbek a szakpolitikai döntésekre és költségvetésből juttatott támogatás nagyságára. A nagyvállalati üzleti inkubátorok és akcelerátorok felállítása ugyanakkor függhet a felsővezetők startupokkal kapcsolatos hozzáállásától, s a személyi változások maguk is kihathatnak az akcelerátorok fennmaradására. A fenntarthatóság függhet az anyavállalat stratégiájától – hasonlóan a nagyvállalati kockázatitőke-programok esetében tapasztalt helyzethez (*Phan és szerzőtársai* [2009]). A tapasztalatok szerint minél magasabb az integráltság és az illeszkedés az inkubátor/akcelerátor és a nagyvállalat stratégiája között, annál nagyobb az inkubátor/akcelerátor túlélésének valószínűsége. Az akcelerátorok szétterjedése eddig igen gyors volt, ám kérdés, hogy ez a boom folytatódik-e, vagy bekövetkezik egy kizáródás, amikor az akcelerátorok egy része beszünteti a működését, mert aktivitásához nem képes bevételi forrást szerezni. Feltételezhető, hogy a szelekció eltérően érinti a különböző tulajdonosi körhöz tartozó üzleti inkubátorokat és akcelerátorokat. A fenti kérdések vizsgálatához ugyanakkor az akcelerátorok számbavételének teljeskörűségét még meg kell oldani.

A földrajzi megközelítésű vizsgálatok azt mutatják, hogy az akceleratorok és működési környezetük kölcsönösen erőteljes hatást gyakorol egymásra (*Autio és szerzőtársai* [2014]). Mind a fejlett, mind a fejlődő régiók különböznek a társadalmi-gazdasági feltételeiket illetően (*Hoskisson és szerzőtársai* [2013]).⁸ Kérdés, hogy az akceleratorok hogyan lehetnek sikeresek a feltörekvő gazdaságok kevésbé kedvező társadalmi-gazdasági környezetű régióiban, s hogyan képesek alakítani a helyi környezetüket. Képes-e például egy jó nevű akcelerator jó minőségű startupokat, mentorokat odavonzani egy periférikus területre, s ezáltal hozzájárulni a helyi fejlődéshez? Növeli-e az akceleratorok megjelenése az ott lakók vállalkozás iránti érdeklődését, ami idővel az adott területen a startupok létrehozásának magasabb arányát idézheti elő? *Fehder–Hochberg* [2019] ez utóbbi kérdést, azaz az akceleratorprogramok regionális hatását igyekezett lemérni azok tovaggyűrűző hatását elemezve, az akceleratorok résztvevőin kívüli hatását vizsgálva. Ennek során a szerzőpáros azt találta, hogy *egy akcelerator megjelenése jelentősen növeli 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 befektetők megjelenése. Ez a kutatási eredmény alátámasztja, hogy egy akcelerator működése az adott piacon megjelenő társcégekre is képes hatást gyakorolni, azaz a helyi vállalkozók számára tovaggyűrűző módon is ösztönzően hathat. Az eredmények tehát azt jelzik, hogy az akceleratorprogramok bevezetése általánosan is képes hatást gyakorolni az akceleratorok működési régióira, méghozzá nem csupán az akceleratorprogramokban érintett cégekre. Az akceleratorprogramok ily módon katalizálják a látens módon meglévő regionális érdeklődést a vállalkozói tevékenység iránt.*

Az akceleratorok fejlődése terén megfigyelhető trend növekvő érdeklődést jelez a kísérleti és alap kutatásra épülő – azaz a tudományos kutatásokon alapuló – technológiai vállalkozások létrehozása iránt. Ezen akceleratorprogramok igyekeznek lehetővé tenni a tudósok számára, hogy találmányaikat az innováció élvonalába tartozó új termékekkel megjelenő vállalkozásokba vigyék. Ilyen terület például a személyre szabott rákkezelés vagy az algaalapú bioüzemanyag előállítása. Ugyan-

⁸ *Lovas–Riz* [2016] például kiemeli, hogy Magyarországon az állami támogatás dominál a vállalkozást segítő inkubátorok és akceleratorok finanszírozásában.

akkor az ilyen típusú startupok fejlődésének időhorizontja hosszabb, és tőkeigénye számottevően magasabb, ami ellentétes az akcelerátorok működési hagyományával, amelyeket eredetileg éppen a gyorsan mozgó digitális startupok támogatására alakítottak ki.

Ugyancsak a fejlődés legújabb trendjét képviseli az a néhány akcelerátorprogram, amely a klasszikus programokon túlmenően már a *scale-up* területére, azaz a startupok fejlődésének korai fázisát követő időszakának támogatására, piaci helyzetének megerősítésére is kiterjeszti a tevékenységét. Ezek az akcelerátorok már kifejezetten a *scale-up* fázisban tartó, gyorsan növekvő cégek fejlődésének elősegítésére specializálódnak. Működésük tehát lényegében kiszélesíti a korábbi finanszírozási és támogatási területet, azaz immár nem csupán a cégek fejlődésének legkorábbi szakaszában aktívak. Az akcelerátorok újonnan kifejlődő formái ezáltal *versenyt támasztanak* az expanzív növekedés fázisába jutott cégek finanszírozása és támogatása terén, ami rendszerű előnnyel járhat a vállalkozók számára.

Üzleti inkubátorok és akcelerátorok elterjedése Kelet-Közép-Európában

A 2010-es évek közepén a fejlettebb piacgazdaságokhoz hasonlóan a kelet-közép-európai régióban is gomba mód elszaporodtak az innovatív ötletek kifejlesztését és piacra vitelét elősegítő üzleti inkubátorok és akcelerátorok. Crunchbase-adatok alapján *Gonzales-Uribe-Hmaddl* [2022] a kelet-közép-európai régióban létrehozott akcelerátorok számát közel 6 százalékra becsülte Európában. Az akcelerátorok népszerűsége a kétezres évek első évtizedében kezdődött nagy felbuzdulás óta a régióban is némileg csökkent, jó néhány szervezet megszűnt vagy átalakult, mivel idővel bebizonyosodott, hogy rendkívül nagy erőfeszítés kell a működtetők részéről ahhoz, hogy az akcelerálás valóban eredményes legyen. Mivel az akcelerátorok az egészen korai fázisban tartó cégeket segítik piacra, tevékenységük sikerének nyilvánossá válásához 4–6–9 év kell, s így csak fokozatosan nő a „láthatóságuk”. Amennyiben az alapítók elégedettek az akcelerátorok munkájával, akkor kezdetben szájhagyomány útján válnak az akcelerátorok népszerűvé az induló cégek körében. Különlegességük, hogy biztonságos üzleti környezetet teremtenek

az alapítóknak ahhoz, hogy akár tévedéseket is elkövethessenek, s ebből okuljanak, s menet közben bővítsék hálózatukat és jártasságukat. Mivel azonban az akcelerátorok piacára nem nehéz belépni, a mezőny könnyen felhígul, és sokáig nem derül ki, hogy melyek azok, amelyek valóban tudnak segíteni. Várható, hogy tíz év után sok szervezet eltűnik. Ugyancsak megfigyelhető, hogy a fizikai jelenlétet igénylő programok helyét a hibrid és a virtuális akcelerátorok foglalják el.

Ma a régióban működő üzleti inkubátorok és akcelerátorok rengeteg szálon kapcsolódnak a helyi és a nemzetközi startup-ökoszisztéma többi szereplőjéhez, így a vállalkozókat képviselő helyi szakmai és érdekvédelmi tömörülésekhez, kamarákhoz, üzleti angyalokhoz, kockázatitőke-alapok kezelőihez, online befektetési platformokhoz, valamint a régióban működő nagyvállalatokhoz. Működésük részben szakmai, részben területi alapon történik, s e szervezetek mind nagyobb arányban toboroznak az egész régiót átfogóan jelentkezőket. Alapítóik köre igen sokféle területről verbuválódott. A kezdeti időszakban az *állami szervezetek domináltak*, majd a helyi ökoszisztéma fejlődése, néhány nemzetközi hírnévre szert tett startup növekvő sikere nyomán e szervezetek között a *korábbi cégalapítók* mindinkább privát résztvevőként jelentek meg. Kifejezetten az üzleti inkubátorok és akcelerátorok létrehozása céljából indított *kormányzati programok* nyomán számos országban jöttek létre a Nyugaton sikeres inkubátorokhoz és akcelerátorokhoz hasonló szervezetek, amelyek a megpályázott állami források birtokában fogtak hozzá a náluk jelentkező vállalkozók és induló cégek pályára segítéséhez. Programjaik az érintett országban, illetve városban kínáltak lehetőséget a részvételre. Emellett számos vállalkozói szervezet, kamara, önkormányzat is indított ilyen kezdeményezést. Ugyancsak sok egyetem hozott létre a kampuszán inkubációs laboratóriumokat, amelyek főként saját hallgatóik kezdeményezéseit karolták fel. A közösségi forrásokból létrehozott inkubációs és akcelerátorszervezetek esetenként nemzetközi pénzügyi intézmények programjai keretében is tőkéhez jutottak. Az államhoz kapcsolódók mellett nagy számban képviseltették magukat a régió piacán egy-egy (gyakran telekommunikációs) nagyvállalathoz, valamint ismert kereskedelmi bankhoz kötődő, azok támogatásával létrejött inkubációs és akcelerátorszervezetek, amelyek rendszerint nem csupán a székhelyükön, hanem a régió egészében hirdették meg a jelentkező ötletgazdák és cégkezdemények számára a részvétel lehetőségét.

A régióbeli jelentkezők számára kínált inkubációs/akceleratorbeli részvételi lehetőség keretszáma és tartalma attól függően is igen változatos volt, hogy a programokat kínáló szervezetek az inkubációs-akceleratoros tevékenység mely fázisaiban vállalták a segítségnyújtást a vállalkozóknak számára. A helyi vállalkozói szervezetek főként a legkorábbi szakaszban, az ötletek validálásában és a vállalkozói léttel kapcsolatos ismeretek nyújtásában segítettek a jelentkezőket. A nagyvállalati, banki háttérű szervezetek az innovációk szakmai kidolgozásában, kipróbálásában és az érintett vállalkozások fejlesztésében is részt vállaltak, miközben igyekeztek a legéletképesebb ötleteket, újításokat a maguk számára akár az érintett cégek felvásárlásával vagy beolvasztásával hasznosítani. A már a piacon is életképesnek és jövedelmezőnek bizonyult, jelentős újítást tartalmazó ötletekkel jelentkező vállalkozások piaci megerősödését a független akceleratorszervezetek elsősorban a kockázati tőke bevonására való alkalmassá tételével mozdították elő. Az üzleti inkubációs/akceleratoros tevékenység egyes fázisait vagy egészét kínáló szervezetek más-más hosszúságú programokat hirdettek, eltérő anyagi feltételekkel. Az időtartam a néhány héttől a néhány hónapig tartó időszakig terjedt, az ingyenesről a díjazás ellenében történő részvételi mód kínálatával. A teljes akceleratorlási folyamat során az akceleratorszervezetek által nyújtott források a résztvevők számára fedezték a képzés időtartamára kínált támogatásoktól kezdve a meghatározott tulajdoni hányad átengedését feltételező – úgynevezett magvető tőkeként nyújtott – befektetésekig terjedő kiadásokat.

A kelet-közép-európai régióban működő akceleratorok körében megfigyelhető tendencia, hogy a *vertikalizáció egyre erősebb*, az akceleratorok mindinkább egy-egy területre specializálódnak, s az e szakterületeken tevékenykedő, korábban sikeres vállalatokat felépítő alapítók és iparági szakértőket nyerik meg mentoroknak. Részben ez magyarázza, hogy mindinkább erősödik az *akceleratorlás nemzetközi jellege*, mind a jelentkezők, mind pedig a képzést felkínálók oldaláról, beleértve az akceleratorokban megszerezhető szakértelmet. A piac fejlődésével az állami szerepvállalás szűkül, illetve egyre inkább összefonódik a magánszféra erősebb megjelenésével. Ez a tendencia egyben az akceleratorok profitabilitását lehetővé tevő díjak kiszabását is magával hozza. Végül ugyancsak jól megfigyelhető tendencia, hogy az egyre profeszszionálisabbá váló akceleratorok *együttműködésre lépnek* olyan üzleti an-

gyalokkal, kockázatitőke-alapokkal, valamint közösségi finanszírozási platformokkal, amelyek természetes felvevőpiacát képezik a náluk végzett és befektetésre felkészített startupoknak.

Az idővel egyre több tapasztalatot felhalmozó akcelerátorok működésükben a kelet-közép-európai régióban is már egyre inkább a legkorábbi fázisban tartó cégeket finanszírozó *kockázatitőke-alapokhoz hasonlítanak*, azaz mindinkább olyan cégeket választanak ki akcelerálásra, amelyek esetében már relatíve kisebb kockázatvállalásra van szükség, s kisebb erőfeszítést igényel a cégek fejlődésének felgyorsítása. Ugyancsak ebbe az irányba történő elmozdulást erősítette, hogy a koronavírus-járvány alatt sok üzleti angyal elfordult a korai fázisú befektetésektől, s így az első ízben vállalkozó cégalapítók esetében lényegében az akcelerátorok maradtak kizárólagos lehetőségként a legelső befektetések számára. Ennek nyomán az akcelerátorokba jelentkező csapatok között megnőtt a már kialakított termékkel és biztosabb piaccal rendelkezők aránya, holott eredetileg az akcelerátorok éppen, hogy nem az ő számukra jöttek létre. Szervezési szempontból a koronavírus-járvány idején egyértelműen az akcelerátorok online működése felé mozdult el a trend, és sok akcelerátor a járvány elmúltával sem változtatott e módszeren.

Az üzleti inkubátorok és akcelerátorok sikerét a régióban is elsősorban az határozza meg, hogy mennyire képesek testreszabott segítséget nyújtani az általuk menedzselt cégeknek, s azok sikeressé válása estén képesek-e cégeikben – az értéknövekedés piaci elismerését tükröző felvásárlás vagy a tőzsdei megjelenés idejéig – megtartani kezdeti tőkerészesedésüket a felhígult tulajdonosi struktúrában. A testreszabott segítség feltétele az oly módon kialakított képzési rendszer, amely biztosítja a résztvevők számára a nemzetközi befektetői és vevői kapcsolatok igénybevételét, valamint valamely szakmai vertikumban felhalmozott tudással és jártassággal rendelkező mentori hálózat működtetését, olyan mentorokét, akik egyaránt értenek a cégépítéshez és a nemzetközi piacra lépés elősegítéséhez. Ráadásul a segítség nyújtása nem fejeződik be az akcelerálással, a sikeres szervezetek ösztönzik és elősegítik a résztvevők utógondozását és egymás közötti tapasztalatcserét is.

Különös ismertetőjegye a sikeres üzleti inkubátoroknak és akcelerátoroknak a *nemzetközi sikereket elért cégek alapítóinak bevonása az akcelerálásba*. Ennek megfelelően az egész rendszer természetes módon

a sikeres startupok számának gyarapodásával fejlődhet, vagyis nem merül ki a külföldi képzési minták és rendszerek pusztá lemásolásában. Az egy-egy országból indult és jelentős vagyonra szert tett cégalapítók ismételt részvétele az üzleti körforgásban teszi lehetővé a cégkezdemények megerősödését elősegítő rendszer „hólabdaszerű” építkezését, amelyben az állami segítség a kezdeti lépések megtételéhez igen hasznosan járulhat hozzá, ugyanakkor nem pótolja a privát tőkével az akcelerálás folyamatába bekapcsolódó személyek/intézmények/szervezetek profitvezérelt, piaci alapon nyugvó erőfeszítéseit.

Sikeres üzleti inkubátorok és akcelerátorok Kelet-Közép-Európában

Startup Wise Guys

Az Észtországban 2012-ben alapított Startup Wise Guys (SWG) a Crunchbase-adatok alapján – az Egyesült Királyságot leszámítva – a portfóliócég-indítások számát tekintve Európa legnagyobb privát tőkével finanszírozott akcelerátora. Kelet-Közép-Európában pedig egyértelműen az egyik legfontosabb akcelerátor és kockázatitőke-befektető, mely az általa indított közel 30 programmal immár a régió legtöbb tapasztalatot szerzett akcelerátorává vált. Az SWG csapata a 2012-es háromfős létszámról 2016-ban hat főre nőtt, 2022-ben pedig már 50 fős volt. Fennállásának tíz éve alatt 350 befektetési ügyletet kötött, 700 feletti létszámban kerültek be vállalkozók a hálózatába, amelyek 650 mentorral és befektetővel működtek együtt. Különös ismertetőjegye a nemzetközi jelleg, ami nemcsak saját csapatának sok országból történő verbuválását, valamint programjaira a világ minden tájáról történő jelentkezéseket jelenti, hanem egyúttal tevékenységének változatos helyszíneit is tartalmazja. Tehát már magában az SWG csapatában is érvényesül a nemzetközi jelleg, 2022-ben 22 különböző nemzetiségű csapattag dolgozott a cégben. Programjaihoz fennállásának tíz éve során több mint 45 ország startupjai csatlakoztak. Tevékenysége rendkívül sok országra terjed ki, s e tekintetben Európában listavezető. Irodákkal rendelkezik Észtországon kívül Lettországból és Litvániában, valamint Olaszországból. Partnerekkel és programokkal képviselteti magát Lengyelországban, Ukrajnában, Törökországban, Dániában, Spanyolországban és Afrikában (*Ameri* [2022]). Az SWG 2012 óta több mint 60 országból 350 feletti céget segített fejlődni, 2022-ben 120 korai fázisú befektetést hajtott végre, s 2013 januárjában

is már 12 startupot finanszírozott. Az SWG sikerét részben az által indított akcelerátorprogramokba történő rendkívül nagyszámú túljelentkezés, az akcelerált cégek kedvező túlélési aránya, a befektetési portfólióba választott cégeknél elért jelentős értéknövekedés, illetve az ennek piaci elismerését jelentő kilépések kedvező hozama fémjelzi.

Az észti gyökerű alapítók 2012-ben a Skype cég sikeres eladásából kapott részesedésükre, valamint ott szerzett tapasztalataikra alapozva hozták létre munkatársaikkal együtt az SWG akcelerátort és kockázati-tőke-alapot. Tapasztalataikat továbbfejlesztve lettek képesek arra, hogy beazonosítsák a sikergyánús cégkezdeményeket és az ezt megvalósítani képesnek tartott alapítókat. Megtanították őket a fenntartható üzleti növekedés alapjaira, s a mentorok segítségével a technológiához értő alapítókból üzletembereket faragtak. Az eredetileg 2012-ben Észtországból induló akcelerátorcég az első négy évben még helyi kisvállalkozás volt, bár a nemzetközi perspektíva már akkor is az alapítók szeme előtt lebegett. Évente csupán egy-két programot hirdetett meg, 10-20 startupba fektetett be, miközben mind a startupok, mind a mentorok a világ minden tájáról érkeztek.

Az SWG igen sikeresen használta ki az akcelerátorok fejlesztésére szolgáló állami forrásokat. 2012-ben partnerségi *megállapodást kötött a SmartCap kockázati-tőke-alappal*, amely az állami forrásokat odaítélő Estonian Investment Fund kockázati-tőke-divíziója volt. Egymillió eurós kötelezettségvállalást tett e kezdeményezés számára azzal, hogy a helyi startupok által igényelt tőke felét biztosítja, míg a tőke másik felét társbefektetők nyújtják. Az SWG első akcelerátorprogramjába a világ sok részéről 240 jelentkező közül választotta ki a résztvevőket. Ekkor 80 mentort biztosított a vállalkozókkal történő együttműködéshez, s azt ígérte, hogy 15 ezer eurós hozzájárulást és mentori támogatást nyújt 8 százalékos tőkerészesedés fejében a kezdő cégeknek (*Balcerzak [2020]*).

2016-tól kezdve azonban, amikor új vezérigazgató került a cég élére, egy sokkal expanzívabb szakasz kezdődött a vállalat életében, aminek nyomán az akcelerált cégekből álló portfólió mérete európai léptékkel mérve is rendkívül megnőtt. Ezt követően először Lettorszában és Litvániában terjeszkedett, majd 2020-ban már Olaszország következett. Számos regionális projektet is indított a Balkánon, Ukrajnában és Észak-Európában, sőt még Afrikában is. Az évente finanszírozott cégek száma ezzel 40-50 darabra nőtt. A terjeszkedés során a kevésbé ellátott területekre koncentrált, elkerülve a nagy, már telítődött piacokat, így került a figyelme középpontjába Kelet-Közép-Európa, majd Ukrajna. Ez utóbbi kifejezetten olyan piac volt, ahol még csak kevés résztvevő segítette a startup-ökoszisztéma fejlődését. Az SWG megjelenésekor

még nem volt állami segítség, és akcelerátorok sem léteztek e piacon. Olaszország azért számított különleges lépésnek, mert bár a piaca elég nagy, a startup-ökoszisztémájának még fel kellett zárkóznia az európai szintre. Ugyancsak új megoldást hozott az az észt fővárosban, Tallinban 2022 márciusában meghirdetett hibrid (online és offline) program, amely öt hónapos intenzív szoftverszolgáltató (*Software as a Service, SaaS*) programot szervezett kezdő vállalkozók számára. A szigorú kiválasztási eljáráson sikeresen túljutó fiatal cégek számára az SWG 55 ezer eurós befektetést kínált az induló cégek 9 százalékos üzletrészéért cserébe, fenntartva a későbbi – úgynevezett követő finanszírozás keretében – újabb befektetések lehetőségét. A képzés során az SWG akcelerátor a jelentkezőknek 250 potenciális mentort, 200 lehetséges befektetőt, valamint 600 olyan cégkapcsolatot kínált, amelyek az akcelerátor holdudvarához tartoztak (*Wanat* [2022]).

Az SWG három hónapos személyes részvételt igénylő akcelerátorprogramot kínál Észtországban, Lettországban vagy Litvániában. Elsősorban az értékesítésre és a skálázódásra – azaz a kapacitások igényekhez illeszkedő növelésére – összpontosít úgy, hogy befektetéséretté, hat hónapon belüli tőkebevonásra teszi képessé a résztvevő csapatokat. Az SWG négy szakterületen – a szoftver, a fintech, a kiber és a fenntarthatóság területén – működő startupoknak, illetve csapatoknak nyújt részvételi lehetőséget. Nagy hozzáértésű coachok és mentorok a vállalati funkciók alapvetően négy területén nyújtanak a résztvevők számára segítséget (a vállalat értékének a meghatározása, bemutatkozás, értékesítés és árazás), s a résztvevők több mint 250 nemzetközi hírű üzleti mentor segítségét vehetik igénybe. Az SWG az akcelerátorprogramjában előzetes válogatás után 30 ezer eurós hozzájárulást nyújt tőkerészesedés fejében. Segít az értékesítés megszervezésében, a célközönség beazonosításában az ügyletkötés lezárásáig, s ingyenes irodákat biztosít a program idejére.

Valójában az SWG akcelerátorprogramja olyan, mint egy MBA-kurzus, csak épp néhány hónapra összesűrítve úgy, hogy egyéni tartalmat nyújtson az egyedi startupötletekhez. A képzés lényegében három részből áll: üzletfejlesztésből, értékesítési és marketingrészből, valamint a tőkegyűjtés témájából. Emellett számos egyéb tevékenység is helyet kap benne, így egymás meghallgatása, a cégek bemutatkozásának megtanítása. A program keretében sokféle szempontból kapnak támogatást a résztvevők, a mentorálástól kezdve a kulcsfontosságú célok kialakításán és a mérföldkövek lerakásán át egészen a csapatok által elért eredmények értékeléséig.

A programok nagyon intenzívek: olyan, mintha a résztvevők edzőtáborban vennének részt, jóformán együtt laknak 3–5 hónapon keresztül,

ahol két SWG-beli szakember vezeti a programot, miközben a csapatok száznál is több nemzetközi mentorral kerülnek kapcsolatba. A tőke befektetésén kívül a későbbi finanszírozás érdekében az akcelerator elősegíti a megfelelő befektetőkhoz történő hozzáférést. Sok cég az SWG nagy előnyének épp a hálózatának kiterjesztéséhez, majd a tőke megszerzéséhez nyújtott későbbi segítséget tartja. A „senkit sem hagyunk magára az SWG-beli részvétel után” szlogen azt jelzi, hogy az akcelerator egészen addig nem engedi el a cégek kezét, amíg a következő jelentős befektető meg nem jelenik a színen.

Ez az utógondozási program kétféleképpen működik. Egyrészt elvárják, hogy cégeik később is rendszeresen beszámoljanak nekik, míg negyedévente az SWG-sek is felkeresik cégeiket, s alkalmi találkozót rendeznek számukra, továbbá segítik őket a tőkeszerzésben, a jogi problémák megoldásában és az alapítókat érintő kérdésekben. A korábban náluk végzetek élénk közösségi életet élnek, s évente egyszer szervezeten is találkoznak. Sok cég között alakul ki ezáltal egyedi személyes kapcsolat, ami a későbbiekben is segít a problémák megoldásában.

Az SWG az akcelerált és finanszírozott időszakot követően is nyomon követi cégeinek sorsát: követési rátája közel 50 százalékos. Ezáltal olyan élő hálózatot épített ki portfóliócégeinek alapítóiból, amelyet az újabb és újabb csoportok indításakor referenciaként és mentorként egyaránt tud hasznosítani. A korábbi akceleratorprogramokban részt vett startupok utógondozását az érintettek nagyra értékelik, később is meghallgatják a problémáikat, és személyre szabott tanácsokat nyújtanak a számukra. Az SWG által mentorált és akcelerált cégek 77 százalékos túlélési rátája sokkal magasabb, mint más hasonló korú cégeké. A startupok rendkívül kockázatos piacán az SWG által akcelerált vállalkozások több mint fele továbbra is aktív és növekszik. Tízből több mint hét cég a felkészítéstől számított fél éven belül 100 ezer dollárt meghaladó összegű magvető szakaszbeli finanszírozást tudott szerezni. S bár a tőke megszerzése önmagában nem cél, sok korai fázisú vállalkozásnak egy kedvező kondíciókkal történő magvetőbefektetés gyors megszerzése erőteljes hatású a túlélés és a növekedés szempontjából. Az akcelerálás idején a vállalati coachok működése és egy nagyon kiterjedt befektetői hálózat teszi lehetővé az SWG által kiválasztott induló cégek számára, hogy társaiknál sikeresebbek és gyorsabbak lehessenek. A cég által közölt adatok szerint 2022 májusáig 258 portfóliócégük 70 millió eurós befektetést tudott összegyűjteni, ami hatezer alapító számára tette lehetővé az indulást.

Az SWG tapasztalatai szerint nem elég a jelentkező csapatok vezetőjének képességeit és ambícióit vizsgálni az akceleratorokba jelentkezők kiválasztásánál, fontos a csapat egészének együttműködési képességét is

megnézni, azaz hogy képesek-e együttműködni, illetve hogyan viselkednek a tényleges feladatok megoldása során. Fontos tapasztalat a megfelelő időzítés. Amikor ugyanis egy részt vevő csapat időben túlzottan a piac előtt jár, akkor nem biztos, hogy túléli azt az időszakot, amíg az adott ágazat elér egy olyan fejlettségi fokra, amelyen már valódi kereslet alakulna ki a cég terméke iránt.

Az SWG az utóbbi időben kelet-közép-európai régión kívüli területekre is kiterjesztette működését, 2022-ben a legtöbb, általa támogatott startup már Olaszországban működött, ezt követték számban az ukrán, a török és a kenyai startupok. Ugyancsak új irodát nyitott Bilbaóban és Malagában, valamint Milánóban. Továbbá egy online programot futtat Afrikában, ahol idővel a fizikai jelenlétét is szeretné megerősíteni.

A régióbeli akcelerátorok fontos tapasztalata, hogy a startupok túlélése szempontjából meghatározó az akcelerálást követő befektetési forduló. Ezért nagyon lényeges a saját alap által biztosított befektetés lehetősége, amit angyalbefektetők és más kockázatitőke-alapok mellett maga az akcelerátor, illetve a vele közös tulajdonosi körbe tartozó kockázatitőke-alap biztosít a végzősöknek. Az SWG sem csupán akcelerátorként, hanem *kockázatitőke-alapként is tevékenykedik*. Első alapjának az értéke 2022-re 9,4-szeresre emelkedett, amelyből 2017-ig fektetett be az általa akcelerált és más cégekbe. 2023 elején 25 millió euróval zárta egy új, később 45 millió euróra bővíteni tervezett alapjának első befektetési körét, amelyből Dél-Európától Afrikáig kíván a globális befektetők figyelmét elkerülő piacokon befektetni.

A Startup Wise Guys nem az egyetlen sikeres üzleti akcelerátor Kelet-Közép-Európában. Csehországban 2011-ben létrehozott Startup Yard akcelerátor kezdte legkorábban a működését, már húsznál több országból származó 86 startupot indított útjára, s 33 sikeres kilépésen van túl. A náluk képzett cégek közül 47 összesen 30 millió eurós árbevételt ért el. A Startup Yard különlegessége, hogy magánforrásokból működik. Szakterülete többek között a robotikára, a kriptográfiára, a kibervédelemre, az előrejelzésekre és a mesterséges intelligenciára terjed ki. Három hónapos képzéseinek kezdetén a részt vevő cégalapítók 20 ezer eurót kapnak, majd a legsikeresebb csapatok a képzést követően ismételt finanszírozásban is részesülhetnek. Sikerét jelzi, hogy portfóliócégeinek több mint fele kilenc évvel az akcelerálást követően még aktívan működött. Az akcelerátor menedzseri csapata technológiai vállalkozókból és befektetőkből áll. Befektetési területe elsősorban Kelet-Közép-Európa, ahonnan az előmagvető és magvető cégek jelentkezését várja. Nem kér díjat, s körülbelül 5 százalékos részesedést vár el az akcelerált cégekben. Évente egy képzést indít,

ahová rendszerint tíz startupot választ ki. Legsikeresebb az üzleti tervezés és a pénzügyi tervezés terén, ami lehetővé teszi, hogy a résztvevők életképes és prezentálható terveket készíthessenek jövő befektetőik számára. Ugyancsak hozzájárul a vállalatok közötti (*Business to Business, B2B*) értékesítési jártasság javításához és a marketingismeretek elsajátításához. Workshopok keretében értékesítési és marketingspecialista mentorokat bevonva segíti a képzést. Az akcelerálás során a Startup Yard „tolja” előre – az alapítókra koncentrálva – a csapatokat. A program befejeződése után már a „húzás” következik, azaz erőforrást nyújt a cégei számára. A három hónapos képzés alapján az alapítók már tisztában vannak azzal, hogy mely kérdések megoldásában fordulhatnak az akcelerátorhoz, s fontos, hogy az itteni stáb elérhető legyen a számukra. A Startup Yard legsikeresebben akcelerált cégei közé tartozik a Rossum, a Neuron Soundware, a Gjirafa, a BudgetBakers, az Qoobus, valamint a SatisMeter.

Viszonylag későn, 2017-ben jelent meg a kelet-közép-európai akcelerátorok piacán a lengyel ReaktorX, mely a régió egészéből jelentkezők számára kínál előmagvető és magvető szakaszban tartó cégkezdeményeknek évente két ízben, egy-egy tíz hétig tartó képzési lehetőséget. Egy-egy időszakra rendszerint 10-15 startupot választ ki. A részvételi díj 700 euró. Cserébe 20 ezer eurós szolgáltatást nyújt workshopok, üzleti mentorálás és befektetői találkozók szervezésére. Két évre szóló egyszázalékos tulajdonosi részesedést kér az adott cég vezető mentora számára, s ugyancsak egy százalékot az akcelerátor számára. Emellett az akcelerátor opciót is szerez további 50 ezer eurós befektetésre 8 százalékos tőkehányad fejében a vele szerződött kockázati tőke-alapok számára, így többek között a SMOK Ventures számára, amelynek alapítói közötti átfedés megkönnyíti az együttműködést. 2021 tavaszáig a ReaktorX már 73 startupot készített fel, amelyek fele hosszú távon is működőképes maradt. Legsikeresebb mentoráltjai közé tartozik például a Renderro, a Hashiona, a HiPets, a Lofty vagy a Futuresalt Entertainment.

A konkrét szakterületre koncentráló szervezetek közül a mesterséges intelligencia területén globálisan működik az – erőteljesen a Poslovna vállalat szakértelmére támaszkodó – BIRD Incubator elnevezésű szervezet, amely Horvátországban nyitotta meg 2019-ben kapuit. A felvett jelentkezők hat hónapon keresztül kapnak lehetőséget arra, hogy mentoraiktól és más szakértőktől tanuljanak anélkül, hogy formalizált oktatási programban vennének részt. Nem csupán fizikailag nyílik le-

hetőségük az inkubátoron belüli munkavégzésre, összesen 400 ezer dollárnak megfelelő csomagot is kapnak. A BIRD inkubátor már több mint 40 nemzetközi inkubátorral, alapkezelővel, vállalattal és kutatóintézetrel lépett kapcsolatba, amelyek közül az első egy indiai mikroalap volt, később norvég, angol és német szervezetekkel is felvette a kapcsolatot a közös képzés érdekében (*Kostanic* [2021]).

A romániai Rubik Hub akcelerátor évente kétszer egész Kelet-Közép-Európára hirdeti meg a négy hónapig tartó programjait, amelyekbe egyenként 22 startupot válogat be, előnyben részesítve az orvosi technológia, a klímavédelem, a fintech és a fenntarthatóság kérdésével foglalkozó startupokat. A jelentkezőknek nem kell díjat fizetniük, és az akcelerátor sem tart igényt tőkerészesedésre a cégekből, továbbá 6 ezer eurós támogatást nyújt a résztvevőknek. Olyan korai fázisú cégeket válogat ki, amelyek az első fizető vásárlóikat keresik, képesek eljutni az első befektetési fordulóig, és alkalmasak a nemzetközi piacokon való terjeszkedésre (skálázódásra). Hozzáférést kapnak egy úgynevezett startuptámogató csomaghoz, amelynek része – egyéb szolgáltatások mellett – egy 150 ezer dolláros hitel. A képzést követően sem szakad meg a kapcsolat az alapítókkal: a befektetők workshopokat tartanak, és a cégek konkrét igényeihez szabott személyes találkozásokon vehetnek részt. A képzés egy négy hónapos személyes képzőtáborral indul, amely bemutatkozó nappal ér véget. A leginkább motivált cégeket befektetéséretté tevő programra választják ki, számukra az akcelerálás egy további hat hónapos munkával folytatódik. Az akcelerátorhoz 150 mentor kapcsolódik, beleértve befektetőket, startupalapítókat, a tudományos élet képviselőit és különböző szakterületről érkező szakértőket. Az akcelerátor legújabb képzése az amerikai piacot megcélzó európai cégeknek szól. Startupjaik egyesült államokbeli terjeszkedését – számos észak-amerikai alapító, befektető és mentor ismereteire támaszkodva – költség-, verseny- és jogi oldalról igyekeznek elősegíteni.

Kelet-Közép-Európa vezető *egyetemi* inkubátora, a CEU Innovations-Lab a Central European University közgazdasági karával együttműködésben indult 2016-ban. Programjai havonta átlagosan kilencórás egyéni vagy csoportos mentorálást biztosítottak, egyénre szabott vállalkozói üléseket, hozzáférést nyújtottak budapesti és bécsi közösségi (*co-working*) irodákhoz, s lehetőséget teremtettek amerikai, ausztrál és magyar piacokon történő terjeszkedésre. A CEU ILab a Central Euro-

pean Startup Award Magyarország legjobb inkubátora díjat is elnyerte (*Potepa* [2021]). A CEU hozzájárulását részben a helyszín és a fizikai infrastruktúra jelentette, valamint az, hogy a mesterszakos diákok az ILabban dolgozó csapatokkal készítették el diplomamunkájukat. A mentorok jelentős része vagy az egyetemen tanított, vagy már tapasztalatot szerzett valamely szakterületen. A program ingyenes volt, nem kért hozzájárulást, és nem adott tőkét. Az inkubátor – hogy ne kelljen beragadnia olyan tulajdonosi részesedésekkel, amelyeknél nem haladt a projekt – 2019 után másfél százalékos részvénycsere- (*swap equity*) opciót kért a részt vevő csapatoktól. Az inkubátort 100 százalékban az egyetem finanszírozta, évente körülbelül 200 ezer euróval. Évente kétszer vettek fel új csapatokat. Az első projektükben az Absorice cég szerepelt, a másodikban a Talk-A-Bot (*Bánáti* [2020]). A sikeres inkubátor-szervezet a CEU Ausztriába költözését követően megszűnt.

A kelet-közép-európai inkubátorok és akcelerátorok között is fontos szerepet tölthetnek be a *nagyvállalatokhoz* kötődő szervezetek. A nagyvállalatokhoz kötődő programok indítását az érintett multinacionális cégek rendszerint jó nevű nemzetközi akcelerátorokra bízják. Ez a gyakorlat érvényesült a kelet-közép-európai induló vállalkozásokat megcélzó számos nagyvállalati program esetében is. A nemzetközi nagyvállalatok által indított inkubátorok/akcelerátorok száma igen nagy. Lengyelországban található többek között a Hub:raum, a T-Mobile, az Orange Fab, az Aviva, a Startup Collider, a PWC, az MIT Enterprise Fórum és a Space⁹.

Kifejezetten kelet-közép-európai cégek növekedését igyekszik 2017 óta előmozdítani a vállalati tanácsadó Price Waterhouse Coopers (PwC) cég PwC Startup Collider elnevezésű – a cég kelet-európai és lengyel leányvállalatai által közösen indított – féléves gyorsító programja. Ezen szervezet minden olyan vállalkozó és innovátor számára támogatást kínált, amely a kelet-közép-európai régióban tervezte cége expanzióját. A Varsóból irányított program jelentkezői számára rendelkezésre állt a globális piacon működő PwC ügyfeleinek nemzetközi tudása és kapcsolatrendszere, mentorhálózata, szakmai rendezvényeken történő támogatás igénybevételei lehetősége, valamint nemzetközi befektetők előtti bemutatkozás szervezése.⁹

⁹ PwC Startup Collider – CEE Scale-Up Hub (<https://www.pwc.pl/en/startup-collider.html>).

A Huge Thing lengyel akcelerátor tapasztalatai szerint ígéretes jelenség a startupok és a nagyvállalatok együttműködésének fellendülése, különösen mivel a startupok fejlődésében az egyik legfontosabb pillanat az első olyan jelentős ügyfél megszerzése, amely a cég létjogosultságát igazolja. Az akcelerátorok épp abban tudnak segíteni, hogy a fiatal cégek kapcsolatba kerülhessenek a nagyvállalatokkal.

A magyar startupvilág támogatásához például olyan külföldi és hazai, állami és magántulajdonban lévő nagyvállalatok is hozzájárultak, amelyek jövője erőteljesen függött a technológiától.

2017-ben a magyarországi székhelyű OTP Bank a tulajdonában lévő PortfoLion kockázatitőkealap-kezelővel közösen indított el fintech startupok számára egy pénzügyi jellegű, nemzetközi akcelerátorprogramot. Olyan cégekbe tervezett befektetést, amelyekben növekedési képességet, ígéretes pénzügytechnikai innovációt látott. A bank OTP Startup Partner programját évente hirdeti meg, amelyben a bekerülő intenzív növekedési fázisban lévő cégek lehetőséget kapnak arra, hogy a bankkal közösen innovatív banki tesztprojektet valósítsanak meg mentorok és szakértők segítségével. 2019-től az OTP Bankcsoport öt külföldi leánybankja is bekapcsolódott e programba, amely a legjobban teljesítő cégek esetében kiegészült egy hat hónapos további együttműködést támogató időszakkal is (*StartupCafe* [2019]).

Az OTP mellett más magyarországi bankok, így a K&H, az MKB és a CIB is befektetett magyarországi inkubátor- és akcelerátorprogramokba startupok számára, de energiaipari cégek (Mol, MVM) és telekomcégek is aktívan keresték és támogatták a sikeres fiatal cégeket a saját területeiken (*Kerényi* [2018], [2019]). 2017-től kifejezetten megnőtt a nagyvállalatok által indított olyan magyarországi inkubációs programok száma, amelyek nemcsak helyi csapatokat, hanem más európai országokból érkező jelentkezőket is felvesznek.

A Techstars számos nagyvállalat megbízásából indít akcelerációs programokat – az általa létrehozott, de időközben függetlenné vált Global Accelerator Network is eleget tesz ilyen megbízásoknak. Európában kifejezetten megfigyelhető a cégépítő szervezetek (*corporate venture builder*) – más néven nagyvállalati startupstúdiók – előretörése a nagyvállalatok körében. 2022 elején már 134 nagyvállalat rendelkezett ilyen vállalatépítő szervezettel, s 32 nagyvállalat hozott létre belső részleget startupok felépítésének céljával (*Palmer* [2022]).

Miközben a kelet-közép-európai régióban a nagyvállalati akcelerátorok fontos szereplői az akcelerátor- és inkubátorprogramoknak, addig az Európa fejlettebb részein végzett felmérések már azt jelzik, hogy *a nagyvállalatok egyre inkább kezdenek kiábrándulni az általuk indított akcelerátorprogramokból*. Nem látják tisztán ezek működési módját és kínált előnyeit – igaz, általában is elégedetlenek saját innovációs erőfeszítéseik eredményességével. Valójában azt is megkérdőjelezzik, hogy az elterjedt akcelerátormodellekben használt programok valóban értéket hoznak-e létre a részt vevő startupok és az érintett nagyvállalatok számára. Más innovációs megoldásokhoz képest – így a felvásárlás, az akcelerátorindítás, valamint új cég felépítését célzó részlegek kínálta innovációt elősegítő lehetőségek közül – a hagyományos felvásárlást találták a leginkább célravezetőnek.

Részben privát forrásból működnek a régiónak azok az akcelerátorai, amelyek *helyi kockázatitőke-alapok szervezésében* jöttek létre vagy amelyekkel kockázatitőke-alapok szerződtek az akcelerátorokból kikerült jelentkezők felkarolására. Olyan eset is előfordult, hogy maguk az akcelerátorszervezetek hoztak létre kockázatitőke-alapot annak érdekében, hogy az általuk felkarolt és piacra segített fiatal cégek további sorsát is maguk tartsák kézben, s lefölözzék az ezzel járó hasznot. A tapasztalatok szerint a később üzletileg is sikeressé vált akcelerátorszervezetek többnyire olyan vállalkozók kezdeményezésére és magánforrásaiból jöttek létre, amelyek korábbi eredményes vállalkozásaik keretében szerzett tapasztalataikat és tőkéjüket felhasználva indítottak régióbeli akcelerátorszervezeteket. E kezdeményezések egy-egy országból kiindulva, idővel nemzetközi terjeszkedésbe is fogtak, s immár nem csupán a régióban működnek, hanem Európa más országaiba is exportálják a szakértelmüket, stábjukat, illetve működési modelljüket. Több magyarországi kockázatitőke-alap is indított saját inkubátorházat, illetve akcelerációs programot. Így például a Traction Labs Zrt.-t a PBG FMC alapkezelő, az AVEC Akcelerátor programot a Day One csoport, a DBH SeedStart a DBH csoport hozta létre.

Ugyanilyen megfontolásból ismert és népszerű nyugat-európai és amerikai akcelerátorok is nyitottak a régió egy-egy országában *helyi irodát*, ahová a régióból verbuváltak jelentkezőket. E megoldás az itteni vállalkozók és csapatok számára megkönnyítette a bekapcsolódást, mivel nem kellett kiutazniuk az anyaakcelerátor székhelyére. A Palo

Altóból 2009-ben indult nemzetközi hírű Founder Institute, amely már 200 országba exportálta vállalkozói tréningjeit és startupindító modelljét, 2019-ben nyitotta meg első Szilikon-völgyön kívüli helyi irodáját Szófiában, amely nem csupán Bulgáriában volt aktív. A Founder Institute Bulgáriában már 2015 óta akcelerált ottani cégeket, amelyek közül 35 végzett sikerrel, s hat talált befektetőt 2019-ig. A Founder Institute lengyel leánycége főként olyan alapítók számára nyílt meg, akik nagyvállalatnál dolgozva tervezték saját startupjuk létrehozását. Ez a képzési forma többnyire ingyenes, és tőkerészesedést sem igényelt. Az intézmény Horvátországban is jelen van – nemcsak oktatási tanfolyamaival, hanem közösségi rendezvények szervezésével is. A Founder Institute szervezésében a kelet-közép-európai országokból érkező, sikeresen akcelerált cégek közé tartozik többek között három bolgár cég (a Migota Ltd., az Umni.co és az EduMagic), a román Meetgeek.ai cég, valamint a horvát Orioly vállalkozás.¹⁰

Természetesen mód van arra is, hogy a régióbeli vállalkozói csapatok eleve a híres amerikai és nyugat-európai akcelerátorokban történő részvételre pályázzanak. Az Y Combinatorba 2005 óta felvételt nyert mintegy kilencezer alapító között azonban meglehetősen kevés, csak mintegy félszáz kelet-közép-európai vállalkozás található. A legmagasabb számban (16) lengyel alapítókat vettek fel, közöttük a Vue Storefront és az Authologic cégeket. A második legnépesebb régiós csoport a szlovén volt, nyolc alapítóval, míg az észti csapatok közül eddig öt jutott be. A magyar csapatok négy helyet szereztek, közülük a Bitrise és Menten AI cégek. Ugyancsak négy cseh és a litván alapító jutott be, míg a horvát (Wasp) és az ukrán jelentkezők közül három-három volt sikeres. A lett cégek közül kettő – a GitLab és az Aeronex – nyert felvételt, az egyetlen román befutó a Nestor cég volt, s ugyancsak egy szlovák csapat került be az Y Combinator programjaiba.¹¹

A Global Accelerator Network (GAN) független akcelerátorok, nagyvállalatok és befektetők szövetségeként kapcsolja össze a startupokat pénzügyi és emberierő-forrásokkal. A GAN által startupmentoroknak szóló előadások a legjobb amerikai gyakorlatokkal ismertetik meg

¹⁰ Founder Institute: About us (<https://fi.co/about/>).

¹¹ Y Combinator: Founder Directory (https://www.ycombinator.com/companies/founders?current_regions=Slovakia).

a jövőbeli mentorokat. A GAN szervezetéhez kapcsolódik egy GAN Ventures kockázatitőke-alap is. A GAN-t eredetileg az amerikai Techstars hozta létre azzal a céllal, hogy az akceleratorágazat résztvevőinek tevékenységét összehangolja, összekapcsolja és a legjobb gyakorlatok alapján standardizált modelleket dolgozzon ki. 2014 óta azonban a GAN már a Techstarstól függetlenül működik, s 120-nál is több országban indított programokat, amelyek 19 ezernél több startupot támogatott tíz év alatt. Kelet-Közép-Európában a GAN szervezetéhez öt akcelerator tartozik, egy bolgár (Eleven), két cseh (Start it @ČSOB és a Startup Yard), továbbá két magyarországi banki akcelerator (Start it @K&H és a Start it @KBC).

Állami szerepvállalás az üzleti inkubátorok és akceleratorok kelet-közép-európai piacán

Az állam szerepe a régió üzletiinkubátor-/akcelerator-piacán indokolt és igen sokszínű. Egyrészt a szocializmus időszakában a vállalkozói tudás erősen megkopott, nem voltak családi minták a tudás megszerzéséhez. A régióbeli startupok emiatt különösen segítségre szorultak, szorulnak. A régióban már piacra lépett kockázatitőke-alapok viszont nem elég erősek, és nem is rendelkeznek megfelelően speciális tudással ahhoz, hogy kiemelt figyelmet tudjanak szentelni az ígéretes induló cégek kezdeti problémáinak. A rendszerváltáskor eleinte inkább a már létező termékkel megjelenő vállalkozásokat keresték, s számukra a szokásos egyedi befektetési összegek nagysága is többnyire meghaladta az induló cégek szárnypróbálgatásához szükséges kezdeti szerényebb tőkeigényt.

A vállalkozásindításhoz szükséges tudás megszerzése érdekében kezdetben számos önkormányzati és vállalkozói/érdekképviseleti szervezet indított képzéseket. Az inkubálás/akcelerálás beindításában az állam sokféle formában és jelentős összegekkel vett részt. Egyrészt az Európai Unió felzárkóztatási forrásaiból célzott inkubációs/akcelerációs állami programokat hirdetett meg, amelyek szigorú előírásokat tartalmaztak az összegek felhasználására, és társfinanszírozást nyújtottak magáninkubátorok és -akceleratorok létrehozásához. Másrészt az állami források segítségével feltőkésített kockázatitőke-alapok is elindították saját akceleratoraikat. Harmadrészt európai szinten olyan üzletiin-

kubátor-szervezeteket is létrehoztak, amelyek igen kis hányadban, de Kelet-Közép-Európából is fogadtak jelentkezőket, s amelyek esetenként e régióban is nyitottak irodákat.

Az állami források részben a magánakceleratorok működési költségeihez járultak hozzá, más esetekben az akceleratorok menedzsmentjének nyújtott szakmai tanácsadás révén vagy olyan irányelvek kibocsátásával vettek részt a piac fejlesztésében, amelyek az akceleratorok számára meghatározták a jelentkezők kiválasztását vagy a nyújtandó szolgáltatások körét. Volt, hogy a kormányzat innovációs ügynöksége határozta meg a programok alapvető vonásait, s csupán az egyes akceleratorok működtetését szervezték ki privát menedzseri csapatokhoz, így az állam finanszírozta az akceleratorok által a portfóliócégekben megszerzett részesedést.

Bulgáriában a 2014 és 2020 közötti időszakra szóló Innováció és versenyképesség elnevezésű operatív programban létrehozott ügynevezett alapok alapja keretből többek között finanszírozásban részesült a Vitosha Venture Partners kockázatitőke-alapja, valamint a Vitosha Accelerate elnevezésű program. A gyakorlatban az állami támogatás úgy valósult meg, hogy a Vitosha akceleratoriós programban részt vett cégek közül öt vállalkozás bekerült az állam által feltőkésített Vitosha kockázatitőke-alap cégei közé.

Észtországban a gazdasági minisztérium 2011-ben indított programja keretében az Enterprise Estonia három üzleti akceleratorot hozott létre. 2014-ben az Estonian Development Fund (EDF) vette át a program irányítását, s ezzel a nemzetközileg versenyképes cégek támogatását elősegítő helyi kockázatitőke-alapok fejlesztésére került a hangsúly. Két célcsoportot választottak ki. Egyrészt a magvető és startup fázisban tartó cégeket, amelyekbe az EDF leányvállalata, a SmartCap állami kockázatitőke-alap magánfinanszírozókkal együtt fektetett be tőkét. A másik célcsoportot az előmagvető és magvető fázisú startupokat finanszírozó üzleti inkubátorok képezték, amelyeket az EDF finanszírozott. Az EDF megszűnte után 2017-től a SmartCap átszervezte saját közvetlen befektetéseit, amelyekben már összeolvadtak a korai fázisú kockázatitőke-alapokba, valamint üzleti akceleratorokba történő befektetések (Michelson [2018]).

Lettországban 2017-ben egy 15 millió eurós akceleratoriós program indult az Altum befektetési bank közvetítésével, a tőkét egyenlő arány-

ban felosztva három nyertes akcelerátor között. Az állami tőkét további 1,35 millió eurós privát befektetőktől érkező forrás egészítette ki. Az akcelerátorok által a portfóliócégekbe történő egyedi befektetések összege az előmagvető szakaszban 50 ezer euróig, a magvető szakaszban 250 ezer euróig terjedhetett (*Asere* [2021]).¹² Lettország az akcelerációs szakaszt megelőző inkubációt külön is támogatta 13 inkubátor létrehozását finanszírozva. Ezek az inkubátorok az előinkubációs szakaszban olyan vállalkozókat segítettek, akiknek a cége már jól kidolgozott üzleti ötlettel rendelkezett, de még nem érte el a hároméves működést. Az inkubálás során a K + F-költségek és a működéshez szükséges szolgáltatások árának a felét térítették meg, valamint a berendezések vásárlásának finanszírozásához járultak hozzá öt- vagy tízezer euróig úgy, hogy a vállalkozók előfinanszíroztak, majd utólag 30 százalékos visszatérítést kaptak. A támogatás négy évig tartott, amennyiben a cég elérte az inkubáció során megállapított célokat.¹³

Litvániában két állami akcelerátoralap és két előmagvető alap jött létre, a Startup Wise Guys és a 70 Ventures kezelésében.¹⁴ Litvánia egy másik típusú akcelerálásra szóló intézményét, az Accelerator 2 szervezetet az Innovation Fund finanszírozza. Ezt 2020-ban hozták létre állami forrásokból, a gazdasági és innovációs minisztérium, a pénzügyminisztérium és az Invega közös kezdeményezésére. A kockázati tőke befektetésére szolgáló eszköz üzleti ötlettel rendelkező magánszemélyek számára előmagvető és magvető tevékenységet finanszíroz.¹⁵

Lengyelországban a Start in Poland elnevezésű program meghirdetése a közel hárommilliárd zloty révén Kelet-Közép-Európában a legnagyobbaknak minősült. Az európai uniós forrásból finanszírozott program első fázisában 10 lengyel céget választottak ki, amelyek az akcelerátorokat létrehozták. Az egyes startupok fejlesztéséhez a nyertes akcelerátorok átlagosan 200 ezer zlotyval, az állam maximum 600 ezer zlotyval járulhatott hozzá. A program az új vállalkozásokban rejlő képességeket a nagyvállalatok infrastruktúrájával, tapasztalataival és forrásaival igyekezett összekapcsolni. A támogatásban részesült cégek

¹² <https://startuplatvia.eu/acceleration-funds/>.

¹³ Magnetic Latvia Business Incubators. <https://startuplatvia.eu/magnetic-latvia-business-incubators>

¹⁴ <https://invega.lt/en/business/all-services/114/accelerator-funds-41>.

¹⁵ <https://invega.lt/en/business/all-services/114/accelerator-2-101>.

– mentorok ellenőrzése mellett – termékeik kialakítására, üzleti modelljeik kidolgozására fordíthatták a támogatást.

Lengyelországot a kormány az európai alapokból finanszírozott Intelligent Development Programme segítségével az innovatív ötleteket megvalósító cégek kelet-közép-európai középontjává kívánta tenni. E célt szolgálta a Poland Prize program, amelyet 2018 és 2020 között valósított meg a lengyel fejlesztési ügynökség, a Polish Agency for Enterprise Development (PARP). Az ügynökség lengyel akceleratoroknak segített új cégek indításában vagy az országba történő áttelepítésében. PARP 2019-ben jó néhány olyan akceleratorral működött együtt, amelyek már tapasztalatot szereztek a külföldi startupokkal történő együttműködésben. Ezek közé tartozott például a fintech területén működő Huge Thing, az úrkutatás területén dolgozó Space3ac, a StartUp HUB Poland elnevezésű szervezet Prize elnevezésű akcelerációs programja, a Gdansk Entrepreneurship Foundation, az AD Ventures akceleratorprogramja és a Brinc Limited elnevezésű hardverprojekt. A program eredményességét jelzi, hogy 2019-ig a kockázatitőke-befektetésben részesült lengyel startupok 24 százaléka akceleratorok segítségével jutott tőkéhez.¹⁶ 2021-ben pedig e program megújításában újabb tíz akcelerator vett részt.¹⁷

Magyarországon az állam egyre nagyobb szerepet vállalt inkubátorok és akceleratorok létrehozásában és finanszírozásában. 2013-ban hirdették meg az Akkreditált Technológiai Inkubátor (ATI) elnevezésű első olyan állami inkubációs programot, amely négy technológiai inkubátor felállítását és támogatását célozta meg (ACME Labs, Acquincum Technológiai Inkubátor, Digital Factory, iCatapult). A program keretében 60 millió forintot nyerhettek a pályázók. Az inkubátorok két évig a náluk kinevelt induló cégek finanszírozását 85 százalékban fedezhették a támogatásból, 15 százalékot pedig a saját erejükből. 2014-re már 11 olyan üzleti és technológiai inkubátor működött az országban, amely nemcsak irodai férőhelyet, hanem komplex szolgáltatásokat, befektetést és globális kapcsolatrendszert nyújtott a jelentkezők számára.

¹⁶ Polish startup ecosystem, 2019.szeptember 10. <https://tap2pay.me/polish-startup-ecosystem>

¹⁷ Startup Poland Foundation, 2022. <https://www.thefirstnews.com/tag/Startup%20Poland%20Foundation>, <https://en.parp.gov.pl/component/site/site/en-poland-prize>.

Több magyarországi régió fejlesztésére 2015 végén egy újabb állami inkubátopályázat jelent meg, 600 millió forintos vissza nem térítendő támogatást kínálva magántulajdonban lévő szervezeteknek. Ezek az államilag társfinanszírozott akkreditált technológiai inkubátorok jelentős előrelépést jelentettek a magyar piacon, mivel már valódi mentorálást tudtak nyújtani a kezdő cégek számára. A pályázat keretében 2016-ban nyolc vidéki és három budapesti akkreditált technológiai inkubátor kapott egyenként közel kétmillió eurót. Egy 2016-ban készült felmérés már 39 magyarországi inkubátor és akcelerátor működéséről tanúskodott (*Lovas–Riz [2016]*), de a magyar gyakorlat továbbra is jelentősen elmaradt a nyugat-európaiktól, mivel változatlanul sok olyan hagyományos inkubátor működött az országban, amely elsősorban adminisztratív szolgáltatásokat és férőhelyet biztosított a cégeknek, s e szervezetek jelentős hányadban állami bevételekből tartották fenn magukat. 2013 és 2016 között 14 technológiai inkubátor kapott közvetlen állami támogatást Magyarországon.

A tapasztalatokat értékelve az Innovációs és Technológiai Minisztérium a társbefektetési források felhasználásával kívánta fokozni az inkubátorok kockázatvállalási hajlandóságát. A minisztérium ezért 2 milliárd forintos keretösszeggel 2020-ban indult – Startup Factory elnevezésű – újabb állami programmal támogatta a technológiai inkubátorok már megkezdett tevékenységét. Ebben a hároméves inkubációs tevékenységgel rendelkező, a korábbi állami inkubátorprogramokban nyertes és a kiválasztás utolsó köréig eljutott pályázók vehettek részt. A beérkező tíz pályázóból végül hét szervezet nyert egyenként 300 millió forint forrást (*Computerworld [2020]*). A kiírásban sok olyan újdonság volt, amely az eredményesebb működést ösztönözte. Az inkubátorok ugyanis a projektek teljes költségvetésének 20 százalékát működésre számolhatták el, azaz az e feletti kiadásokat már saját maguknak kellett fedezniük, s a támogatási forrás 80 százalékát mindenképp az inkubált cégeknek kellett adniuk. Így nem volt teljesen „ingyen” a pénz a saját működésükre sem. A kiírásban az is szerepelt, hogy az inkubátorok részesedése az inkubált cégekben nem haladhatja meg a 24 százalékot. Mindkét előírás nagy előrelépés volt a sok visszaélésre alkalmas adó állami Jeremie-programhoz képest, ahol a kockázati tőke-alapok a saját érdekeltségi körükbe tartozó cégek szolgáltatásait adták el a portfóliócégeknek, illetve ahol a befektetők akár többségi tulajdont is kértek a cégektől. Így nem

volt véletlen, hogy az üzleti inkubátorok/akcelerátorok látványosan felpörögtek a támogatások hatására. A jól működő inkubálás/akcelerálás nyomán sok cégbe később több alap is beszállt. Örvendetes módon az állami támogatást elnyerő inkubátorok/akcelerátorok tulajdonosi hátterét tekintve sok korábbi vállalkozó, startupot már korábban is felépítő és/vagy piaci befektető volt a nyertesek között (*Bucsky* [2020]).

A legújabb magyarországi állami inkubátortámogatási program meghirdetője 2021-ben a Széchenyi Alapok állami kockázatitőkealapkezelő volt. A 10 milliárd forintos keretösszegű, inkubátorokat és akcelerátorokat feltőkésítő programban a kiválasztott jelentkezők 300 millió és 1,5 milliárd forint közötti befektetésben részesülhettek (*Növekedés.hu* [2021]). E program keretében 2021 őszén egy olyan, új kockázatitőkebefektető társaság is létrejött, amely 1,5 milliárd forintos tőkéjével a Széchenyi Alapok és az Óbudai Egyetem közös befektetőcégeként működik (*Debreczeni* [2021]).¹⁸ Kockázatitőke-alapok és akcelerátorok tulajdonosi összekapcsolódására már korábban is volt példa Magyarországon. 2012 végén például a Primus Capital kockázatitőke-alapkezelő az iCatapult akcelerátorba fektetett tőkét. 2013-ban pedig három kockázatitőke-alap – a PortfoLion, a Day One Capital, a Bonitas – kezelője a Mobilitás és Multimédia Klaszterrel együttműködve AVEC akcelerátor néven indított új akcelerátort. Ebben a három alap 30 százaléknyi privát tőkével egészítette ki a 25 milliárd forintot kezelő szervezet tőkéjét.

A 2017-ben létrehozott Hiventures kockázatitőkealapkezelő szervezet az üzleti inkubáció állami finanszírozásának Kelet-Közép-Európában is egyedülálló konstrukcióját képviseli. Az alapkezelő, mely kizárólag állami tőkét kezel, maga is állami tulajdonban van, s egyidejűleg végez inkubációs tevékenységet és kockázatitőke-befektetést. Együtt kezeli a 30 milliárd forintos kutatás-fejlesztési alapot, a 9,4 milliárd forintos digitális innovációkra fókuszáló alapot és a 6 milliárd forintot meghaladó infokommunikációs tőkealapot. Idővel az alapkezelő profilja további, fejlettebb stádiumban tartó cégek finanszírozására szolgáló alapok kezelésével is kibővült. Mivel az alapkezelőnél az inkubálás és a kockázatitőke-befektetés nem válik külön, így a Hiventures az indulása óta a portfóliójába bekerült mintegy 500 cégével európai szinten

¹⁸ A Széchenyi Tőkealap mentorként részt vett a Duna Régió nyolc országára kiterjedő, 2019-ben létrehozott Accelerator-projektben is (*Insiderblog.hu* [2019]).

is egyedülálló méretűre nőtt.¹⁹ Az innovatív termékkel vagy szolgáltatással az alapkezelőnél legalább kétfős csapattal jelentkező ötletgazdák 15–65 millió forintos befektetést kaphatnak, egységesen 9 százalékos tulajdonrész átengedése ellenében. Az alapkezelőnél az üzleti inkubáció súlyát jelzi, hogy 2020 végére az általa finanszírozott 350 vállalkozás fele tartozott a kezdeti fázisban lévő innovatív vállalkozások közé, negyede magvető szakaszban kapott tőkét, a többi cége pedig már expanzív szakaszban működött. Az inkubációs szakaszból történő házon belüli tovább lépés 2017 és 2021 között 29 vállalkozásnak sikerült, az inkubációs fázisból 17 cég lépett előre, míg a következő magvető szakaszból 12 társaság jutott el – az egymilliárd forintos befektetést lehetővé tevő – növekedési programba (*Hiventures* [2021]). A kiterjedt egyedi mentorálást igénylő inkubációs szakaszban tartó több száz cég kezelése – piaci kontroll hiányában – nem képvisel hatékony inkubációs/akcelerációs szervezeti megoldást.

Az Európai Unió közvetlen részvétele az inkubátorok és akcelerátorok finanszírozásában

Az Európai Unióba belépett kelet-közép-európai országok startupjai részt vehetnek az EU által támogatott szakmai akcelerátorszolgáltató szervezetekben. Ilyen uniós finanszírozású például az EIT Digital Accelerator.²⁰ Ez a program azonban nem a kezdő, hanem a növekedési szakaszban tartó európai digitális vállalkozások számára kínál 3 és 20 millió euró közötti olyan finanszírozási csomagot, amelyben a cégek nem részesülnek tőkebefektetésben, csupán szolgáltatásokat vehetnek igénybe az egyéves időtartamú és a kétéves követést tartalmazó,

¹⁹ A *Hiventures* Európában 2018-ban a negyedik, 2019-ben az első, 2023-ban pedig a második helyen állt a legfiatalabb cégeknek a magvető szakaszban nyújtott tőkebefektetések száma alapján (*Teare–Kunthara* [2020], *Hodgson* [2023]).

²⁰ Hasonlóan az elinduláshoz nyújtanak segítséget az Európai Unió European Institute of Innovation and Technology (EIT) üzletfejlesztési programjai (EIT Climate-KIC, EIT Digital, EIT Food, EIT Health, EIT InnoEnergy, EIT Manufacturing, EIT RawMaterials, EIT Urban Mobility, EIT Culture & Creativity). (EIT Business Creation Programmes: A Better Way to Build Your Business Get All the Ingredients to Success, <https://eit.europa.eu/activities/eit-business-creation-programmes-better-way-build-your-business>).

fix díj és sikerdíj ellenében igénybe vehető programokban, amelyekre folyamatosan jelentkezhetnek. A számos irodával rendelkező szervezet a kelet-közép-európai országok közül csupán Magyarországon tart fenn irodát. Az EIT Digital Accelerator elsősorban szolgáltatásokat kínál, s nem mentorálást vagy tréninget, ugyanakkor a jelentkezőknek nyújtott támogatást igyekszik személyre szabni, beleértve a finanszírozáshoz jutást és a piacok elérését segítő szolgáltatásait. A szervezet segít a cégeknek az *A* és a *B* fordulós tőkebevonásban, ami 3–20 millió euró közötti nagyságrendet takar, ennek során nemzetközi és nagyvállalatok által működtetett kockázatitőke-alapokra koncentrálnak. Az évente befogadott 40-50 cég alapján az akcelerátor már több mint 370 vállalkozás növekedését segítette elő. Legsikeresebb cégei között szerepel a kelet-közép-európai országokból érkezett lengyel Synerise és a CheckpointCardio bolgár cég (Balcerzak [2021]).

Az Európai Unió – azon belül az Európai Innovációs Tanács (*European Innovation Council, EIC*) – új típusú szerepvállalását képviseli a 2019-ben kísérleti programként, majd 2023-ban már hivatalosan is elindított 600 millió eurós keretű EIC Accelerator elnevezésű kísérleti program, amely 137 céget érint, és 2023-ban már 1,13 milliárd finanszírozásra tett ígéretet, amelyből 2,5 millió eurós támogatást (*grant*) és 0,5–15 millió euró értékű tőkebefektetést kívánt végrehajtani (EIC [2023]). Az akcelerálásra első körben kiválasztott cégek egy része csak támogatásra, mások támogatásra és tőkebefektetésre egyaránt pályáztak. Ez utóbbit közvetlen tőkebefektetésként vagy kvázi-tőkebefektetésként kaphatták meg a cégek, azaz átváltható hitelt is igényelhettek. Ugyanakkor a program újszerűsége miatt a támogatás lehetősége a tőkebefektetést kérő cégek számára csak hosszú várakozási idő után nyílt meg. A késedelmet az okozta, hogy ez volt az első olyan európai támogatási megoldás, amelyben az Európai Bizottság *közvetlenül a cégekbe* fektetett be, összesen több mint 15 millió euró összeg nagyságrendben. A fő dilemmát az EIC azon előírása jelentette, amely szerint az alapnak tartózkodnia kell attól, hogy vezető befektetőként vegyen részt a cégek feltőkésítésében, miközben nem volt világos, hogy a pályázó cégeknek – a kockázat megosztása érdekében – kell-e gondoskodniuk külső társbefektetők bevonásáról (Keeleen [2022]). Végül 2022 szeptemberében az Európai Bizottság az EIC Fund átstrukturálásáról döntött, s megbízott egy külső alapkezelőt (AlterDomus Management

Company) a tényleges befektetési döntések meghozatalával az EIC által kiválasztott 139 startup és kis- és közép vállalkozás esetében. Valójában így az EIC Accelerator résztvevőiről is ez az új alapkezelő hozhatja meg az irányelveknek megfelelő döntést (EIC [2022]). Az EIC kísérleti programjában a pályázó cégek közül nagyon kevés kelet-európai vállalkozás kapott támogatást, mivel 65 támogatást nyert cég közül csupán három érkezett a keleti blokkból: Horvátországból, Észtországból és Magyarországról (Haeck–Coi [2021]).

A nemzetközi inkubátorprogramok értékelésének eredményei – például Izraelben, Szingapúrban, Finnországban vagy Hollandiában – azt jelzik, hogy a befektetést tudással kombináló megoldások különösen hatékonyak, főleg akkor, ha a vissza nem térítendő állami támogatás társbefektetői formában összekapcsolódik a technológiai inkubátor privát tőkéjével. Ebben a formában a magáninkubátorok és az állam érdekei alapvetően egybeesnek. Az is előny, hogy az állam nem válik tulajdonossá, hanem csak elvárásokat fogalmaz meg, a működést teljes egészében rábízva a körültekintően kiválasztott üzleti inkubátorok szakértőire. Azáltal, hogy az állam a befektetési kockázat jelentős részét támogatás formájában átvállalja, az inkubátorok/akcelerátorok merészebben tudnak befektetni, diszruptív, nagy megtérülést ígérő, nagy nemzetgazdasági potenciállal kecsegtető, ugyanakkor kockázatosabb startupokba (NKFI [2021]). Ebben a konstrukcióban az inkubációt és akcelerációt támogató kelet-közép-európai kormányok eredményesen segítették az ígéretes új cégek indulását.

A kelet-közép-európai üzleti inkubátorok és akcelerátorok tevékenységének átfogó értékelésére azonban még nem került sor. Nem állnak rendelkezésre e szervezetek eredményességét mérő nyilvános elemzések. Implicit módon a nemzeti startupszövetségek éves felmérései némiképp tükrözik az üzleti inkubátorok és akcelerátorok elterjedtségét, igénybevételének gyakoriságát és a startupok forrásainak előteremtésében játszott szerepét. A sikeres cégek élettörténetének bemutatásából is lehet következtetni arra, hogy az érintett cégek életében e szervezetek jelen voltak-e, s ha igen, mennyiben járultak hozzá a sikerükhöz. Ezek a konkrét esetek világhíjhatnak rá arra is, hogy milyen felhajtó ereje van, ha egy-egy sikeressé vált és vállalkozásaiból vagyonosan kilépő vállalkozó részt vesz hazai startupok mentorálásában, illetve befektetőként vállalkozik ezek megerősítésére.

3.

Üzleti angyalok

Az üzleti angyalok olyan tehetős magánemberek, akik egyedül vagy informális keretek között együttműködve fektetik be saját vagyონukat olyan kisméretű, nem nyilvános cégekbe, amelyekhez nem köti őket családi kapcsolat, s amelyekben jellemzően kisebbségi részesedést vásárolnak, miközben maguk is aktívan bekapcsolódnak e vállalatok életébe (*Mason* [2016]). A tőke befektetése mellett az üzleti angyalok értékes nem pénzügyi szolgáltatásokat is nyújtanak a cégek számára, felkínálva releváns szakágazati ismereteiket, irányítási tapasztalataikat és személyes kapcsolatrendszerüket (*Harrison–Mason* [1992], *Politis* [2008], *Avdeitchikova–Landström* [2016]). Az üzleti angyalok befektetései nagyrészt új és korai stádiumú cégekbe irányulnak (*Madill és szerzőtársai* [2005], *Mason–Harrison* [2010], [2011]). Kulcsszerepük abban rejlik, hogy ők töltik ki azt a tőkerést, amely már meghaladja a vállalkozók által a családjaiktól és a barátaiktól megszerezhető tőke volumenét, de még nem éri el azt a nagyságrendet, amely intézményes forrásokból, például kockázati tőke-alapoktól megszerezhető (*Mason–Harrison* [2000]).

Az üzleti angyalok finanszírozásbeli jelentőségét jól érzékelteti az az Egyesült Államokban mért kutatási eredmény, amely szerint az első befektetésüket üzleti angyaloktól szerző cégek más módon finanszírozott társaikhoz képest kisebb arányban mentek csődbe, nagyobb arányban sikerült fejlődésükhöz újabb finanszírozókat megnyerni, s évek múlva e cégek nagyobb hányadából tudtak a befektetők sikeresen kiszállni (*Stanford* [2000]). Az üzleti angyal-befektetőknek a finanszírozott cégre gyakorolt hatását vizsgálva *Kerr és szerzőtársai* [2014], valamint *Lerner és szerzőtársai* [2016] bebizonyították az angyalbefektetők csoportjainak pozitív hatását az általuk finanszírozott cégek növekedésére és túlélé-

sére. E kutatók egyaránt pozitív hatást tapasztaltak az üzleti angyalok befektetései által kiváltott hatás mérésekor, akár a finanszírozást követő hároméves túléléssel, akár a sikeres kilépések valószínűségével [elsődleges nyilvános kibocsátáson (*Initial Public Offering, IPO*) vagy fúzió vagy felvásárláson (*Mergers és Acquisitions, M&A*) keresztül], akár a foglalkoztatottak számának növekedésével, akár a szabadalmak számának emelkedésével, akár pedig a forgalom nagyságával vizsgálták az angyalbefektetők cégekre gyakorolt hatását.

Az üzleti angyalok szerepe különösen fontos a regionális gazdasági fejlődés előmozdításában, mert befektetéseik többsége helyi cégekbe kerül (*Avdeitchikova* [2012], *Harrison és szerzőtársai* [2010]). Ezáltal az üzleti angyalok lényegében visszaforgatják a tőkerészeseidéseik eladásából keletkező, jellemzően helyben képződő vagyont (*Mason–Harrison* [2006]). Ezért az üzleti angyalok szerepe különösen fontos a periférikus régiókban.

A fiatal, gyors növekedéssel kecsegtető vállalkozások tőkefinanszírozására hajlandó vagyonos személyek tényleges tőkebefektetéseinek nyilvántartását megnehezíti az üzleti angyalok rejtőzködő természete – e befektetők kerülnek a nyilvánosságot, s a tőkét kereső cégek is inkább csak a piaci közvetítőkön keresztül tudják a kapcsolatot felvenni.

Az üzleti angyaloknak a fiatal vállalkozások tőkéhez juttatásában betöltött rendkívül fontos szerepére az üzleti angyalok szakmai szervezeteitől származó becslésekből lehet következtetni. Ezek sorába tartozik például az üzleti angyalok európai hálózata *European Business Angel Network (EBAN)* által évente készített becslés, amely szerint Európában az induló cégekbe fektetett tőke fele üzleti angyaloktól származik (*EBAN* [2020]). Az *EBAN* [2019] összesítése a hivatalosan számba vehető üzleti angyalok befektetéseikhez képest tízszeres nagyságúra becsüli az üzletiangyal-befektetők valós tevékenységét. Az *EBAN* [2022] adatai szerint 2021-ben a korai fázisban tartó cégek külső forrásból történő finanszírozásának 49 százalékát e befektetők nyújtották.

Az üzletiangyal-befektetők tehát rendkívül fontos szerepet töltenek be a fiatal technológiai vállalkozások életének legkorábbi szakaszában. Eközben a kockázati tőke-alapok, amelyek a közhiedelem szerint a legfontosabb finanszírozói a nagy növekedési képességű új cégeknek, csupán a források 40 százalékát biztosították. S mivel az életük kezdő szakaszában tartó vállalkozások rendkívül sérülékenyek, az üzleti an-

gyalok nyújtotta segítség szó szerint életfontosságú a kezdő vállalkozások számára. Ez akkor is igaz, ha egy-egy befektetési ügylet keretében az üzleti angyalok pénzügyi hozzájárulása igen csekély, mindössze 100 ezer és 500 ezer euró között mozog.

Az üzleti angyalok vállalatfejlesztésben játszott kiugró szerepét az az ugyancsak európai, 2021-ben végzett felmérési adat is alátámasztja, amely szerint az induló cégek alapítóinak 44 százaléka kapott tőkebefektetést üzleti angyaloktól, míg a kockázattőke-alapok a fiatal cégek 37 százalékát finanszírozták (*Atomico* [2022a]). Az üzleti angyalok vállalkozásfinanszírozásban játszott szerepére egy, az amerikai piacon 2006 és 2014 között vizsgáló kutatás más módon is rávilágított, amikor kimutatta, hogy az üzleti angyalok bekapcsolódása a fiatal vállalkozások életébe a cégek későbbi sorsára is erőteljesen kihat. E vállalkozások ugyanis társaiknál nagyobb valószínűséggel tudnak később újabb sikeres tőkebevonási fordulókat megvalósítani, s körükben a csődbe jutó cégek aránya is alacsonyabb (*Stanford* [2000]).

Az üzletiangyal-piac intézményesülése

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. Mindez arról árulkodik, hogy az üzletiangyal-piac alapjaiban megváltozott. Egy atomjaira bomlott, szakadozott és főként láthatatlan piacból – amely főként olyan magánszemélyeket tömörített, akik saját számlára egyedileg vagy ad hoc módon kis csoportokban fektettek be – egy olyan piaccá vált, amelyet egyre inkább a potenciális vállalkozók számára láthatóan működő angyalcsoportok és -szindikátusok jellemeznek, amelyek becsatornázzák az egyéni üzleti angyalok tőkéjét a vállalkozásokhoz.

Az új típusú 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, nagyobb méretű befektetések végrehajtását, a piac számára az angyalok jobb láthatóságát, összességében pedig az egyes üzleti angyalokra jutó befektetési költségek csökkenését. További jelentős előny származik a közösségen belüli

információ- és tudásmegosztásból. Az angyalok befektetési szervezetei például rendszeresen szerveznek tréningeket és bemutatkozó eseményeket mind a vállalkozások, mind az angyalok számára, ezzel is ösztönözve az angyalbefektetők és a tőkét kereső vállalkozók közötti kapcsolatfelvételt (*Ibrahim* [2008], *Paul–Whittam* [2010], *Brush és szerzőtársai* [2012], *Mason és szerzőtársai* [2016]).

Azokat az angyal szervezeteket, amelyek az előbb említett csoportoknál kevésbé formalizáltak és strukturáltak működnek, *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, 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 ügyletenként maguk döntenek el, hogy befektessenek-e, vagy sem, azaz csatlakozzanak-e a hálózat többi befektetőjéhez és esetleg más társbefektetőkhöz, vagy sem. Így arról is egyénileg döntenek, hogy részt vegyenek-e az ügyletek elővizsgálatában, szűrésében, a vállalkozókkal történő kapcsolatfelvételben és a befektetési ajánlat kidolgozásában.

A hálózatoktól eltérően az *üzletiangyal-csoportok* intézményes hálózati rendszeresen összegyűlnek, hogy közösen értékeljenek ki befektetési ajánlatokat, és együtt fektessenek be olyan startupokba, amelyek jellemzően egy meghatározott földrajzi régióban helyezkednek el (*Sohl* [2007], *Paul–Whittam* [2010], *Gregson és szerzőtársai* [2013], *Mason és szerzőtársai* [2013], *Lahti–Keinonene* [2016], *Bonini és szerzőtársai* [2018]). Az angyalcsoportok 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 a csoport más tagjai-

hoz. Az egyes angyalcsoportok között jelentős különbségek mutatkoznak a részvétel szabályaiban, a belső struktúrában, a befektetések minőségében és a nyújtott szolgáltatások költségvonzatában.

Az üzletiangel-csoportok láthatóvá válásával könnyebbé vált az angyalok elérése, s ez hozzájárult a befektetőkeresés költségeinek csökkenéséhez. Az angyalcsoportok által végrehajtott befektetések volumene lehetővé tette hatékony eljárási rutinok kialakítását az ajánlatok átvizsgálása és a befektetési megállapodások kezelése terén. A nagyobb számú befektető a potenciális kockázatok körültekintőbb vizsgálatát is segítette. Az angyalcsoportok megjelenése a piac kínálati oldalára is ösztönzően hatott. Ugyanis a nem kellő idővel, kevés forrással, kisebb befektetési jártassággal vagy képességgel rendelkező üzleti angyalok számára is megnyitotta a befektetés lehetőségét (*Mason és szerzőtársai* [2016]).

A kelet-közép-európai üzleti angyalok szerepe a startupok finanszírozásában

A már említett európai üzleti angyalok szövetségének (*European Business Association Network, EBAN*) 2022-ben kiadott felmérése (*EBAN* [2022]) szerint 2021-ben az üzletiangel-hálózatok száma Európában 310 volt, ebből Kelet-Közép-Európában 20 működött (*3.1. táblázat*). Ez a 20 hálózat nyújtott adatokat a hozzájuk tartozó üzleti angyalok befektetéseiről. Európában közel 40 ezer egyéni befektető vett részt a hálózatokban, míg a kelet-közép-európai 20 üzletiangel-hálózat-hoz csatlakozott szereplők száma meghaladta a 2200-at. Míg az európai hálózatok üzleti angyalai több mint ötezer ügyletben vettek részt 2021-ben, azaz ennyi új cég megszületését segítették elő, addig Kelet-Közép-Európában közel ezer befektetési ügyletbe járultak hozzá. Tehát Európában minden ötödik angyalbefektetést kelet-közép-európai üzleti angyalok nyújtották. Európa egészében az üzletiangel-hálózatok résztvevői 2021-ben közel 1,5 milliárd eurót fektettek be az ügyletekbe, addig a kelet-közép-európai országokban az ezekhez a hálózat-hoz csatlakozott angyalok befektetései összesen 0,14 milliárd euróval járultak hozzá az új cégek által gyűjtött forrásokhoz. Vagyis az üzleti angyalok által fedezett befektetések értékének közel tizede került kelet-közép-európai angyaloktól az új cégekhez. Az egy-egy hálózatra

jutó befektetések átlagos értéke 2021-ben Kelet-Közép-Európában hétmillió eurót tett ki, meghaladva az európai közel ötmillió eurós hálózati befektetések átlagos értékét. Az üzletiangel-hálózatok által átlagosan befektetett volumen alapján Európa egészét tekintve a szövetség által „látható” befektetések Dániában voltak a legmagasabbak 2021-ben, majd sorrendben az észt, a finn és a belga üzletiangel-hálózatok teljesítménye következett (EBAN [2022]).

3.1. táblázat

Az üzletiangel-hálózatok és tagjainak száma, a befektetési ügyletek száma, a befektetett tőke értéke és átlagos értéke Kelet-Közép-Európa egyes országaiban, 2020 és 2021 (darab, millió euró)

Ország	Az üzleti- angel- hálózatok száma		Az üzleti- angel- hálózatokhoz tartozó angelok becsült száma		Az üzleti- angel- befektetések száma		Az üzletiangel-befektetések			
							értéke		átlagértéke	
	(millió euró)									
	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021	2020	2021
Bulgária	4	1	100	140	8	5	4,26	4,32	1,07	4,32
Csehország	1	3	210	300	23	36	6,29	22,10	3,47	7,37
Észtország	1	3	127	280	240	774	9,28	39,88	10,46	13,29
Horvátország	1	2	35	60	23	4	4,19	1,40	4,19	0,70
Lengyelország	5	3	500	600	70	54	16,46	38,20	3,29	12,73
Lettország	1	2	77	100	44	8	2,40	5,95	2,40	2,98
Litvánia	1	1	128	230	14	53	3,15	9,60	3,15	9,60
Magyarország	1	2	125	180	11	11	2,13	4,26	2,13	2,13
Románia	3	2	50	150	11	20	3,08	9,70	1,03	4,85
Szlovákia	3	0	100	100	1	2	0,92	1,55	0,31	–
Szlovénia	1	1	70	100	11	3	2,22	2,61	2,22	2,61
Összesen	22	20	1522	2240	456	970	54,38	139,57	2,47	6,98

Forrás: EBAN [2021] 13–14. o., EBAN [2022] 13–14. o.

Az EBAN által 38 ország 310 üzletiangel-hálózatának adatait átfogóan felmérő kutatás szerint az egyes országok méretét is figyelembe vevő mutató – azaz az üzletiangel-befektetések GDP arányában mért nagysága – az abszolút számoknál is világosabban jelzi az üzleti angelok hatását az egyes országok gazdaságára. Ezen arányszám szerint 2021-ben messze

a legmagasabb értékkel Észtország vezette a rangsort. Ezzel nemcsak Kelet-Közép-Európában ért el kiugró helyezést, hanem Európa egészében is, hasonlóan a kockázatitőke-alapok által végrehajtott befektetések terén elért elsöprő eredményeivel. Míg az EU átlaga 2021-ben 0,011 százalék volt, addig Észtország esetében ez a mutató egészen kiemelkedő, 0,13 százalékos hányadot mutatott, miközben a második helyen álló Finnország is csak 0,026 százalékot ért el (EBAN [2022]).

Az üzleti angyalok által (akár egyénileg, akár szindikált befektetés keretében vagy társbefektetőként más korai fázist finanszírozó befektetőkkel közösen) egy cégbe átlagosan befektetett tőke volumene Európában 2021-ben 287 ezer euró volt, ami a 214 ezer eurós 2020-ban mért értékhez képest markáns emelkedést jelzett. Az európai üzleti angyalbefektetések mediánértéke 2021-ben 223 ezer eurót tett ki – szemben az előző évben mért 197 ezer euróval. Az emelkedéshez a felmérést végző EBAN szerint egyaránt hozzájárult a magvető cégek értékelésének emelkedése, az infláció növekedése és a követő befektetésekben megnőtt üzleti angyal aktivitás. Az egy cégbe történt átlagos befektetés az egyénileg befektető angyalok esetében 2021-ben 26 ezer eurót ért el. Az EBAN által feltérképezett 38 európai ország üzleti angyalbefektetéseinek 19 százaléka olyan befektetési fordulóknak vett részt, amelyben a befektetett tőke értéke nem érte el a 100 ezer eurós összeget, 2020-ban még a fordulók 30 százaléka volt ilyen alacsony összegű. A szövetség által „látható” üzleti angyalbefektetések közel felére (48 százalék) a 100 ezer és 500 ezer eurós mérettartományban került sor, míg 2020-ban a fordulók 45 százaléka tartozott ehhez a nagyságrendhez, és csupán 18 százaléka került a fél- és egymillió eurós ügyletek közé, szemben a 2020-ban mért 14 százalékkal. Az egymillió eurónál nagyobb értékű befektetések aránya 2021-ben 15 százalék volt, szemben a 2020-ban mért 11 százalékkal (EBAN [2022]).

Az európai üzleti angyalok tevékenységének jelentős súlya a cégalapítók szemszögéből vizsgálva is kitűnik. Az Atomico kockázatitőke-alap által készített State of European Tech 22 jelentés (Atomico [2022a]) adatai szerint a cégalapítók legmagasabb arányban az üzleti angyaloktól jutottak tőkéhez, miután 44 százalékuk az üzleti angyalokat jelölte meg azon források között, amelyekről a felmérést megelőző 12 hónapban tőkét tudott szerezni. Második helyen a kockázatitőke-alapok álltak 37 százalékkal, míg 29 százalékkal a harmadik leggyakrabban megjelölt forrást nyújtó

intézményt a kormányzattól érkező segítség képviselte. Negyedik helyen, 22 százalékkal a barátok és a családok szerepeltek, ötödikként pedig, 17 százalékkal az akcelátorok és inkubátorok biztosították a cégek számára külső forrásból elért tőkét. Ezután sorrendben 14 százalékos gyakorisággal a gazdag magánszemélyek következtek. A válaszadók egyaránt 9-9 százalékból jelölték meg a hitelfelvétel útján és a családi vagyongazdálkodástól kapott tőkét, s a sort egyaránt 4-4 százalékkal a nagyvállalatok és a közösségi finanszírozási platformok zárták (*Atomico* [2022a] 360. o.). Gyakorlatilag tehát az üzleti angyalok majdnem minden második cég életében fontos szerephez jutnak, ők azok, akik valójában megtalálják a befektetésre érdemes cégeket, s így hidat képeznek a finanszírozási ökoszisztéma intézményei és a tőkét kereső cégek között.

A „főállású” angyalok mellett igen nagy számban szerepelnek a piacon olyan befektetők, akik egyéb tevékenységük mellett, mellékesen foglalkoznak üzletiangel-befektetésekkel. Az *Atomico* kiadványa egy olyan reprezentatív felmérés eredményeit is közli, amely az európai kockázati tőke-piac szereplői körében azt térképezte fel, hogy jellemzően a különböző befektetői csoportokhoz tartozó finanszírozók mennyire gyakran vállalkoznak üzletiangel-befektetésekre. A válaszadók a „sosem” és az „egynél többször” válasz közül jelölhették meg a rájuk jellemző befektetési magatartást a megelőző 12 hónapban (3.2. táblázat).

3.2. táblázat

Az üzleti angalként nyújtott befektetések gyakorisága az üzleti angyalok háttere szerint (százalék)

A befektetést nyújtó üzleti angyal háttere	Nem volt befektetése a megelőző egy évben	Legalább egy üzletiangel-típusú befektetése volt a megelőző egy évben
„Főállású” üzleti angyalok	7	93
Kockázati tőke-alapok kezelői	62	38
Cégalapítók	66	34
Vállalati felsővezetők	66	34
Vállalati középvezetők	72	28
Kockázati tőke-alapok befektetői	75	25
Technológiai cégek alkalmazottai	82	18

Forrás: *Atomico* [2022a] 361. o.

Abban nincs semmi meglepő, hogy a magukat „főállású” üzleti angyalok közé soroló válaszadók 93 százaléka egynél több befektetést végzett, s hogy a kockázati tőkét hivatalból befektető válaszadók 38 százaléka, valamint a kockázati tőke-alapok befektetőinek negyede maga is folytatott üzletiangyal-tevékenységet. Ugyanakkor a felmérés érdekes tanulsága, hogy a cégalapítóknak és a felsővezetőknek is egyaránt harmada (34 százalék) vett részt a megelőző évben legalább egy üzletiangyal-befektetésben befektetőként. Tehát az üzletiangyal-piac igen sokszínűvé vált a befektetők eredeti foglalkozása szerint is. Különösen, hogy az üzletiangyal-típusú befektetésre vállalkozó cégalapítók 60 százaléka ezt nemcsak egyszer, hanem évente többször is megtette, míg 40 százaléuk első ízben vállalkozott rá. Az, hogy a felmérés azt mutatta ki, hogy minden harmadik cégalapító egyúttal aktív üzleti angyalként is tevékenykedik a fiatal cégek számára tőkét nyújtó piacon, azt jelzi, hogy egyre nagyobb jelentőségűvé válik az általuk megszerzett tőke és felhalmozott tudás újrahasznosítása, vagyis mind több alapító fektet be újra, azaz támogat és mentorál egy újabb generációs cégalapítói kört (*Atomico* [2022a]).

3.3. táblázat

A különböző szakmai háttérrel rendelkező üzleti angyalok által átlagosan egy ügyletbe befektetett tőke értéke (százalék)

Az üzletiangyal-befektető típusa	Átlagosan egy ügyletbe befektetett tőke					
	<5	5–10	10–25	25–50	50–100	100<
	ezer dollár					
Összes befektető	20	22	27	13	11	7
Techcégek alkalmazottja	47	20	13	9	4	7
Vállalati középvezető	28	21	32	8	9	2
Kockázati tőke-alapok befektetője	25	10	13	13	16	23
Cégalapító	20	25	23	14	12	6
Kockázati tőke-alapok kezelője	20	24	27	9	10	201
Vállalatvezető	14	29	30	16	10	1
„Főállású” üzleti angyal	7	11	38	20	17	7

Forrás: Atomico [2022a] 364. o.

Természetesen igen nagyok a különbségek az eltérő beosztásban dolgozó, más-más szakmai háttérű üzletiangel-befektetők között. A technológiai cégek alkalmazottai például üzletiangel-befektetőként rendszerint átlagosan 5 ezer dollárnál is kisebb összeget áldoznak e célra. A befektetők többségére pedig az 5 és 25 ezer dolláros intervallumba tartozó befektetés a jellemző (3.3. táblázat). Vannak azonban olyan üzletiangel-hálózatok, ahol a résztvevők nagyobb összegű csekkeket is ki tudnak állítani. Ilyen például a Business Angels Europe (BAE) angyalhálózat, amely 19 európai csapatot – egyenként körülbelül 200 fős taglétszámmal – foglal magában, amelyekre a 250 ezer dolláros befektetési összeg a jellemző. Az olyan internetes platformok, amelyeket üzleti angyalok a befektetéseik közvetítésére hoztak létre azért, hogy könnyebbé váljon számukra az összevont, csoportos befektetés, ennél kisebb összegekkel járulnak hozzá az ügyletekhez (*Atomico* [2022a]).

Az üzleti angyalok együttműködése Kelet-Közép-Európában

Az üzleti angyalok tevékenységének láthatóvá válását mindinkább elősegítő, világszerte megfigyelhető tendencia, hogy a korábban egymástól elszigetelten tevékenykedő angyalbefektetők egyre inkább egyesületekbe, szövetségekbe, csoportokba vagy speciális alapokba szerveződve működnek (*Mason és szerzőtársai* [2016]). Kelet-Közép-Európában ez az önszerveződési folyamat a fejlett tőkepiacú térségekhez képest jelentős késéssel indult meg, és lassan halad, ezáltal az angyalok befektetéseinek régióbeli számbavétele is bizonytalanabb alapokon nyugszik, miközben az egyes országok között jelentősek a különbségek e téren. Összességében azonban a nyugati tendenciák régióbeli érvényesüléséről tanúskodik, hogy időben ugyan nagy szóródást mutatva,²¹ de szinte minden országban létrejött az üzleti angyalok nemzeti szövetsége.

²¹ A Baltikumban a legnépesebb észt üzletiangel-hálózat, az EstBan már közel 160 taggal rendelkezik, a lettországi LatBan 35 fős, míg a litván LitBan 66 tagú (*Sila* [2020] 40. o.), Romániában a Business Angels Romania és a Tech Angels nevű szervezetek képviselik az üzleti angyalokat. Több országban az angyalok csoportokba szerveződése a laza szövetségi formánál is előbbre jutott, amit egyaránt fémjelze a szakmai, területi vagy genderalapon létrehozott számos üzletiangel-szövetség.

Az üzleti angyalok befektetéseinek intézményi megoldása Európában igen nagy változatosságot mutat, s nincs ez másként a kelet-közép-európai régióban sem. Az üzleti angyalok befektethetnek önállóan az általuk kiszemelt cégekbe, de csatlakozhatnak társbefektetőként valamely kockázatitőke-alap egyedi befektetéséhez. Befektethetnek más intézményi finanszírozók társaságában kockázatitőke-alapokba, sőt saját maguk is létrehozhatnak üzleti angyalokból álló kockázatitőke-alapokat, amelyekben az alapok befektetőiként vesznek részt, s végül finanszírozhatnak induló cégeket közösségi finanszírozási platformokon keresztül nyújtott befektetéssel.

A fejletlenebb kockázatitőke-piacú kelet-közép-európai régióban még viszonylag kevésbé érvényesül az az Európa fejlettebb piacain megfigyelhető legújabb tendencia, amely során az üzleti angyalok az egymással történő közös befektetésektől egyre inkább a korai fázist finanszírozó kockázatitőke-alapokba fektetnek be. Az angyalok szindikált befektetéseinek száma és az angyalok által végrehajtott egyedi befektetések értékének emelkedése ugyanakkor már a régió piacán is érzékelhető. Az üzletiangyal-piac fejlődése egyúttal a befektethető vagyatok növekedését és a befektetéshez szükséges szakmai tapasztalatok bővülését is feltételezi. Az üzleti angyalok akkreditálásának módja, az általuk igénybe vehető kedvezmények köre és mértéke, a vállalkozási tevékenység általános elismertsége egyelőre még különböző színvonalú a régió egyes országaiban.

Az üzleti angyalok együttműködése már a kelet-közép-európai régióban sem csupán a befektetésekben történő koordinált részvételre terjed ki, hanem *szakmai képzési programokra* is. Ezt példázza az észt üzletiangyal-szövetség (EstBan) kezdeményezéseként létrejött Nordic Angel Program, amely a dán, a finn és a norvég üzletiangyal-szövetségekkel együtt szervez oktatási és befektetési programokat. Ezen együttműködés nyomán a startupoknak szindikált befektetésekhez juthatnak. A régióbeli üzletiangyal-szövetségek és hálózatok szinte mindegyike tagja

A régióban a legkorábban (2008-ban) a horvát üzleti angyalok hálózata, a CRANE jött létre. A szlovák üzletiangyal-hálózat, az SBAN 2011-ben, az észt üzletiangyal-hálózat, az EstBAN 2012-ben, a lett üzletiangyal-hálózat, a LatBAN 2014-ben, a bolgár üzleti angyalok szövetsége, a BA of BA egyaránt 2016-ban, a magyar HunBAN-ban 2017-ben alakult meg, míg a litván üzletiangyal-hálózat, a LitBAN 2018-ban, a cseh üzletiangyal-szövetség, a CBAA pedig 2019-ben jött létre.

egy vagy több nemzetközi üzletiangyal-szervezetnek, számukra a nemzetközi tapasztaltok és gyakorlatok megismerése különösen fontos. E tagság révén segítséget várnak az üzleti angyalok szakmai továbbképzéséhez, valamint a potenciális üzleti angyalok számára a befektetési tevékenység lehetőségeinek tudatosításához. E nemzetközi szervezetek közé tartozik például a Business Angel Europe (BAE), a Global Business Angels Network, Eban Funding Europe's Growth, Woman Investment Network. Az Európai Bizottság által Early Stage Investing Launchpad (ESIL) néven indított program kifejezetten a már jelentős tudással rendelkező üzleti angyalokkal történő találkozások, valamint digitális akadémia és online szemináriumok szervezése útján segíti elő a résztvevők közötti tapasztalatcserét. Az üzleti angyalok szövetségei együttműködnek az oktatás mellett *rendezvények szervezésében* is, így például a magyar Start-up Underground, a szlovák Lumus Investment Collective, a lengyel ReaktorX, a román Business Angel Network üzleti napjai (BusinessDay), továbbá a cégalapítók befektetőkkel történő találkozására szolgáló események szervezésében is.

Az üzleti angyalok hálózatai elsősorban *regionális alapon* szerveződnek, azaz egy-egy országban működő üzleti angyalokat tömörítik, bár e befektetők tevékenysége esetenként túl nyúlik az országhatárokon (Groszkowska [2020]). A területi alapon szerveződő legjelentősebb üzletiangyal-hálózatok közül a legnagyobb a 2012-ben alakult észti üzletiangyal-hálózat, az EstBAN, mely immár több mint tízéves tapasztalattal rendelkezik a helyi startup-ökoszisztéma fejlesztésében. Létrehozásában az állami finanszírozás katalizátorszerepet játszott (Owen–Mason [2019]). E hálózat széles körű helyi és nemzetközi partnerhálózatát más üzletiangyal-szövetségek, kockázatitőke-alapok kezelői és vállalati tanácsadást végző szervezetek alkotják.

A baltikumi régióban például aktívan együttműködik egymással a lett, a litván és a finn angyalszervezet (FiBAN), továbbá az üzleti angyalok északi szervezete (NordicBAN). 2018-ban egy olyan három hónapos üzletiangyal-képző programot indítottak Nordic Angel Program néven, amelyben a képzésre jelentkezők gyakorlati útmutatást kaphattak tapasztalt finn, dán és norvég angyaltársaiktól. A program azt is lehetővé tette, hogy a partnerszervezetek értesüljenek egymás startuprendezvényeiről s az általuk kiválasztott nemzetközi befektetési lehetőségekről. A jelentkezőknek legalább ötezer eurós befektetéssel

kell rendelkeznie, és tagsági díjat is kell fizetnie (*EstBAN* [2018]). Az *EstBAN* tagjai elsősorban olyan magvető vagy korai fejlődési szakaszban tartó ügyletek finanszírozása iránt érdeklődnek, amelyek 20 ezer és 500 ezer eurós befektetést keresnek. 2021-ben a szervezet tagjai által befektetett közel 30 millió eurós tőke 730 céget segített az elindulásban és a fejlődésben.

Az *EstBAN* tagjai körében végzett felmérése arra is rávilágít, hogy milyen sokféle csatornán keresztül hajthatják végre a befektetéseiket. A 2020-as felmérés szerint például az észti üzleti angyalok legnagyobb arányban szindikáltan fektetették be a tőkéjüket (39 százalék). Közel azonos súllyal szerepelt körükben az egyénileg történő befektetés (27 százalék), valamint a közösségi platformokon keresztüli finanszírozás (26 százalék), míg 9 százalékuk kockázatitőke-alapok útján finanszírozott cégeket. Különösen sokat mond a hálózat éves jelentésének azon adata, amely a befektetések eredményességét a kilépések, illetve ezek sikere alapján foglalja össze. Eszerint a hálózat tagjai 2020-ban 192 olyan céget finanszíroztak, amelyek követő finanszírozást tudtak szerezni, 25 cégük ment csődbe, s 18 vállalkozás esetében került sor a befektetők kilépésére. Ez utóbbiak közül hat cégnél semmit sem kaptak vissza a befektetett tőkéből, egy cégnél épp csak a befektetés térült meg, öt cég a befektetett tőke ötszörösét kapta vissza, hat vállalkozás pedig meg tudta tízszerezni a tőkéjét (*EstBAN* [2020]).

A másik baltikumai angyal egyesület, a litván *LitBAN* tevékenysége – az észthez hasonlóan – ugyancsak túlnyúlik az országhatáron. Eredményes működését jelzi, hogy a *European Business Angel Network*²² 2022-ben a legjobban teljesítő tagjaként ismerte el. A litván szövetség havi rendszerességgel rendez olyan összejöveleteket, amelyek megkönynyítik a hálózatépítést a startupok, az angyalok és a befektetők számára, s ezzel javítják az információáramlást, amivel közvetve újabb befektetési lehetőség megtalálását mozdítják elő. A szövetség – az ágazat

²² A *Business Angels Europe Club* (*BAE Club*) a legaktívabb üzleti angyal-hálózatokat tömöríti Európában. E szervezetek megosztják egymással a hálózataikat, a legjobb gyakorlatokat, adataikat és az üzleti ajánlatokat. A szervezetek közötti, határokon átnyúló együttműködés eredményes befektetésekhez vezet. A hálózatba történő részvétel feltétele, hogy a jelentkezők legalább 1,5 millió eurós éves befektetési volument érjenek el a jelentkezést megelőző három évben. A felvétel meghívásos alapon működik, amelyről a *BAE* igazgatótanácsa dönt (*BAE* [2022a]).

képviselőiben – aktívan részt vesz a kormányzattal történő tárgyalásokban, s oktatóanyagokkal segíti elő, hogy a befektetést kereső cégek jobban megismerjék az angyalbefektetések jellemzőit. Tagjainak befektetési értéke összesen 15 millió eurót tett ki, amiből több mint 10 millió 2021-ben került a cégekhez.

A lettországi LatBAN 50 fős tagsága több mint 160 cégben szerzett részesedést, a befektetések összege 11 millió eurót ért el. A lett hálózat nem csupán tőkét nyújt a kiválasztott cégeknek, de mentorálással és tapasztalatátadással is igyekszik a régió feltörekvő vállalkozóit segíteni. Havonta tart olyan befektetési üléseket, amelyek platformként szolgálnak az angyalok és a startupok kapcsolattartására. Tevékenységét a gazdasági minisztérium és az irányítása alatt álló szervezetek a különböző események szponzorálása révén támogatja.

A magánbefektetők legnagyobb hálózatát Romániában képviselő TechAngels üzletiangyal-szervezet 2013 óta segíti technológiai cégek fejlődését Délkelet-Európában. 2022-ben 128 tagból állt. Tagjai átlagosan 20 ezer eurós befektetést nyújtanak román technológiai cégeknek (*Kostadinova* [2022a]). 2020-ban a TechAngels 60 új startupba fektetett be, és 15 további cégben növelte a korábban befektetett tőkét, így portfóliója 175 cégre emelkedett. 2020-ban a teljes befektetés értéke négy millió eurót tett ki (*Trending Topics* [2021a]). A szervezet deklarált célja, hogy ne csupán finanszírozással, hanem oktatási és egyéb tevékenységgel is előmozdítsa a régió fiatal vállalkozóinak sikeres tőkebevonását, így többek között segíti az akcelerációs programokban történő részvételüket is. 10 ezer és 200 ezer euró közötti összeggel járult hozzá átlagosan a felkarolt 220 induló cég finanszírozásához. Az üzletiangyal-befektetések sikerét lényegesen előmozdította, hogy 2019-ben a TechAngels már olyan partnerségi megállapodással rendelkezett a GapMinder kockázatitőke-alappal, amely alapján a kockázatitőke-alap bármely 40 ezer és 200 ezer eurós sávba tartozó befektetési fordulóban az angyalszervezettel azonos összegű befektetést vállalt (*Vadan* [2020]).

Ugyancsak viszonylag hosszabb múltra tekint vissza a szlovén üzletiangyal-hálózat, a Business Angels of Slovenia, amelynek tagjai a 2007-es megalakulás óta nyolcmillió dolláros értékben fektetettek be 41 cégbe. A szlovén szervezet különösen az általa működtetett Startup Clinic elnevezésű mentorprogramra büszke, amelynek keretében több mint 30 startupnak nyújtott segítséget ahhoz, hogy befektetéséretté váljon.

A horvát üzleti angyalok hálózata, a Crane 2008-ban alakult. Egy évvel később indította el a Startup Wednesday elnevezésű programsorozatát, amely havonta lehetőséget és platformot nyújt a hálózat tagjainak a potenciális befektetések megismerésére és elérésére. A befektetések értéke 25 ezer euró és 250 ezer euró közötti tartományban mozog. A befektetések növekedését hátráltatta, hogy a horvát üzleti angyalok befektetésük után nem részesülnek adókedvezményben.

A 2016 óta működő bolgár CEO Angels Club a legnagyobb üzleti-angyal-hálózat Bulgáriában. Tagjai számára megszervezi vállalkozásaik bemutatkozását, a befektetést megelőző átvizsgálását és a befektetés lebonyolítását. Elsősorban jól skálázható, jelentős áttörést ígérő termékkel jelentkező, korai fázisban tartó cégeket keres, jellemzően 10 ezer és 200 ezer euró közötti befektetésekre vállalkozva. A CEO Angels Club mögött álló üzleti angyalok legsikeresebb befektetései közé tartozik a Dronamics, a Quark VR, a Vedamo, az Edamam és a Royalty cég (Kerényi [2021]).

A magyarországi üzleti angyalokat tömörítő HunBAN 2017 óta működik, s rendszeres üléseket szervezve teszi lehetővé, hogy a befektetést kereső vállalkozások bemutatkozhassanak tagjai számára. Az egyedi befektetések tervezett volumene 50 ezer és 500 ezer euró között mozog. Ugyancsak Budapesten található a nem regionális alapon szervezett Women Business Angels nonprofit szervezet, amely a kelet-közép-európai régió egészét felölelő módon női üzleti angyalokat tömörít. E szervezet oktatással, mentorálással, sokféle tréningprogrammal és hálózatépítéssel, közösségi irodákkal (*co-working*) történő együttműködéssel és a piaci szereplők összekapcsolásával igyekszik előmozdítani a női befektetők elfogadottságát a régióban.

A 2020-ban alakult másik kelet-közép-európai női angylaszervezet, a Lumus Investment Collective 2021-ben már 200 taggal rendelkezett. Alapítói közé tartozik a szlovák Neulogy Ventures kockázatitőke-alap képviselője, a Microsoft cseh és szlovák programmenedzsere, az egyesült királyságbeli Cuvva biztosítócég. A jellemző befektetési igény 50 ezer és 200 ezer euró között mozog (Gillet [2021a]).

Ugyancsak régiós szinten működik a CEEBAN nemzetközi üzleti-angyal-hálózat, amely a Next Road Ventures társbefektető kockázatitőke-alap szponzorálásával működik, s európai korai fázisú cégek számára kínál 50 ezer eurótól akár egymillió eurós összegig nyúló magvető befektetést.

Kelet-Közép-Európában egyelőre még ritkán kerül sor arra, hogy sikeres üzleti angyalokból olyan cég alakuljon, amely szindikálja az üzleti angyalok befektetéseit. Erre példa az észt Honey Badger Capital 2021-es indulása, amely egy korábban sikeressé vált észt cég – a Pipedrive – menedzsmentjéből alakult. A szervezet 50 ezer és 150 ezer euró közötti tartományban elsősorban kelet-közép-európai cégeket keres, de afrikai vagy latin-amerikai cégek jelentkezését is várja. Már megvalósult befektetéseit közé tartozik a Parnu és a Münt cég (*Partington* [2021]).

Üzleti angyalok kockázatitőke-alapokhoz társuló befektetéseit Kelet-Közép-Európában

A régióbeli üzletiangyal-csoportok gyakran társbefektetőként csatlakoznak kockázatitőke-alapokhoz. Az üzleti angyalok társbefektetői szerepét jelentősen előmozdította (s ezzel a kelet-közép-európai régióbeli üzletiangyal-piac fejlődését ösztönözte), hogy a kétezres évek közepétől a régió országai számára is megnyílt az Európai Unió által – a kockázatitőke-piac fejlesztésére – a tagországoknak nyújtott közösségi támogatás (*Karsai* [2018], *Fazekas–Becsky-Nagy* [2018], *Illés–Lovas* [2018], *Kállay–Jáki* [2019]). Az uniós források a régióbeli üzleti angyalokat részben a Jeremie-program keretében létrehozott kockázatitőke-alapok társbefektetőiként aktivizálták, részben pedig az üzleti angyalok által létrehozni kívánt intézményes kockázatitőke-alapok forrásainak bővítése útján. Ezen utóbbi alapok kiválasztását és finanszírozását végző Európai Beruházási Alap (EIF) befektetése tette lehetővé több, kifejezetten angyalok által indított alap létrejöttét a régióban. Az uniós hozzájárulás rendszerint az üzletiangyal-alapok létrehozásakor a tőkegyűjtés felét teszi ki. (Enélkül ezek az alapok nem is tudnának a régióbeli magánintézményi befektetőktől hozzájárulást szerezni.) A társbefektetési alapok a gyakorlatban a régióban is előnyösnek bizonyultak mind az állami tőkebefektetők, mind a magán-, azaz az üzletiangyal-befektetők számára. E programok privát tőkét tudtak mobilizálni a magvető és korai szakaszban lévő cégek számára, emelték a befektetések szakmai színvonalát, az üzleti angyalok számára pedig csökkentették a befektetéskor vállalt kockázatot, s növelték az általuk finanszírozható cégek számát.

Az állami segítségnyújtás egyik jólismert és a fejlett piacgazdaságokban bevált megoldása, amikor az állam az úgynevezett *alapok alapja* konstrukció keretében nyújt támogatást üzleti angyalokkal együttműködni hajlandó kockázatitőke-alapoknak. Azaz az állam olyan alapokhoz járul hozzá befektetőként, amelyek társfinanszírozzák az üzleti angyalok befektetéseit. A Lengyelországban 2017 és 2020 között meghirdetett PFR Biznest FIZ program pontosan ilyen alapok alapja struktúrát takar, amelyet az Európai Unió által finanszírozott operatív programok részeként hirdettek meg, összesen 151 millió zloty értékben.²³ Az egyedileg az alapok számára nyújtott állami tőke összege 5 és 30 millió zloty között mozgott, miközben a program keretében létrehozott társbefektető kockázatitőke-alapokban az állami tőke aránya nem haladhatta meg az 50 százalékot, s az alapok egy cégbe nyújtott befektetési értéke pedig maximum 4 millió zloty volument érhetett el. E társbefektető alapok az Európai Unió előírásai szerint az állami tőkét 2023 végéig fektethetik be a kiválasztott cégekbe.²⁴

Az üzleti angyalokkal történő társbefektetésre létrehozott alapként működik például a lengyel Black Pearls kockázatitőke-alap, amely 300-nál is több üzleti angyallal működik együtt. Az alap aktív hálózati tevékenységét az is segíti, hogy részt vesz a Space3ac akcelátorban, de együttműködik egyetemekkel és sokféle K + F-központtal (*White Star Capital* [2021]). Hasonlóképpen magvető befektetéseket végez a lengyel piacon 2017-ben megjelent Market One Capital által menedzselt kockázatitőke-alap (*Bilboe* [2020]). A bValue Angels VC lengyel kockázatitőke-alap, amely már a nevében is az üzleti angyalokra utal, 1–4 millió zloty értékű befektetésekre vállalkozik korai fejlődési szakaszban tartó technológiai vállalkozásokba. A CofounderZone és a Pomerangels lengyel alapok ugyancsak az üzleti angyalokkal közös befektetéseket keresnek, maximum 4-4 millió zloty értékű egyedi befektetésekkel. A Next Road Ventures alapot az

²³ A PFR Ventures az első professzionális állami intézményi befektető a lengyel piacon, amely alapok alapja konstrukcióban működik. 2009-ben a PFR Ventures 2,8 milliárd zloty összegű tőkét kezelt, amelyet öt év alatt kockázatitőke-alapokba vagy üzleti angyal-csoportokba kívánt befektetni. Az általa indított öt program egyike a PFR Biznest FIZ (<https://startup.pfr.pl/fundusze-pfr-ventures/>).

²⁴ <https://mediapfr.prowly.com/25223-pfr-biznest-fiz-has-started> és <https://pfrventures.pl/en>.

üzleti angyalok globális hálózata támogatja társbefektetési konstrukcióban. Végül az Aper Ventures alap is együttműködik üzleti angyalokkal társbefektetési modellben.²⁵

Üzleti angyalok által létrehozott kockázatitőke-alapok Kelet-Közép-Európában

Az angyalok alkotta befektetői piac intézményesült szegmensét alkotják azok a kockázatitőke-alapok, amelyeket üzleti angyalok hoznak létre, azaz az alapok az ő tőkéjüket befektetve működnek. Ebben a konstrukcióban az üzleti angyalok közvetett módon, kockázatitőke-alapba történő befektetéseken keresztül finanszíroznak startupokat. Az üzleti angyalokból álló alapok rendszerint a kisebb összegű befektetéseket igénylő, korai fejlődési szakaszban lévő vállalkozások finanszírozását végzik, tekintve, hogy az általuk összeadott alapok tőkéje nem éri el az intézményi befektetők – a nyugdíjalapok, biztosítók, bankok vagy szuverén állami alapok – befektetéseiből létrehozott alapokban kezelt vagyon nagyságrendjét.

Egy konkrét kockázatitőke-alaphoz kötődik a cseh DEPO Angels Network szervezet működése, amely a DEPO Ventures alap körül kiépülő hálózat részeként több mint 70 angyalbefektetőből alakult szindikátus együttműködését takarja. Az angyalokból 2016-ban létrehozott első angyalalap főként a határon átnyúló befektetéseket támogatja, s kifejezetten tapasztalt vállalatvezetőket és sikeres vállalkozókat tömörít. Régióbeli, előmagvető és magvető vállalkozások számára nyújt – a magvető tőke mellett – tanácsadást és speciális kedvezményt, valamint kínál nagyvállalati partnereket. 2022-re a DEPO Ventures hálózatához már 27 portfóliócég tartozott. 2022-ben a cseh hálózat 20 millió euróra tervezett harmadik, ugyancsak angyalok által menedzselt alapjához keregett befektetőket, beleértve kelet-közép-európai intézményi befektetőket, így például családi vagyonkezelőket (*Denysiuk [2022]*).

A 2018-ban 16 millió euró összegű tőkével létrehozott észt Superangel kockázatitőke-alap tapasztalt vállalkozókból és üzleti angyalokból állt fel. Az alap elsősorban korai fejlődési fázisban – azaz előmagvető, magvető –, esetenként későbbi stádiumban lévő vállalkozásokba fektet be

²⁵ <https://startup.pfr.pl/fundusze-pfr-ventures/>.

100 ezer és 1 millió euró közötti összegeket. 2022 első feléig az alap már több mint 100 startupot finanszírozott, amelyek közül négy már elérte az egymilliárd dolláros értéket. Az alap sikerességét jelzi, hogy kezelői 2022-ben már a második alapjukat is létrehozták: egy Észak-Európát célzó kockázatitőke-alapot, amely már 50 millió eurós ügyleteket tervezett végrehajtani a Baltikumban és Észak-Európában. Ebbe az alapba a korábbi alapítók és üzleti angyalok mellé beszállt a SmartCap kockázatitőke-alap, valamint olyan befektetők, akik már unikornis státust (legalább 1 milliárd dolláros értékelést) elérő cégeket finanszíroztak. A Superangel alap a finanszírozást igénylő cégek alapítói számára kedvező feltételekkel, a cégek további fejlődési lehetőségeit nem korlátozó módon csupán 5 százalékos hányaddal száll be a vállalkozásokba. Különösen értékes az alap tulajdonosainak kiterjedt hálózati kapcsolatrendszere a helyi és a globális közösségekkel: egyetemekkel, ágazati szakemberekkel, más angyalokkal és vezető kockázatitőke-alapokkal.

2020-ban Sofia Angels Ventures néven Bulgáriában is létrejött az üzleti angyalok hálózatának kezdeményezésére egy olyan alap, amelynek tőkéje felét a helyi üzleti angyalok adták 13 millió euró értékben, a másik felét pedig a Európai Beruházási Alap (EIF), valamint az alapot kezelő három tapasztalt angyal. Az alap összesen kezelt tőkéje így 26 millió euró. Az EIF-fel történt megállapodás értelmében – ahogyan az más európai uniós forrásból származó segítség nyújtásakor is szokásos – az alapnak a befektetések felét bolgár alapítók által Bulgáriában alapított cégekbe kell befektetnie, míg a tőke másik felét bármely európai térségbeli cég megkaphatja. Az egyedi befektetési összeg 200 ezer és 500 ezer euró között mozog, a követő befektetésekkel már akár az egymillió eurós határt is elérve. A tervek szerint az alapnak öt éven belül 30 ügyletet kell kötnie (*Yovchev* [2020]). A CEO Angels Club korábbi befektetései nyomán megerősödő cégek potenciális lehetőséget jelentenek a Sofia Angels Ventures alap számára. 2022 augusztusában az alap negyedikként az Egyesült Királyságban működő Digistain cégbe fektetett be egymillió dollár értékben – közösen az Y Combinator akcelerátorral, számos más privát kockázatitőke-alappal, valamint üzleti angyallal (*Stojkovski* [2022]).

Ugyancsak az EIF hozzájárulásával jött létre Magyarországon az üzleti angyalokból létrehozott kockázatitőkealap-kezelő, a Day One Capital által létrehozott Day One Capital CEE Fund 22 millió eu-

rós alap. A Day One új alapja Magyarország első olyan intézményesített angyalbefektetői csoportja volt, amely EU-források segítségével kockázatitőke-befektetéseket hajtott végre.²⁶ Az alap jellemzően 300 ezer és 1,5 millió euró közötti befektetésekre vállalkozik, amit sikeres működés esetén tovább emel. Az alap közösen investál angyalbefektetővel, kockázatitőke-alapokkal, s különösen a korábban sikeresen vállalkozó nagy piacismeretekkel rendelkező alapítókkal (*Zsiborás* [2018]). A Day One Capital CEE Fund 2021-ben újabb befektetők csatlakozása után immár 34 millió euróra bővült. A Kelet-Közép-Európában befektető alap befektetéseinek 30-40 százaléka budapesti cégekhez kötődik, de azokat a startupokat tartja igazán esélyesnek, amelyek mielőbb nemzetközi befektetői és munkavállalói körrel tudnak dolgozni (*Váradí* [2021]). Befektetéseire jellemzően előmagvető és magvető vállalkozásokban kerül sor, 10 százalékos tulajdoni részesedés átvételével (*Koncserewicz* [2022]). Az alap portfóliójába 2021 végén 10 régiós országból már 20 aktív cég tartozott. 2021 nyarán került sor az első kilépésre, amikor a Svájci Posta felvásárolta az alap által is finanszírozott magyarországi Tresorit céget (*Golovics* [2022]).

Az EIF által az InnovFin Business Angels program²⁷ keretében támogatott OXO Csoport által létrehozott 50 millió euróra tervezett OXO CEE Angel Fund 2017-ben indult, s átlagosan 3 millió, maximum 5 millió eurós tőkejuttatást kínált kelet-közép-európai innovatív, korai fázisú technológiai vállalkozások számára.²⁸ Az OXO Csoport 2014-es indulása óta az alap létrehozásáig már 40 céget vont be akceleratorprogramjába, és ennek felét juttatta befektetéshez. A csoporthoz tartozott a magyarországi angyalbefektetői piac számos kulcsszereplőjét tömörítő Power Angels társaság, valamint az OXO Labs akceleratorszervezet, így a csoport egyidejűleg tudott 150 ezer eurós magvető, valamint 200

²⁶ Az EIF-től kapott forrás mögött az EU Horizont 2020 programjának az „InnovFin – uniós finanszírozás innovátoroknak” kezdeményezése és az Európai Stratégiai Beruházás Alap (EFSI) állt (*Zsiborás* [2018]).

²⁷ Az OXO CEE Angel Fundot a Horizont 2020 program által támogatott „InnovFin – uniós finanszírozás innovátoroknak” kezdeményezés, az EU Kutatási és Innovációs Programja és az Európai Stratégiai Beruházási Alapja segítette (<https://api.oxoservices.eu/api/v1/attachments/56750ba7-8b9e-4e1b-a32a-90ab0b747294>).

²⁸ Az Európai Befektetési Alap és az OXO Csoport közös kockázatitőke-alapot indít kelet-közép-európai startupok támogatására (<https://api.oxoservices.eu/api/v1/attachments/56750ba7-8b9e-4e1b-a32a-90ab0b747294>).

ezer és 5 millió euróig terjedő A körös finanszírozást nyújtani a korai fázisú technológiai cégeknek.

Az alap a régió angyalbefektetőivel széles körben alakított ki partneriséget. Befektetői közé tapasztalt üzleti angyalok és közép-európai intézményi magánbefektetők egyaránt csatlakoztak. Két évig tartó megalakulása során az EIF 20 millió eurót tett az alapba, míg 30 millió euró piaci forrásokból származott. A források egyharmada a Power Angels magánbefektetői köréből érkezett, több magánszemélytől, intézményi befektetőktől, így bankoktól, biztosítóktól, nyugdíjpénztáraktól és más tőkealapoktól, beleértve Magyarországon kívüli intézményeket is. Az alapot Luxemburgban jegyezték be, amire a befektetők miatt volt szükség. Az alap régiós szintű befektetéseket tervezett, 50–70 százalékban magyarországiakat. Az OXO Csoport 2019-ben holdingformába vonta össze a befektetéseit, s az így létrehozott OXO Technologies Holding Zrt. saját tőkéje 2,5 milliárd forintot tett ki 2020 januárjára (*Zsiborás* [2017]). A cél az volt, hogy a csoport meghatározó szereplővé váljon a régióban, ezért kívánták olyan holdinggá szervezni, amely magán- és intézményi befektetők számára is hozzáférhetővé válik, azaz nyilvános piacokra is be kívánták vezetni a céget. Az OXO Technologies 2020 negyedik negyedévében megkezdte a felkészülést a Budapesti Értéktőzsde Xtend piacára való belépésre, s a tőzsde 2021 márciusában fel is vette a cég törzsrészcímét az értékpapírlistára. Ezt követően 2021 júniusában az OXO Technologies Zrt. zártkörű tőkeemelési hajtott végre 1,25 milliárd forintos összegben, s további 700 millió forintos összegről szóló tőkeemelési szándéknyilatkozatot fogadott el. Ezzel a cég alaptőkéje 372 millió forinttal 1,687 milliárd forintra nőtt. Az állami tulajdonú Nemzeti Tőzsdefejlesztési Alap II. Részalap által nyújtott 600 millió forint azonnali tőkeemelése, valamint 700 millió forintra vonatkozó szándéknyilatkozata mellett a tőkeemelésben több mint 30, részben intézményi, részben magánbefektető vett részt, további összesen 652 millió forintértékben (*Portfolio* [2021]). 2022 májusában újabb tőkeemelés következett új részvényesek bevonásával, aminek során közel 707 millió forint összegű tőkét vont be a cég (*Jánoska* [2022]).

Ugyancsak a tőzsdére jutási ambíciókkal lépett a magyar piacra a 2022 alakult STRT Holding, amelyet 30, túlnyomó részt üzleti angyal-befektető körülbelül 350 millió forinttal hozott létre. A cég régiós szinten is vezető szerepre tör a kezdő vállalkozások tá-

mogatásában, tíz év alatt ezer cég finanszírozását tervezi, az első évre 20-30 befektetéssel (*Zsiborás* [2023]). A második körben egy zártkörű befektetési kört tervez a cég a Budapesti Értéktőzsde felügyelete mellett, ekkor intézményi befektetőket szólítanak meg, s a cél 600–800 millió forint bevonása. 2023-ban szándékoznak belépni a BÉT Xtend piacára. A cég nagy hangsúlyt kíván fektetni a tudásátadásra, mivel úgy véli, hogy a hagyományos kockázatitőke-alapok inkább vagyongazdálkodással foglalkoznak, s jellemzően rövidebb az élettartamuk, mint amekkora a korai fázisú befektetések beéréséhez szükséges. Az uniós (EU, EIF, EBRD) forrásokkal finanszírozott alapok és inkubátorok üzleti modellje pedig időben korlátozott.

Az üzleti angyalok működését és befektetéseit szabályozó előírások az Európai Unió egyes országaiban

Felismerve az üzleti angyalok szerepének a vállalkozási tevékenység fellendítésében játszott fontosságát, a kormányzatok világszerte sokféle módon bátorítják tevékenységüket. A kockázatitőke-alapok támogatása mellett adókedvezményekkel, valamint az üzletiangyal-hálózatoknak és más típusú közvetítőknél nyújtott támogatásokkal (*Mason* [2009], *OECD* [2011], *Owen–Mason* [2017]).

Tekintve, hogy az adózás az Európai Unióban nemzeti hatáskörbe tartozik, az üzleti angyalok szabályozására Európa-szerte sokféle olyan konstrukciót vezettek be, amely elősegítheti, hogy az üzleti angyalok a startupok első befektetőiként minél aktívabb szerepet tölthessenek be. Az üzleti angyalok befektetési kedvének növelését célzó szabályozás terén az Egyesült Királyság áll az élen: a kockázatuk csökkentésével és adókedvezmény nyújtásával igyekszik elérni, hogy minél több ígéretes innovatív startupba fektessenek be tőkéjét, és tapasztalataikkal segítsék az általuk felkarolt cégeket.

Az *Egyesült Királyságban* e célból több rendszert is bevezettek, ezek közül elsősorban a Seed Enterprise Investment Scheme (SEIS) konstrukció az, amely a korai fázisú startupokat érinti. A kedvezmények igénybevételére feljogosító befektetések olyan cégekbe kerülhetnek, amelyek kétévesnél fiatalabbak, a vagyonuk kisebb mint 200 ezer font, 25 főnél kevesebb dolgozójuk van, a befektető maga nem a cég alkal-

mazottja és a cég tulajdonosa független – azaz a vállalkozás nem áll egy másik cég tulajdonában –, s a befektető által megvett tulajdoni hányad nem haladja meg a cég részvényeinek 30 százalékát. A befektetők számára kínált előny több szinten is jelentkezik. A befektetők jövedelemadójukból azonnal leírhatják befektetésük 50 százalékát maximum 100 ezer fontos keretösszegig. Továbbá a befektetett cég részvényeinek eladásakor keletkező profitjuk adómentes, ha a cég részvényeit legalább három évig megtartják. Amennyiben pedig a cégeladás veszteséges, akkor a veszteséggel csökkenthetik jövedelemadó-fizetési kötelezettségüket. Az is előny, hogy a befektetők tőkejövedelemadó-fizetési kötelezettségüket az adott évben vagy az előző évben 50 százalékkal mérsékelhetik, ha a kivont tőkét ismételten SEIS-konstrukcióba tartozó cégekbe fektetik be. 2023-ban az Egyesült Királyság még tovább növelte a kedvezményeket azáltal, hogy a jövedelemadóból leírható 100 ezer font nagyságú keretet 200 ezer fontra emelte (*Practical Law* [2019], *Dotta* [2020], *Alois* [2023]).

A francia üzleti angyalok és más kisbefektetők számára a befektetéseket ösztönző szabályozást a *réduction „Madelin”* konstrukció nyújtja. Amennyiben a befektetők olyan cégbe fektetnek be készpénzt akár közvetlenül, akár kockázatitőke-alapon keresztül, akár a cég létrehozásakor vagy annak tőkeemelése során, amely az EU kis- és középvállalati kategóriájába tartozik (vagyis 50 főnél kevesebbet főt foglalkoztat, és nem haladja meg a 10 millió eurós árbevételt vagy a 10 millió eurós vagyont), továbbá hét évnél nem működik régebben, akkor a befektetők 18 százalékos jövedelemadó-csökkentésre jogosultak 50 ezer eurós értékhatárig. Feltétel az is, hogy a részvényeket legalább öt évig birtokolják. A kedvezmény más országok előírásaitól eltérően nem korlátozódik a francia cégekre, így alkalmas a határon átnyúló befektetések ösztönzésére is. A részvények eladásakor a tőkejövedelem általános jövedelemként adózik (progresszív módon, a legfelső ráta 45 százalék). A kedvezmény tovább emelkedik, ha a részvényeket a befektetők legalább nyolc évig megtartják. Annak érdekében, hogy az üzleti angyalbefektetők száma emelkedjen, a francia kormány átvonná az Egyesült Királyságban kidolgozott befektetésösztönzési konstrukciót. A befektetések előmozdítását üzleti angyalokra vonatkozó adatbázis létrehozása és a befektetési feltételek standardizálását tartalmazó jogi dokumentumok készítése is kiegészítené (*O'Brien* [2023]).

Anémet szabályozás 2013 óta alig változott, amikor az Invest elnevezésű csomagot bevezették. A konstrukció szerint az innovatív startupokban megvásárolt részvények után az üzleti angyalok 20 százalék támogatást kapnak a befektetéseik után, amennyiben a befektetés volumene cégenként eléri a 10 ezer eurót. A befektető üzleti angyalok évente 500 ezer eurós összegig igényelhetnek befektetésük után támogatást. 2017 óta a részvények eladása esetén a profit után fizetendő adót kilépési támogatás csökkentheti a profit 25 százalékáig azon részvények esetében, amelyek a befektetéskor támogatásban részesültek. A részvényeket 10 éven belül el kell adni, s a kilépési támogatás nem haladhatja meg a megvett részvények felvásárlási költségeinek 80 százalékát. A kedvezmény érvényesítése csak akkor lehetséges, ha a befektetésben részesülő vállalkozás hétévesnél fiatalabb, kis- és középvállalati kategóriába sorolható, Európában van a székhelye, s legalább egy fiókkal rendelkezik Németországban, továbbá független vállalkozás. Ugyancsak kritérium az innovatív jelleg, azaz hogy a szövetségi statisztikai hivatala innovatív szektorában tartsa nyilván, s rendelkeznie kell legalább egy 15 évnél nem régebbi szabadalommal is, és innovatív voltát egy szakértőnek is meg kell erősítenie (*Dotta* [2020]).

Kelet-Közép-Európában az üzleti angyalok tevékenységének szabályozása, befektetéseinek előmozdítása sokáig nem szerepelt a gazdaságpolitika által kiemelten támogatott kérdések között. Bár a kormányzatok a startupok fejlődését e régióban is már viszonylag korán, 2015–2018 között sokféle adókedvezménnyel igyekeztek elősegíteni, csak kevés és rendkívül bürokratikus módon igényelhető kedvezmény ösztönözte az üzleti angyalok tevékenységét. Az adózási könnyítések és a kedvezmények igénybevételét lehetővé tevő jogosultságok igazolása a régió legtöbb országában azóta is meglehetősen bürokratikus maradt, s így kevés vonzerőt gyakorolt az egyébként is kis számú és csekély üzleti tapasztalatot szerzett üzleti angyalra.

Észtország ebből a szempontból is erősen kilóg a régióból, mivel itt a startupok számára rendkívül kedvező adórendszer működik: a startupoknak nem kell jövedelemadót fizetniük, a visszatartott és újra befektetett profit után nem kell tőkejövedelem-adózniuk, és nincs tulajdonátruházási adó sem. Az Észtországban bejegyzett vállalkozásoknak és az állandóan ott működő külföldi cégeknek 0 százalék jövedelemadót kell fizetniük az újra befektetett és visszatartott nyereségük

után, és 20 százalékos jövedelemadót kell leróniuk a felosztott nyereségük után. Egy 2018-ban bevezetett rendelkezés az adót még tovább is csökkentette: a felosztott nyereségre vonatkozó adót 20 százalékról 14 százalékra (ha az osztalékot jogi személyek kapták).²⁹

Lettországban már 2017-ben elfogadtak egy startupokra vonatkozó törvényt (*Startup Law*) és adócsomagot. Ahhoz, hogy a csomag kedvezményei érvényesíthetők legyenek, az érintett cégeknek 24 hónapon belüli, elismert befektetéssel kellett rendelkezniük vagy kockázati tőke-alaptól (legalább 30 ezer eurós összegben), vagy akcelerátortól (minimum 15 ezer eurós), vagy üzleti angyaltól (legalább 15 ezer eurós összegben). Az érintett vállalkozás nem lehetett öt évnél idősebb. Kumulált jövedelme a gazdasági tevékenységből a regisztrációja óta nem haladhatta meg az 5 millió eurót, s nem oszthatta fel a nyereséget. Vagy szabadalommal, vagy dolgozóinak 70 százalékának doktori fokozattal kellett rendelkeznie, vagy a költségeinek több mint felét kutatás-fejlesztésre kellett fordítania. Amennyiben mindezen feltételek teljesültek, akkor a cég számos módon kedvezményes adózásban vagy támogatásban részesülhetett. Az üzleti angyal-besorolás kritériuma többek között az volt, hogy a természetes személyek rendelkezzenek vállalkozási tapasztalattal, tagjai legyenek valamely üzleti angyal-hálózatnak, vegyenek részt olyan európai uniós vagy tagállami programban, amely elősegíti a kockázati tőkebefektetéseket, legalább két korai fázisú startupban rendelkezzenek öt éven belüli befektetéssel (melyek közül mindegyiknek legalább 15 ezer eurós összeget kell elérnie, de összesen ne haladja meg a 60 ezer eurót), s a részvénytőke tulajdoni hányada az érintett vállalkozásokban ne haladja meg a 30 százalékot (*LIAA* [2021]).³⁰ A startupokra vonatkozó lettországi előírások – több lépcsőben történt átdolgozás után – 2020-tól számottevően kedvezőbbé váltak.

Romániában az egyéni befektetések ösztönzéséről szóló 2015. évi 120. számú törvény kapcsán dolgozták ki azokat a feltételeket, amelyek meghatározták az angyalbefektetések korlátait. A törvény azon 3 ezer és 200 ezer euró közötti befektetésekre vonatkozik, amelyeket mikro-

²⁹ Taxation and incentives (<https://investinestonia.com/business-in-estonia/taxation/>) és Baltic Startup Mag, 2019 (<https://online.fliphtml5.com/yyizw/fgoe/#p=1>).

³⁰ Magnetic Latvia: Startup Law ([https://startuplatvia.eu/files/resources/editor/startup-law-one-pager%20\(2\).pdf](https://startuplatvia.eu/files/resources/editor/startup-law-one-pager%20(2).pdf)).

vagy kisvállalkozásokba sorolható korlátolt felelősségű cégekbe lehet befektetni. Ennek fejében az üzleti angyalok által megszerezhető részesedés nem haladhatja meg az alaptőke 49 százalékát. A befektetéshez kapcsolt adókedvezmény az osztalékadó és az üzletrész eladása után fizetendő adó alóli mentességet jelent. A kedvezmények az első három évre nyújtanak mentességet az osztalékadó fizetése alól az eladott részvények után a befektetett összeg erejéig, valamint biztosítanak tőkejövedelemadó-fizetési mentességet a tulajdoni jogok átruházását követő három év után (*Kovács* [2016]).

Szlovéniában a – társbefektetővel vagy üzleti angyal-alap keretében – befektető üzleti angyalok nagy kockázatú cégekbe irányuló befektetéseit egy speciális törvény előírásai alapján mentesülnek az adófizetés alól, ugyanakkor a magas egyéni jövedelemadó továbbra is akadályozza az angyalok befektetéseit (*BAF* [2018]).

Magyarországon a kormány 2017-ben vezetett be üzleti angyaloknak szóló társaságiadó-kedvezményt egy olyan rendelet keretében, amely a korai fázisú vállalkozások és az azokat támogató vállalkozások nyilvántartásba vételi eljárásának részletes szabályozásáról rendelkezett. A rendelkezés értelmében az adózás előtti eredményt csökkentette a korai fázisú vállalkozásban (*startup*) szerzett részesedés bekerülési értékének és növekményének háromszorosa a részesedés szerzésének adóévében és az azt követő három adóévben, egyenlő részletekben, de adóévenként legfeljebb 20 millió forintig. A kedvezmény igénybevétele feltétele volt mind az angyalok, mind a befektetésben részesülő startupok nyilvántartásba vétele. A befogadott kérelmekre az engedélyt a Szellemi Tulajdon Nemzeti Hivatala adta meg. Az érintett cégek nem lehettek három évnél idősebbek, nettó árbevételük nem haladhatta meg az évi 100 millió forintot, létszámuk legfeljebb húsz fő lehetett, s nem kaphattak korábban befektetést kockázati tőke-alaptól, igazoltan innovatívnak kellett lenniük. Az üzletrész vételárának háromszorosát elérő adókedvezmény ugyan vonzó lehetőség volt, de az ennek elnyerését célzó procedúra rendkívül bürokratikus volt (*Origo* [2017]).

4.

Startupstúdiók

A startupstúdiók a startupokat felépítő szervezetek. Olyan új üzleti modellt képviselnek, amely nem az alapítókra bízta a startupok létrehozását, megerősítését, piacra lépését és majdani eladását, hanem mindezt saját maga végzi el. Szemben a hagyományos vállalkozási modellel, ahol egy csapat egy ötleten dolgozik, a startupstúdiók úgy növelik a siker valószínűségét, hogy összehozzák a tehetséges vállalkozót, a befektetőket, a tervezőket és a végrehajtókat annak érdekében, hogy ismétlődő módon sikeres startupokat indítsanak el a növekedés útján. A startupot alapító vállalkozó ebben a konstrukcióban lényegében kisebbségi társtulajdonossá válik, aki mindenekelőtt a professzionális módon felépített startup eladásakor befolyó bevételben érdekelt. A stúdiók olyan jól képzett csapatot kínálnak cégépítéssel rendelkező szakemberekből, hogy azok sokkal mélyebben részt tudjanak venni a startupok sikeres felépítésében, mint amennyire az akceleratorok vállalkozni tudnának. Míg ugyanis az utóbbi szervezetek csak meghatározott ideig segítenek az általuk kiválasztott startupoknak, a stúdiók a saját cégeiket nemcsak megtervezik, de ki is fejlesztik.

A témában megjelent legfrissebb szakkönyv szerint 2013-ban még alig több mint száz, 2022-ben már 710 startupstúdió működött világszerte (*Kannan–Peterman* [2022]). Ez a szám természetesen eltörpül az Egyesült Államokban működő kockázatitőkealap-kezelők közel kétezer száma mellett, de a növekedési ütem a modell életképességét igazolja. A startupstúdiók 2020-ban mintegy 415 céget indítottak útnak (*Kronenberger* [2021]). A világ vezető startupstúdiói közé tartozik többek között az Idealab, a Science Inc., a Wilbur Labs, az eFounders, a Rocket Internet, a Betaworks és a Pioneer Square Labs.

Működésüket még mindig sok félreértés övezi. Bár a hagyományos startupalapítás olyan egyéni alapítókra épít, akik kitalálnak és felépí-

tenek egy üzleti ötletet, a startupstúdiók mások ötleteit valósítják meg, s elsősorban a náluk felépítendő cégek skálázódására összpontosítanak. A startupstúdiók úgy működnek, mintha ők maguk lennének a cégek alapítói. Rengeteg időt és erőfeszítést fordítanak az általuk felkarolt ötletek kidolgozására, ellenőrzésére és a prototípus elkészítésére. Esetenként ezt a kiválasztott vállalkozókkal társulva teszik, máskor a korai fázist jellemző tevékenységet függetlenül, önállóan végzik. Olyan vállalkozásépítő eljárást dolgoznak ki, amely fenntartható és többször is megismételhető, azaz miután kidolgozták a saját szisztémájukat, képesek újabb és újabb vállalkozásokat piacra bocsátani. A sikertelenség valószínűségét pedig azzal igyekeznek csökkenteni, hogy az új termékek piaci megfelelését a felhasználók oldaláról is elemzik, s mérföldköveket állapítanak meg a továbbhaladásra annak érdekében, hogy a rossz ötletek minél gyorsabban kirostálódjanak.

A startupstúdiók alapítói rendszerint vagy sikeres vállalkozók, akik már kiléptek korábban felépített sikeres cégeikből, vagy számottevő befektetési tapasztalatot szerzett üzleti angyalok, akik a vállalkozásépítést hatékonyabb formában kívánják végezni.

Sok stúdió a tevékenységét kockázati tőkével finanszírozza, de vannak külső forrás nélkül működők is. A nagy akceleratorokhoz hasonlóan a legtöbb startupstúdió saját platformot, illetve hálózatot hoz létre. A startupstúdiók sikerét az adott stúdió portfóliójában nevelkedett és onnan kikerülő cégek értékelése jelzi. A kockázati tőkealapok kezelőihez hasonlóan a startupstúdiók alkalmazottai, akik a startupépítés más-más területeihez értenek, rendszerint nemcsak fizetést kapnak, hanem tulajdonosi részesedésre is jogosultságot szereznek a sikeres cégekben.

Vannak olyan stúdiók, amelyek nem állandó stábbal dolgoznak, hanem alkalmanként, átmeneti időre bíznak meg meghatározott feladatokra kiválasztott szakértőket. Különösen fontos a stúdiók számára a központi erőforrások optimális felosztása az egymással párhuzamosan futó projektek között. Nagy tapasztalatot igényel nemcsak a stúdióba beválasztandó cégkezdemények, piaci és termékötletek kiválasztása, de az olyan befektetők meggyőzése is, akik még nem ismerik eléggé e modell működését. A befektetési megállapodások érzékeny pontja a létrehozandó új cégek tulajdonosi szerkezetének kialakítása, tekintve, hogy a startupstúdiók az új cégek részvényeinek jelentős hányadára

igényt tartanak, miközben biztosítaniuk kell azt is, hogy a startupcsapat megfelelően motivált maradjon (Szigeti [2016]).

A startupstúdiók tehát cégeket építenek fel, mozgósítva erőforrásait és operatív segítséget nyújtva az ötletek kidolgozásához, piacra viteléhez, valamint a növekedés előmozdításához. Kreatív és együttműködő gyakorlati segítséget és környezetet biztosítanak cégek minden egyes fejlődési szakaszában. Mind a piacra vitel előtt, mind pedig utána operatív segítséget nyújtanak a termékfejlesztésében, a marketingben, a személyzeti munkában és az értékesítésben egyaránt. Ehhez olyan jártasságú, felkészültségű csapatot kínálnak, amelyek képesek segíteni az elképzelt célok elérését. Ugyanakkor rendkívül szelektív módon ajánlják fel a nagy volumenű erőforrásaikat és gyakorlati támogatásukat. A stúdiók magvető és növekedésítőke-finanszírozását egyaránt biztosítják cégek számára, ezzel is elősegítve, hogy a náluk működő csapatok a vállalkozásuk építésére tudjanak koncentrálni a tőkegyűjtés szervezése helyett (Kronenberger [2021]).

A startupstúdió a legújabb olyan üzleti modellt példázza, amely kifejezetten a startupok sikeres piacra vitelének elősegítésére jött létre. Egy olyan új szervezeti típus, amely az átütő, a piacot átrendező új ötletek és termékek megjelenésével együtt alakult ki, s a szakágazathoz, a vállalatépítéshez és ennek gyakorlati végrehajtásához is értő szakembereket összegyűjtve választ ki és visz sikerre új vállalkozásokat. A startupstúdiók tehát nem elégednek meg az új cégek fejlődéséhez szükséges források előteremtésével, a kiválasztott cégeknek új termékük piaci megjelenésén túl is segítenek. Olyan alapítókat alkalmaznak – legyenek azok külsők vagy a stúdióban már meglévő belsők –, akik képesek a startupok irányítására egészen az új cégek eladásáig, azaz a befektetők kilépéséig. Mindezek alapján a különböző cégfelkészítő megoldások közül a startupstúdiók nyújtják a leginkább részt vevő (*hands-on*) megközelítést és a legtöbb erőforrást a születő cégeknek.

A stúdióba kívülről bekerülő alapítók szempontjából azonban hátrányos, hogy a startupstúdiók bármely más típusú felkészítő szervezetnél magasabb tőkerészesedésre tartanak igényt. Néhányuk egyáltalán nem is fogad el külső vállalkozóktól jelentkezést, azaz csak a maguk által alapított cégeket nevelik fel. A startupstúdiók ugyanakkor a korai fázisú befektetések legbiztonságosabb menedzserei, tekintve, hogy startupjaikat végig kísérik az egész akcelerációs fázison, és így lehetővé

teszik az új cégek számára, hogy azok sikeresen elkerüljék mindazokat az akadályokat, amelyeken a startupok 90 százaléka elbukik. Elősegítik a gyors növekedést, csökkentik a kockázatot, s olyan operatív működési segítséget nyújtanak, amely a tőkén túlmenően jelentős értéket képvisel. Hátrányuk viszont a magas tulajdoni hányad kikötése, a nehéz bekerülés a stúdiókba és a külső vállalkozók általi nehéz megközelíthetőség. Ez a modell különösen azoknak a vállalkozóknak a számára lehet vonzó, akik a legújabb, a piacokat átrendezni képes, átütő ötletekkel rendelkeznek, de nincs meg a piacra vitelhez szükséges tőkéjük és csapatuk vagy egyéb erőforrásuk.

Az új modellt a Los Angeles-i Idealab 1996-ban kísérletezte ki, amelynek célja egy olyan „céggyár” létrehozása volt, amely fenntartható módon állít elő újabbnál újabb startupokat. Az Idealab példáját azóta sokan követték. Ezek közül a leghíresebb a német Rocket Internet, az amerikai Betaworks, és Science, valamint a belga eFounders. A New Mexico Angels Startup Factory, illetve az olasz Italeaf egyetemi K + F-központok eredményeit igyekezett sikeres üzleti vállalkozássá tenni (*Szigeti* [2016]). Az 1996-ban létrehozott első stúdió modellje által inspirált többi stúdió (Betaworks vagy a Rocket Internet) csak 2007-ben indult (*GSSN* [2019]), de azóta ez a „startupgyártó” iparág exponenciálisan növekedett.

A startupstúdiók működési modelljének sajátosságai

Az üzleti inkubátorok, akcelerátorok, üzleti angyalok és kockázati tőkések új cégek fejlesztésében játszott szerepe sokszor csak árnyalatokban tér el egymástól, ugyanakkor a közöttük lévő különbség is jól érzékelhető. Az üzleti inkubátorok és akcelerátorok emberi tőkét nyújtanak, vagyis az általuk kiválasztott startupoknál inkább a tanácsadásra és némileg a működés irányításra koncentrálnak. Az angyalbefektetők és a kockázati tőkések inkább a pénzügyi kérdésekre helyezik a hangsúlyt, amikor tőkét nyújtanak a portfólióikba választott cégeknek ahhoz, hogy azok gyorsan és sikeresen fejlődhessenek, miközben működésükhöz és startégiájukhoz is tanácsokat adnak. A startupstúdiók ezzel szemben mindkét területen – az emberierő-forrás és a pénzügyi vonalon egyaránt – támogatják a náluk nevelkedő cégeket, amelyeket esetenként kizárólag a saját szakértőikből felállított csapatok építenek fel.

A többféle startupfejlesztő modell nemcsak a vállalkozásoknak nyújtott segítség tartalmában tér el, hanem a felkarolt vállalkozások számában is. Párhuzamosan a legkevesebb cég a startupstúdióknál nevelkedik, s a saját szakértelmüket is átadó üzleti angyalok relatíve kevés céggel tudnak egyidejűleg törődni. A kockázatitőke-alapok portfólióiban egyidejűleg jó néhány cég szerepel, míg a legtöbb vállalkozó az inkubátorok/akcelerátorok rendszeresen meghirdetett szezonális programjain vehet részt. Megfigyelhető az egyes modellek egymásba való átmenete, átalakulása, azaz a határok emiatt sem teljesen élesek. A startupstúdiók esetében például előfordul, hogy saját cégépítő tevékenységük mellett akcelerátorokat is üzemeltetnek, vagy kockázatitőke-alapként közvetlenül is finanszíroznak nem náluk nevelkedő cégeket.

A startupstúdiók az akcelerátorokhoz hasonlóan oktatással és az erőforrások megosztásával segítik a növekedést. Ugyanakkor a két modell alapvetően másként segíti a startupokat. A stúdiók például sokkal korábbi szakaszban fektetnek be. Ahelyett, hogy korai fázisú startupokat vennének fel, sok stúdió már az előzetes ötlet kialakulásakor, az úgynevezett *pre-idea* szakaszban befektet, hogy megszerezhesse a maga számára a már bizonyított cégépítőket és operátorokat. Ettől kezdve sok startupstúdió csapata maga dolgoz ki ötleteket, míg néhányuk külső bemutatkozás útján is fogad jelentkezőket. A saját ötleteket azután a kezdeti időszakban összepárosítják a témához értő vállalkozókkal és szakértői stábokkal, hogy „felemljék a céget a földről”.

A startupstúdióknak a sikerhez rendkívül erőteljes válogatásra van szüksége, ezért a startupstúdiókban a koncepciók közötti válogatás különösen alapos. Miközben ötletek százainak bemutatását nézik végig, jellemzően csak egyet vagy kettőt választanak ki ezek közül a piaci igények és az életképesség figyelembevételével. Az ezt követő időszak már sokkal inkább hasonlít az akcelerátorokban zajló tevékenységhez, azaz ahhoz, hogy töredékidő alatt kifejlesszék az adott vállalkozást ahhoz képest, mintha annak egyénileg kellene ezt véghez vinnie. Sok stúdió akár egy éven belül is képes sikeres céget produkálni, míg mások akár néhány hónap alatt is jó minőségű, profitábilis vállalkozást tudnak „gyártani”. Kipróbált cégépítőiknek köszönhetően agilisek és ellenállók.

Míg az akcelerátorok rendszerint 3–6 hónapos időszak során foglalkoznak a felvett startupokkal, a stúdiók mindössze néhány céggel

dolgoznak, viszont több éven át. Ez biztosítja, hogy cégeik nagy mennyiségű erőforráshoz és más segítséghez jussanak ahhoz, hogy a piacra lépést követően az agresszív növekedési fázisban is prosperáljanak. Miután ez a modell önfenntartó cégeket produkál, a stúdiók kapcsolata a startupokkal és az általuk nyújtott támogatás folyamatos. Ez jelentős előnyt nyújt a startupok stábjainak, amelyek így sosem maradnak azoknak a szakértőknek a segítségével, akik közreműködtek az eredeti üzleti koncepciójuk kialakításában (*Kronenberger* [2021]).

Összességében tehát a startupstúdió modellje azért vált rendkívül sikeressé az elmúlt évtizedben, mert egyrészt a stúdiók nagyon szelektíven választják ki a résztvevőket, és jelentős kutatásra és széles körű adatbázisra alapozzák a potenciális piaci sikert. Másrészt a piacra vittel követően is fenntartják a kapcsolatot és megosztják az erőforrásaikat az általuk felnevelt startupokkal. Harmadrészt mind az idejüket, mind a tőkéjüket és erőforrásaikat egyidejűleg csak kevés startup között osztják meg. Negyedrészt minden más befektetési modellnél korábban – még a koncepció teljes kidolgozás előtt – fektetnek be a cégekbe, azokat rendszerint a cégépítés terén már bizonyított csapatokkal erősítik meg. Végül a stúdiók egyidejűleg sokféle olyan erőforrást nyújtanak, amelyek nemcsak minimalizálják a kockázatot, de meg is tudják gyorsítani a cégek növekedését.

Az akcelerátorokhoz képest a startupstúdiók más fejlettségi szakaszban tartó cégekbe fektetnek be. Ők ugyanis a még nem létező cégeket kezdik el fejleszteni, míg az akcelerátorok többségében a magvető szakaszban tartó vállalkozások közül alakítják ki a programjaikban részt vevők kohorszait. Ugyancsak eltér a befektetés volumene. A stúdiók 15 és 100 százalék közötti, jellemzően 40 százalékos részesedést szereznek az általuk alapított startupban, míg az akcelerátorok átlagos részesedése közelebb van a 7 százalékhoz. A tőke volumene is eltér, mivel a stúdiók átlagosan 500 ezer dollár tőkét fektetnek a cégekbe. A foglalkoztatottak oldaláról stúdiók adják a teljes csapatot, átlagosan 12 főt, akik egyedi szakágazati szakértelemmel rendelkeznek, így cégeik átlagosan kétszer olyan gyorsan tudnak növekedni, mint más startupok. A stúdiók rendkívül intenzíven foglalkoznak a felépítés alatt álló startupjaikkal, mivel „gyárszerűen” működnek, csak a legmagasabbra értékelt cégeiket hagyják életben, és viszik ki a piacra. Átlagosan 2–5 céget építenek fel évente, szemben

az akcelátorokkal, amelyek kohorszontként 10 körüli startuppal foglalkoznak (*Zasowski* [2021]).

A startupstúdiók mellett szól, hogy hosszú távra kötelezik el magukat az általuk piacra bocsátott vállalkozások mellett, miközben igyekeznek az ötlet kidolgozásától a piacra lépésig eltelt időt viszonylag lerövidíteni. Lehetővé teszik, hogy az általuk támogatott cégek hozzáférhessenek a szakágazati hálózatukhoz és az ágazat meghatározó szakembereihez, valamint sokféle olyan erőforráshoz, amelyek segítenek a siker elérésében. A startupstúdiók által mentorált cégek rendkívül körültekintő kiválasztása és korlátozott száma lehetővé teszi azt is, hogy a stúdiók munkatársai teljes mértékben az általuk támogatott cégeknek szenteljék figyelmüket és idejüket, ami segít a kockázat csökkentésében és a siker előmozdításában. Hátrányuk ugyanakkor, hogy azoktól a vállalkozóktól is, akik a sokkal függetlenebb támogatást preferálnák, a startupstúdió erőteljes együttműködést követel meg (*Kronenberger* [2021]).

A startupstúdiók fajtái

A startupstúdióknak több fajtája is kialakult. Vannak úgynevezett *független stúdiók*, amelyek maguk teremtik elő a cégek felépítéséhez szükséges tőkét, akár saját gazdálkodásuk révén, akár külső befektetők megnyerése útján. Ebbe a típusba tartozik például a Rocket Internet elnevezésű európai szervezet, amely az Egyesült Államokban és Kanadában létrejött híres technológiai cégek klónjainak létrehozásáról vált ismertté. (A Rocket Internet által felépített Delivery Hero elnevezésű étteremkiszolgáló piac-tér modelljét például a GrubHub cég adta.)

A független módon működő startupstúdiók mellett létező másik megoldást a *nagyvállalatok által patronált* startupstúdiók képviselik. Ebben az esetben a nagyvállalatok vállalkozási részlegei nyújtják a kezdeti tőkét és a stratégiai irányvonalat a startupstúdió számára, amely a vezetőket, a folyamat lebonyolításához szükséges know-how-t együtt adja az új startupok felépítéséhez. Ebben a nagyvállalatoknak és az új cégeknek kölcsönösen kedvező lehetőséget kínáló modellben a nagy cégek számára lehetővé válik a profiljukhoz illeszkedő új, jelentős előrelépést ígérő irányok kipróbálása, az új találmányok korai szakaszába történő bekapcsolódás úgy, hogy az új vállalkozások egy ideig még védve

maradjanak a nagyvállalaton belülről érkező esetleges támadásoktól. Eközben az új cégek közvetlen visszacsatolást kaphatnak a felvevőpiacról, hozzáférhetnek a nagyvállalat erőforrásaihoz és kapcsolatrendszeréhez. A modell lehetőséget nyújt a többségi tulajdon megtartására az új cég számára, ami megváltoztatja a kockázat–hozam egyensúlyt. Így e nagyvállalati startupstúdiók segíthetnek a nagyvállalatoknak a jövőbeli nagy vívmányokat idejekorán megszerezni. A startupstúdiómodell a nagy cégek számára – a K + F-befektetés és az általuk létrehozott kockázatitőke-alapok mellett – egy további szervezeti megoldást jelentenek a sikeres innováció megszerzésére és előmozdítására.

A nagyvállalati startupstúdiókat létrehozó nagyobb cégek között az olyan monopolhelyzetben lévő híres *platformvállalatok* is megtalálhatók, mint a Google, a Facebook, az Amazon vagy az Alibaba. E cégek is a motorjaivá váltak az új vállalkozásokat létrehozó „startupgyáraknak” azzal, hogy olyan saját startupstúdiókat hoztak létre, amelyek a nagy platformcégek meglévő hálózataira és vagyonára támaszkodva teszik lehetővé az új cégek piacra lépését és megerősödését. Ezt példázza az Alphabet-platform startupstúdiója, a Google X, amely olyan új cégek megszületését tette lehetővé, mint a Waymo, a Verily, a Google Health. De az Amazon, a Facebook, az Uber vagy az Alibaba is hasonló saját divíziókat létesített vállalkozói csapatok számára, hogy új startupokat hozhassanak létre. Ilyen sikert ért el a Google Video, az Uber Eats, az Amazon Web Services, az Amazon Business, a Facebook Pages, a Facebook Messenger vagy a Facebook Marketplace. A technológiai monopóliumok által keltett erősödő verseny ily módon maga is hozzájárult ahhoz, hogy visszaszoruljanak a korai fázisba befektető kockázatitőke-alapok befektetései.

Az egyesült államokbeli Founders Factory startupstúdió (amely londoni, johannesburgi és párizsi irodát is működtet) évente 12 – széles vertikális skálán mozgó – céget fejleszt. A vertikumot azon *nagyvállalati partnerek* stratégiai érdekei határozzák meg, amelyekkel szövetségre lép olyan startupok támogatására, amelyek betekintéssel, adattal, licenccel és piacfelosztó szereppel rendelkeznek. A cég szolgáltatásaiért cserébe kisebbségi részesedést kér startupjaitól, miközben magvető szakaszbeli befektetést és operatív támogatást nyújt. Vállalati partnerei nem közvetlenül a kiválasztott cégekbe fektetnek be néhány millió fontot, hanem a Founders Factoryba. Emellett egy korai fázisú akcelerátorral is

rendelkezik. 2019-ben a portfóliójába tartozó vállalkozások 160 millió font összegű tőkebefektetést kaptak.

A Prehype némileg más modellben működik. Vállalati partnerei részére, velük együtt épít fel és alakít át startupokat. A végső cél a felépített cég integrálása vagy felvásárlása az adott vállalati partner által. A nagyvállalat egy belső menedzserét nevezi ki a startup felsővezetőjének, és úgy alakítja ki a startupot, hogy az pontosan megfeleljen a megvételére váró vállalati partner igényeinek. E vállalati partner opcióval rendelkezik a startup tulajdonának megosztására vagy teljes megvételére, ami egyúttal a startupstúdió számára biztosítja a kilépés lehetőségét. Ez a vállalati együttműködés a startupstúdióknak csak egyik tevékenységi területét takarja, emellett saját cégeket is épít, elad, fejleszt további startupokat, és közvetlenül is befektet cégekbe (Ehrhard [2018]).

A nem független startupstúdiók egy másik változatát képviselik a *kockázatitőke-alapok által kizárólagosan finanszírozott startupstúdiók*. Ebben a modellben a stúdiókba bekerülő startupok számára a tőkét egyetlen forrásból érkező kockázatitőke-befektetés biztosítja, amely illeszkedik az adott kockázatitőke-alap stratégiai elképzeléseihez, miközben az adott alap kezelői a fejlettebb szakaszban tartó vállalkozások további körös befektetéseit menedzselik. A stúdió fenntartása révén a kockázati tőkések meglehetősen operatív módon tudnak beleszólni azoknak a startupoknak az életébe, amelyeket a saját stúdióik kiválasztanak és felépítenek, bár a részvételük a gyakorlatban inkább az újabb befektetési körök megszervezésére, a vezetők kiválasztására vagy a PR-kapcsolatok kiépítésére vonatkozik. Ilyen megoldást alkalmazott az egyesült államokbeli óriási Andressen Horowitz kockázatitőkealap-kezelő. A Google Ventures, amely a Google kockázatitőke-alapját kezeli, ugyancsak fenntart startupstúdiót, így a nagyvállalati platformcégek és a nagy méretű kockázatitőke-alapok által tulajdonolt stúdiók esetében a két terület tevékenysége némileg összeér a startupstúdiók területén.

A szervezetek egymásba kapcsolódását tovább színezi, hogy a gyakorlatban az is előfordul, hogy maguk a startupstúdiók terjesztik ki szolgáltatásaikat a belső működésükön túlra, s *hoznak létre speciális akceleratort*. Ilyen esetekben saját maguk a stúdiók az új cég részére nem vállalják át a teljes vállalatépítést, hanem saját inkubátor- vagy akceleratorprogramjukba hívnak meg számukra ígéretes egyedi vállalkozásokat, s ezeknek a stúdió „saját” cégeinél lényegesen kevesebb segítsé-

get és befektetést nyújt. Az Expa startupstúdió például elindított egy Lab-programot 2017-ben, a Betaworks stúdió pedig egy 11 hetes tábort hirdetett meg, míg a Science stúdió inkubátorprogramot indított oly módon, hogy elmozdult a kizárólag saját maga által teljesen felépítendő cégek gyakorlatától az akceleratormodell irányába (Ehrhard [2018]).

Startupstúdiók Kelet-Közép-Európában

Tekintve, hogy a kelet-közép-európai régióban az új vállalkozások létrehozásához a vállalkozók nyugati társaikhoz képest jellemzően kevesebb tapasztalattal és befektethető tőkével rendelkeznek, nem véletlen, hogy a startupstúdiók képviselte modell e régióban is gyökeret eresztett. A tengerentúlon és Európa fejlett részeiben az elmúlt tíz évben elterjedt startupstúdiók vonzó szolgáltatási kínálatuk révén a kelet-közép-európai régióban is gyorsan népszerűvé váltak, bár számuk még meglehetősen alacsony. Egyelőre inkább a modell működésével kell megismertetni a piacot.

Lengyelországban és Észtországban már működik egy sor startupstúdió, Bulgária pedig 2020-ban a nagyvállalati együttműködésre alapozni kívánó Battle Pass stúdió megalapításával követte példájukat. A Battle Pass stúdiót 2020 októberében alapították, majd miután 50 cég mutatta be számára a piaci elképzelését, 10 vállalkozást választott ki. A stúdió azt tervezi, hogy tevékenységét idővel kiterjeszti Romániára, Szerbiára, Görögországra és Észak-Macedóniára, majd a későbbiekben a török piacra. A sikeres működést azonban némileg megkérdőjelezi, hogy a szokásos két-három projekttel szemben a stúdió évente párhuzamosan 10-15 startuppal foglalkozik, így erőforrásait szét kell forgácsolnia (Trending Topics [2021b]).

A lengyel Daat Ventures, amely honlapja szerint ugyancsak startupstúdió-modellt választott, különleges egyedi ötleteket kíván sikeres céggé változtatni, azaz intellektuális tőkére helyezi a hangsúlyt. A Daat Ventures évente maximum két projekttel kíván foglalkozni, s olyan megoldások kidolgozását tervezi, amelyek még nem terjedtek el globálisan.³¹ Egy másik lengyel startupstúdió, a Red Sky azt a megoldást példázza,

³¹ <https://www.linkedin.com/company/daat-ventures/about/>

amikor egy kockázatitőke-alap hoz létre olyan szervezetet, amely az ötlet kidolgozásától kezdve épít fel startupokat az adott kockázatitőke-alap befektetéseire támaszkodva. A szervezet a Tar Heel Capital Pathfinder kockázatitőke-alap 16 éves fennállása alatt szerzett szakmai tapasztalatokra alapozva kínálja széles körű szolgáltatásait.³²

A román Traction Keys startupstúdió és akcelerátor 2023 tavaszán jelentette be, hogy egymillió dolláros alapot hozott létre annak érdekében, hogy ennek segítségével finanszírozzon tíz kiválasztott startupot Kelet-Európában. A tervek szerint ezek mindegyike átlagosan 100 ezer dolláros befektetésben részesül, és 100 ezer dollár értékű szolgáltatási csomagot vehet majd igénybe, miközben első osztályú tanácsadók, korábbi startupalapítók és kockázatitőke-alap-kezelők segítik. A cég több mint 100 sikeres startup alapítóival és üzletiangel-hálózatokkal alakított ki kapcsolatot Európában és az Egyesült Államokban. A cég alapítója már 15 éve működik a startupok világában, nemzetközi nagyvállalatoknál tett szert vállalatépítési tapasztalatokra, s a tőzsdére vitt román unikornis, az UiPath vezetésében is részt vett (*Traction Keys* [2023]).

A honlapján szereplő információk szerint a magyar piacon egyedülálló „one-stop-shop” stúdió modellel rendelkező Drukka startupstúdió, mely a független startupépítő szervezetek közé tartozik, több mint tíz éve foglalkozik startupok létrehozásával. A kiválasztott cégek számára először egy három hónapos felkészítést végez, amelynek során a cégeknek segítséget nyújt az üzleti és pénzügyi terv kialakításához, a piaci teszteléshez, a prototípus kialakításához, valamint a befektetőknek készítenő prezentációkhoz. Megállapodás esetén a startupstúdió 60 millió forintos összegig fektet be a már előkészített induló vállalkozásokba úgy, hogy az alapítók többségi tulajdonosok maradhassanak. (A Drukka portfóliójába került többek között a Playscale, a Rendi, a Salarify, a 15 Minutes Pizza, a Neatly, az AiVenture, a SparQ, a Villi, a RoboGaze, a CliffClimbing, a Grainmonitor, a Tell Me Tales, a SendMade, a Képaruház és a Safie cég.)³³

³² <https://red-sky.com>.

³³ <https://drukka.hu/>.

5.

Közösségi finanszírozás

A közösségi finanszírozás (*crowdfunding*), más néven tömegfinanszírozás keretében a vállalkozók olyan *internetplatformokon keresztül* képesek a potenciális finanszírozóikkal kapcsolatba kerülni, amelyek bemutatják a vállalkozások üzleti tervét (*Belleflamme–Lambert* [2014]). *Belleflamme és szerzőtársai* [2013] szerint a közösségi finanszírozás egy nyitott felhívás az interneten keresztül pénzügyi források nyújtására valamely később megszerezhető termék, ellenszolgáltatás vagy cégbeli szavazati jog fejében. A közösségi finanszírozás jellemzően három szereplőt foglal magában: a vállalkozót, aki kampányol, s várja a tőkét a projektjébe vagy vállalkozásába; a tömeget vagy közösséget (a támogatókat), akiknek tagjai viszonylag kis egyéni hozzájárulást nyújtanak az innovatív projekt támogatásához; és végül magát az interneten működő platformot, amely befogadja és lehetővé teszi az alapító és a közösség találkozását.

Bradford [2012] a tömegfinanszírozási modelleknek öt kategóriáját különbözteti meg: az adomány-, a jutalom-, az elővásárlás-, a hitel- és a sajáttőke-alapú modellt. Az induló, gyors növekedést ígérő technológiai vállalkozások tőkefinanszírozása szempontjából a sajáttőke-alapú közösségi finanszírozási modell játszik kiemelkedő szerepet. Ez az úgynevezett tőkealapú vagy értékpapír-alapú közösségi finanszírozás (*equity crowdfunding* vagy *crowdinvesting*), amely egy vállalkozás tulajdoni hányadának eladása számos befektetőnek, akik cserébe pénzügyi hozamra szereznek jogosultságot osztalék és tőkejövedelem formájában.³⁴

³⁴ A tulajdonosi tőke alapú közösségi finanszírozás nemzetközi kutatási eredményeiről és hazai gyakorlatáról lásd *Kuti és szerzőtársai* [2017], [2018] és *Kuti–Hornayák* [2017].

Azoknak a befektetőknek a köre, amelynek lehetősége nyílik a közösségi típusú finanszírozási modellben történő részvételre, az egyes országok értékpapír-eladására vonatkozó nemzeti szabályozásától függően csupán a hivatalosan akkreditált befektetőkre vagy a nem akkreditált befektetőkre korlátozódik. A befektetőknek szóló felhívás történhet könnyített változatú értékpapír-prospektussal vagy anélkül, azaz a tanácsadók megerősítő szolgáltatása nélkül. A befektetők által megszerzhető értékpapírok egyaránt lehetnek normál részvények, elsőbbségi részvények, korlátozott szavazati jogú vagy szavazati jog nélküli részvények, valamint *mezzanine* finanszírozási eszközök, azaz átváltható hitelek (például *Wroldsen* [2016] szerint az Egyesült Államokban 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 közösségi finanszírozás egyes típusai közül a sajáttőke-alapú finanszírozást az tette időszerűvé és lehetővé, hogy a világgazdasági válság hatására az üzleti angyalok és kockázati tőkések egyre inkább későbbi fázisú befektetéseket kezdtek el preferálni (*Block-Sander* [2009], *Kuti és szerzőtársai* [2017]). Technikai oldalról pedig a digitalizálódás, a web 2.0 technológiai innovációja alapozta meg az internetalapú online platformok kifejlesztését. Ennek révén a közösségi finanszírozás egyszerű, skálázható, költséghatékony, látható és így vonzó lehetőséget teremtett a *nem professzionális befektetők* számára (*Kleemann és szerzőtársai* [2008], *Lambert-Schwienbacher* [2010], *Griffin* [2012], *Bruton és szerzőtársai* [2015]). A legismertebb közösségi platformok – 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 sajáttőke-alapú közösségi finanszírozás keretében az interneten keresztül vállalkozók nyílt felhívást tesznek közzé vállalatuk részvénytípusú üzletrészeinek értékesítésére, nagyszámú befektető jelentkezésének reményében. A vállalkozás a felhívást online platformon teszi közzé, s a befektetést is ezen keresztül kapja meg, miközben a platform jogi háttérrel biztosít, és különböző szolgáltatásokat is nyújt a rajta keresztül kapcsolatba lépők számára. A sajáttőke-alapú közösségi

gi finanszírozás egy olyan modell, ahol a tőkét nyújtók részvény- vagy részvénytulajdonos megállapodás (például profitmegosztás) formájában kapnak üzleti részesedést a kampányt meghirdető vállalkozásban (*Kuti és szerzőtársai* [2017] 188. o.)

A sajáttőke-alapú közösségi platformok alapvetően háromféle *konstrukcióban* segítik elő a tőkegyűjtést: szimplán csak összehozva a potenciális feleket; együttesen képviselve az összes befektetőt, s ehhez a szükséges jogi feltételeket nyújtva; valamint szindikált módon biztosítva a befektetést úgy, hogy egy vezető befektető mellé a többi befektető becsatlakozását is lehetővé teszik.

Az alkalmazott *szerződési konstrukciók* a közösségi finanszírozás típusától és az érintett platform földrajzi helyétől függenek (*Hornuf-Schwienbacher* [2016], *Klöhn-Hornuf* [2012], *Klöhn és szerzőtársai* [2016], *Schwienbacher-Larralde* [2010], *Wroldsen* [2016]). Valójában a közösségi finanszírozás esetében használt szerződések a kockázati tőkések által alkalmazott szerződések egyszerűsített változatai. Ezen egyszerűsítés miatt a befektetőtömeg védelmét a médián keresztül történő szoros követés, valamint az egymással fenntartott kapcsolat inkább segíti, mint az, amit a szerződéses feltételek biztosítanak.

A finanszírozás gyűjtésének módja és a befektetők által elvárt kompenzáció szempontjából két típusú *finanszírozásgyűjtési modell* terjedt el (*Cumming-Zhang* [2016]). 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 típusú modell a „tartsd meg az egészet” elv szerint működik. Ennek megfelelően a kampány elindítója megkapja az összegyűjtött tőkét, függetlenül attól, hogy a kampány elérte-e a kitűzött célt. (Az ismert közösségi platformok közül a Kickstarter a „mindent vagy semmit” alapon, míg a Fundly a „tartsd meg az egészet” elven működik. Az Indiegogo esetében a kampányindítók választhatnak a két modell között.)

A platformok *bevételei forrásai* között szerepelnek a tranzakciós díjak, amelyeket a platformok működtetői a teljes összegyűjtött tőkére vetnek ki, a többlétszolgáltatások után nekik fizetendő illetékek, amelyeket az általuk nyújtott szolgáltatások ellenében hajtanak be, a kamatok, amelyeket a befektetők által odaígért tőke után számolnak fel, valamint a kampányokra

történő feliratkozási díjak, amelyeket a befektetők a platformokon történő regisztrációkor fizetnek be (*Belleflamme és szerzőtársai* [2015]).

Amellett, hogy a közösségi finanszírozás csökkenti a finanszírozási rést az elérhető magvető tőke és a startupok finanszírozási igénye között, a vállalkozók számára további előnyökkel is jár. A közösségi finanszírozási kampányt 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* [2014]). Így a kampány szolgálhat egy új üzleti elképzelés igazolására is. Amikor egy sikeres kampány odavonza a közösséget és bemutatja egy, 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 közösségi finanszírozás támogathatja a prototípusok kifejlesztésére irányuló erőfeszítéseket is (*Gerber–Hui* [2013], *Belleflamme–Lambert* [2014], *Kuppuswamy–Roth* [2016]).

Drover és szerzőtársai [2017] szerint a közösségi finanszírozás megjelenésének a vállalkozások korai fázisában a befektetés utáni időszakra kiható következményei is vannak. Egy sikeres kampány megnövelheti a kampányt követően a hagyományos forrásokból nyújtott újabb finanszírozási fordulók megvalósításának valószínűségét (*Leboeuf–Schwienbacher* [2018]). Ugyanakkor a közösségi finanszírozás, mint finanszírozási módszer választása a professzionális befektetők korábbi elutasításának következménye is lehet, de lehet, hogy egyszerűen csak azért 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]).

Mélyebb elemzésre vár a kockázati tőkések és az üzleti angyalok reakciója a korábban közösségi úton finanszírozott vállalkozásokra. Az eddigi tudományos elemzések főleg azt vizsgálták, hogy mi vezetett az egyes kampányok sikeréhez, valamint a különböző tömegfinanszírozásfajták eltéréseinek értékelésére vonatkoztak (*Bradford* [2012], *Belleflamme és szerzőtársai* [2015], *Cholakova–Clarysse* [2015], *Griffin* [2012]). Más kutatók a kampányok résztvevőinek szerepét és viselkedését vizsgálták. Egyre

növekvő számú szakirodalom foglalkozik a közösségi finanszírozás elméletével (Harrison [2016], Giudici [2016], Pichler–Tezza [2016], Cumming–Hornuf [2018], Wallmeroth és szerzőtársai [2018], Landstöm és szerzőtársai [2019]). Bruton és szerzőtársai [2015] értékelése szerint a közösségi finanszírozás 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]).

Swienbacher [2019] a tömegfinanszírozás növekedéséről és jövőbeli kilátásairól szóló cikkében úgy véli, hogy ezen finanszírozási ágazatban már az *éretté válás* jelei is láthatók. Ezt támasztja alá az első unikornisok (Revolut, BrewDog) megjelenése a közösségi finanszírozásban, a platformtípusú első tőzsdére lépés (IPO) (Funding Circle), valamint a növekvő diverzifikáció e finanszírozási szektorban. Ugyanakkor a sajáttőke-alapú közösségi finanszírozású piac még jelentős kihívások előtt áll, s kérdés, hogy miként képes a vállalkozások tőkefinanszírozási körébe beilleszkedni.

A közösségi finanszírozású kampányok 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 információk aszimmetria kezelésére a következő módszereket használja: átvizsgálás, jelzések kiválasztása és közzététele a piac számára, szindikált befektetések ösztönzése, a finanszírozott projektek rendszeres monitorozása, pénzáttalások átirányítása a vállalkozókhoz, valamint a speciális kockázatok kivédésére szolgáló kockázatkezelési szerződések nyújtása a befektetők számára (Mollick [2014], Belleflamme és szerzőtársai [2015], Iyer és szerzőtársai [2016], Hornuf–Schwienbacher [2016], Lambert és szerzőtársai [2018], Vismara [2018b]).

Löhner [2017]) a platformok működtetőivel, a finanszírozott cégekkel, valamint szakértőkkel folytatott interjúk alapján azt állapította meg, hogy a sajáttőke-alapú közösségi finanszírozás terén a kiválasztási folyamat strukturált, proaktív keresést igényel a platformtól, s erősen tá-

maszkodik 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 közösségi finanszírozásra jellemző, azaz az üzleti angyalokra vagy a kockázati tőkések befektetéseire nem.

Az ügylet folyamata szempontjából fontos a megbízható közösségi hálózatok részvétele. *Wallmeroth* [2019] szerint a befektetések nagyjából 20 százaléka generálja a gyűjtött források 80 százalékát, azaz a hozzájárulás terén jelentős eltérés van a befektetői közösség tagjai között. E helyzet hasonló az üzleti angyalok és a kockázati tőkések esetében leírt viselkedéshez, amikor az üzleti angyalok befektetési döntési folyamatában a kockázati tőkések által javasolt ügyletek sokkal valószínűbben kapnak zöld utat (*Croce és szerzőtársai* [2015]). *Ley–Weaven* [2011] szerint nincs szükség arra, hogy a kampány meghirdetői bizalmas információkat közöljenek a közönséggel, az viszont követelmény, hogy a vállalkozás ne igényeljen tőlük túl sok előzetes vizsgálatot, azaz összességében a vállalkozás konstrukciója és üzleti modellje ne legyen túlságosan bonyolult, tekintve, hogy a befektetők nagy tömege feltehetően laikus. A finanszírozók közössége ugyanis heterogén: a nagyobb összegű befektetők sokkal képzetebbek, mint a tömeget alkotó befektetők, akik általában különböző fórumokat használnak a befektetési lehetőségek egymás közötti megbeszélésére. Az üzleti modell bonyolultsági szintje mellett a tömegfinanszírozás útján forrásokat kereső termék innovativitása is befolyásolja a kampány sikerét. Ha az innovációnak a tömeg általi megértése túl messze áll a hagyományos tapasztalatoktól, akkor a siker elérése korlátozott. Ez azonban nem az információk aszimmetrikus volta miatt, hanem az adott innováció megfelelő interpretálhatósága miatt következik be. Az úgynevezett jelzőszerep a finanszírozó tömegen belül az egyes egyének számára nagyon fontos (*Vismara* [2018a]).

Viszonylag kevés tudományos ismeret áll rendelkezésre a tömegfinanszírozási kampányok teljesítményéről és a sikert meghatározó tényezőkről, valamint a befektetői közösség befektetési döntéshozatalának folyamatáról (*Wallmeroth és szerzőtársai* [2018]). Ahogyan arról már a befektetői közösség jellemzői kapcsán volt szó, a tömeg előnyben részesíti azokat a befektetési lehetőségeket, amelyek nem túl összetettek, ezért nem igényelnek drága előzetes vizsgálatokat. A befektetési döntések főként a támogatók között az interneten keresztül a kampányok

alatt áramló jelzéseken és információcserén alapulnak (*Ley–Weaven* [2011], *Moritz és szerzőtársai* [2015], *Hornuf–Schwienbacher* [2016], *Block és szerzőtársai* [2018]). A legfrissebb elemzések szerint a kampányok sikerének valószínűségét elsősorban a személyes hálózatok kiterjedtsége, a társadalmi tőke megléte, a projekt minősége, a bemutatkozások mikéntje, valamint a befektetőktől való földrajzi távolság befolyásolja (*Colombo és szerzőtársai* [2015], *Hornuf–Schmitt* [2016], *Signori–Vismara* [2016], *Vismara* [2016 [2018b]). Ugyancsak a kampányok pozitív teljesítményéhez kapcsolódik a kampány mérete és időtartama (*Li–Martin* [2016]), valamint a támogatók általi hozzájárulás gyakorisága (*Cordova és szerzőtársai* [2015]).

A sajáttőke-alapú tömegfinanszírozási kampányok hatása a vállalkozásokra

A közösségi finanszírozású befektetéseket vizsgáló kutatások száma még igen alacsony. Az elért hozamokat még kevesen elemezték, s különösen a közösségi finanszírozás egyes típusai közötti eltérések vizsgálata hiányzik. Ezt részben az adatok nehéz elérhetősége, részben a megfigyelések (minták) alacsony száma magyarázza (*Hornuf–Schwienbacher* [2015], [2016]).

Signori–Vismara [2016] e szempontból kivételt képez a sajáttőke-alapú közösségi finanszírozási kampányok eredményeinek elemzésével. E cikk szerint a közösségi finanszírozási kampányok 10 százaléka bukott el, míg a kampányok 35 százaléka esetében sikerült további forrásokat begyűjteni vagy a finanszírozott céget eladni, a többi esetben az alapítók nem tudtak cégeikből kiszállni. Azon 30 százaléknyi cég esetében, amely a kampányt követően újabb finanszírozáshoz jutott, vagy amelyet sikerült hozammal eladni, a hozam 8,8 százalék volt. Ugyanakkor gyakran éppen az a kisszámú közösségi úton finanszírozott vállalkozás, ahol kilépésre került sor, nem teszi közzé a realizált hozamot. *Hornuf–Schmitt* [2016] szerint azok a vállalkozások, amelyek kilépési lehetőséget ajánlottak fel a befektetőiknek, azért tették ezt, mert befektetni kívánó üzleti angyalok vagy kockázati tőkések érdeklődtek irántuk. A német és az egyesült királyságbeli piacra vonatkozóan a szerzők megállapították, hogy számos vállalkozás kapott külső tőkét kockázati

tőkéstől vagy üzleti angyaltól is a közösségi finanszírozású kampány előtt, alatt vagy után. Sok cikk foglalkozik a siker mutatójaként a kampányok kezdetével (*Colombo és szerzőtársai* [2015], *Hornuf–Scwienbacher* [2016]), valamint a korai támogatók számával.

Az Egyesült Királyságban 2011 és 2015 közötti 2012 sikeres tőkegyűjtő fiatal cég tömegfinanszírozási kampányának 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 tömegfinanszírozási fordulóhoz (*Hornuf–Scwienbacher* [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 kimenettel mérik. A közösségi finanszírozás szakirodalma alapján az látszik, hogy a tulajdonosi szerkezet különösen fontos a sajáttőke-alapú finanszírozás esetében. Az átlagosan felajánlott részvénytőke ezen ügyletek esetében közel 15 százalék volt (*Signori–Vismara* [2016]).

A közösségi finanszírozás 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, s esetleg az egész gyűjtött tőkét is vissza kell utalni a befektetőknek, de egy sikertelen kampány rányomhatja a bélyegét a tőkepiac más szegmenseiből megszerezhető pénzek elérésére is. Nem egyértelmű, hogy vajon sok finanszírozott cég nem járt volna jobban, ha már korábban elbukott volna, azaz ha nem kapta volna meg a fejlődéséhez minimálisan igényelt tőkét, vagyis meg se kezdte volna a működését. Egy sikeres kampány akár túlzott finanszírozáshoz is vezethet, azaz a gyűjtött tőke jelentősen meg is haladhatja a finanszírozási célt (*Mollick* [2014]). Ez adódhat abból, hogy a kampány indítója járatlan a pénzügyekben, illetve abból, hogy a támogatók félreértik a közösségi finanszírozás természetét, és úgy tekintenek a platformra, mint egyfajta vásárlási weboldalra, ahol előrendelést adhatnak le egy új termék vásárlására. Az ilyen típusú kampányok azzal a kockázattal járnak, hogy egy láthatóan sikeres kampányt folytató vállalkozás nem szükségszerűen fejlődik sikeres céggé.

Az is gondot okozhat, hogy a hivatalosan szabályozott másodlagos piac hiányában a befektetők jelentős likviditási kockázatnak teszik ki magukat. Ez megnehezítheti számukra, hogy könnyen és gyorsan eladják a tömegfinanszírozási kampányban szerzett részesedéseiket (*Kirby–Worner* [2014], *Bradford* [2018]). Végül nehezíti a kampányok igénybevételét a plagizálási kockázat is. Az interneten keresztüli közösségi finanszírozás esetében ugyanis nem mindig lehet szabadalmakkal megvédeni a meghirdetett terméket vagy ötletet, vagy kikényszeríteni a tulajdonosi jogokat annak érdekében, hogy elkerülhető legyen más internethasználóknak az ötletet eredetileg kifejlesztő vállalkozásnál korábbi piacra lépése (*Valanciene–Jegeleviciute* [2013]). Sok potenciális vállalkozó és kisebb cég így a tömegfinanszírozási kampánynak még a megindításában sem érdekelt, mert attól fél, hogy mások így hozzáférnek és lemásolják az ötletüket.

A tömegfinanszírozási platformok és a cégek kampányok utáni teljesítményének együttes – nem túl nagyszámú – vizsgálata alapján az feltelezhető, hogy a sajáttőke-alapú tömegfinanszírozás a vállalkozók és startupok egy *speciális körének* tőkeigényét elégítik ki: azokat, amelyek magasabb kockázatot hordoznak, pénzügyileg kevésbé stabilak, csak lassan vagy nem növekednek, és amelyek nagyobb valószínűséggel buknak el. Ahhoz, hogy e finanszírozási mód ne csak egy átmenetileg felkapott konstrukció legyen, szükség van megbízhatóságának, legitimitációjának és fenntarthatóságának mélyebb elemzésére. Ennek hiányában a sajáttőke-alapú közösségi finanszírozás nem képes betölteni azt a szerepet, amit a vállalkozásfinanszírozás demokratizálódása és dezintermediációja téren a szakemberek remélnék tőle (*Harrison–Mason* [2019]).

A sajáttőke-alapú tömegfinanszírozási platformok elvileg lehetőséget nyújtanak az egyes régióban születő startupok számára, hogy áthidalják a földrajzi távolságból eredő nehézséget a befektetők és a vállalkozások között, azaz csökkenjen a ráutaltság a helyi kapcsolati háló nyújtotta lehetőségekre (*Kim–Hann* [2019], *Younkin–Kashkooli* [2016]). A fejletlenebb startup-ökoszisztémával rendelkező régióbeli országok induló cégei számára tehát elvileg javítja a tőkebevonás lehetőségét a sajáttőke-alapú tömegfinanszírozási platformok bekapcsolódása a vállalatfinanszírozásba. A vállalkozásokkal foglalkozó szakirodalomból ugyanis ismert, hogy a startupok befektetői inkább a helyi környezetből kerülnek ki, mivel kisebb távolságból könnyebb és olcsóbb a befektetéshez

szükséges releváns információkat beszerezni, valamint a finanszírozott cégek fejlődését figyelemmel kíséreni (*Ivkovic–Weisbenner [2005]*, *Mason [2007]*, *Sorenson–Stuart [2001]*).

A várakozásokkal ellentétben azonban a sajáttőke-alapú tömegfinanszírozás esetében *Guenther és szerzőtársai [2018]* ugyancsak azt mutatta ki, hogy a befektetők és a potenciális vállalkozások közötti távolság növekedésével csökken a befektetés valószínűsége a projektekbe. A közelebbi cégek előnyét a sajáttőke-alapú tömegfinanszírozás esetében *Hornuf és szerzőtársai [2020]* kutatási eredményei is megerősítették. Vagyis a nemzetközi kutatási eredmények eddigi eredményei azt jelzik, hogy a sajáttőke-alapú tömegfinanszírozás elsősorban belöldi tevékenység, mivel a befektetők e platformok esetében is inkább előnyben részesítik, ha a befektetési kockázat felmérésekor maguk is ismerik a finanszírozandó cég tulajdonosát. A nemzetköziesedést az is akadályozza ráadásul, hogy a befektetésre irányuló tömegfinanszírozási tevékenység minden országban engedélyhez kötött, s a szabályozása országonként eltérhet. Amennyiben a szabályozás az országok jelentős körében egységessé válik, mint ahogy erre az Európai Unióban sor került, akkor nő a valószínűsége a sajáttőke-alapú tömegfinanszírozási platformok nemzetközivé válásának.

A sajáttőke-alapú tömegfinanszírozás kapcsolata a startupokat finanszírozó más típusú intézményekkel

A tömegfinanszírozási iparág csupán az elmúlt tíz évben fejlődött egy több milliárd eurós tevékenységi körre, az utóbbi néhány év pedig különösen nagy változást hozott. 2018-tól az egyes országok nemzeti keretek között kezdték e tevékenységet szabályozni, majd az Európai Unió harmonizálta a szabályokat, s ezzel megteremtette a korábban nemzeti keretekben működő platformok határokon átnyúló működését, ami sokkal hatékonyabbá tette az ágazat működését. A tömegfinanszírozási ipar gyors fejlődése mögött az intézményi finanszírozók és a platformokat üzemeltetők közötti kapcsolatok intézményesülése is lezajlott, ami összeolvadásokhoz vezetett. Az európai kockázattőke-alapok finanszírozói, kisebb intézményi finanszírozók, valamint családi vagyongazdálkodók jelentek meg e platformokon társbefektetőként,

átvéve a „tömeg” szerepét. Az alternatív finanszírozási piacon ügylet-típusok és speciális piacok szerint jelentős specializálódás ment végbe. Ezen belül a sajáttőke-alapú tömegfinanszírozási piac csak lassan fejlődött, igazán csak az Egyesült Királyságban vált sikeressé, míg Európa többi részében kevés ilyen platform nyújtott kis cégek számára megjelenési lehetőséget a tőkebevonásra.

A sajáttőke-alapú tömegfinanszírozási platformok a gyakorlatban számos módon kapcsolódhatnak be a startupok finanszírozását nyújtó szervezetek hálózatába. Együttműködhetnek üzleti inkubátorokkal és akcelerátorokkal, üzleti angyalokkal, valamint kockázatitőke-alapokkal annak érdekében, hogy befektetőt találjanak a náluk kampányt indító cégek tőkebevonásához, illetve felajánlhassák platformjaikat a tőkét a fenti szervezetek portfólióiban lévő cégek további tőkebevonása számára. A platformokon megjelenő cégek befektetői közé esetenként maguk a platformok is bekapcsolódhatnak finanszírozóként, ha ezt piaci szempontból ígéretesnek találják, s eszközeik erre módot nyújtanak. Végül másodlagos piacteret biztosítva a befektetők részesedéseinek likviditételéhez ugyancsak kedvező lehetőséget teremthetnek a tulajdonosi részesedést megtestesítő részvényhányadok adásvételére.

A kis összegű befektetéseket is elfogadó platformok valójában olyan virtuális üzletiangyal-hálózatokként működnek, amelyek a befektetéseket csak olyan, akkreditált kisbefektetők számára engedélyezik, akik magas jövedelemmel és/vagy vagyonnal és kellő ismeretekkel rendelkeznek a befektetések kockázatának felméréséhez (*Hornuf–Schwienbacher* [2017]). Mivel a sajáttőke-alapú platformok lehetővé teszik a kockázatitőke-alapok kezelői számára, hogy könnyen megtalálják az ígéretes startupokat, s a közösség viselkedése alapján előzetesen felmérjék a várható sikert, a kockázati tőkések maguk is befektetnek tömegfinanszírozási platformokba, sőt létrehozhatják saját platformjaikat. A sajáttőke-alapú platformok túl azon, hogy jelzést közvetítenek a professzionális befektetők számára a finanszírozást kereső cégek minőségéről, és saját hírnevük építése érdekében előzetesen szelektálják a náluk kampányt indító cégeket, valójában „kapuőrökként” is viselkednek, amikor beengedik platformjaikara a cégeket, amikor maguk is befektetnek a cégekbe, vagy amikor esetleg csak olyan cégeket engednek be, amelyek korábban már kaptak tőkét professzionális kockázatitőke-alapoktól (*Younkin–Kashkooli* [2016]). Sőt

a platformok olyan strukturált szindikált befektetéseket is létrehozhatnak, amelyekben a kisbefektetők és a professzionális alapok együtt fektetnek be a platformokon kiválasztott vállalkozásokba. Ez a megoldás a kisbefektetők számára erőteljesen hozzájárulhat az információs aszimmetria csökkentéséhez, mivel a professzionális befektetők amúgy is elvégzik a befektetést – az általuk megszokott – megelőző alapos vizsgálatot (*Agrawal és szerzőtársai* [2016]).

A közelmúltban kialakult egységes nemzetközi szabályozással az adatszolgáltatás inkább csak alkalmilag valósult meg, s módszertana sem vált még egységessé (*Yasar* [2021]). A tömegfinanszírozási platformok forgalmán belül a sajáttőke-alapú finanszírozás nagyságrendjéről még európai szinten is nehéz adatokat találni, a kelet-közép-európai befektetések volumene pedig még ennél is kevésbé ismert. Az európai adatokkal kapcsolatban az európai üzleti angyalok hálózatának (*European Business Angel Network, EBAN*) 2021-ben publikált statisztikai gyűjteményéből csupán annyi derül ki, hogy a korai fejlődési stádiumú európai cégekbe 2021-ben befektetett 2,95 milliárd euró tőkéből mindössze 10 százalékot (300 millió eurót) képviseltek a sajáttőke-alapú tömegfinanszírozási platformok, szemben a tőke 49 százalékát (1,45 milliárd eurót) kitevő, üzleti angyaloktól származó forrásokkal, valamint a tőke 41 százalékát (1,2 milliárd euró) nyújtó kockázati tőke-alapok befektetéseivel (*EBAN* [2021] 9. o.). A Crowdspace elnevezésű szervezet által 2022-ben kiadott Crowdfunding Industry Report kérdőíves technikával vizsgálta meg 35 tömegfinanszírozási platform tevékenységét 16 európai, ezen belül hat kelet-közép-európai országban. A felmérés azt találta, hogy a válaszadók között a kizárólag tőkebefektetést végző platformok aránya 11 százalék volt, míg a hitelt és tőkét kombinálva közvetítő platformok aránya 16 százalékot ért el.³⁵

A Cambridge Centre for Alternative Finance 2021-ben publikált jelentése szerint a sajáttőke-alapú platformok forgalma világszerte a 2019-ben elért 4 milliárd dollárról 2020-ra 4,4 milliárd dollárra nőtt. Ezen belül az Európában működők forgalma 2019-ben 0,968 milliárd dollárt ért el, mely 2020-ra 1,13 milliárd dollárra emelkedett. Ezzel az alternatív finanszírozási platformok forgalmán belül az európai piac súlya 24 százalékról 28 százalékra nőtt. (Az alternatív fi-

³⁵ <https://thecrowdspace.com/whitepapers/crowdfunding-industry-report-2022/>.

nanszírozási platformok tevékenysége közé minden olyan digitálisan végzett finanszírozási tevékenység beletartozik, amelyre a hagyományos banki és tőkepiaci tevékenységen kívüli kerül sor.) Ugyanakkor a sajáttőke-alapú platformok csak kis hányadát adták az összes alternatív finanszírozási piac által lebonyolított forgalomnak. Európában például 2019-ben a sajáttőke-alapú platformokon súlya csupán 8 százalékot képviselt. E platformokon a döntő hányadot 89 százalékkal a hitel közvetítése tette ki. 2020-ban a sajáttőke-alapú platformok súlya Európában 8-ról 11 százalékra nőtt, miközben a hitelnyújtás 89-ről 83 százalékra esett vissza. Európán belül a kelet-közép-európai régióban a sajáttőke-alapú tömegfinanszírozás súlya még 2020-ban is igen alacsony, mindössze 3 százalékos volt az összes alternatív finanszírozási platform forgalmán belül. A forgalom 89 százalékát e régióban is a hitel közvetítése tette ki (CCAF [2021]).

A tömegfinanszírozási platformok működésének szabályozása

A tömegfinanszírozás nemzeti keretekben történő szabályozása számottevően eltérő feltételeket teremtett az egyes országokban (*Dushnitsky és szerzőtársai* [2016]), amiben gazdasági és kulturális tényezők is szerepet játszottak. Szabályozási okok miatt az Egyesült Államokban például sajáttőke-alapú tömegfinanszírozási kampány végrehajtása eleinte jóformán lehetetlen volt. 2015 végén azonban a tőzsdedefelügyelet (*Securities and Exchange Commission, SEC*) új szabályozást vezetett be, amely engedélyezte a sajáttőke-alapú közösségi finanszírozás alkalmazását, így 2016 májusától a sajáttőke-alapú közösségi finanszírozás mindenfajta befektető számára lehetővé vált, és a vállalkozások számára a finanszírozás valós lehetőségét jelenti (*Klöhn és szerzőtársai* [2016], *Wroldsen* [2016]). Az Európai Unió 2020-ban szavazta meg az összes tagállamra vonatkozó egységes szabályozás tervezetét, amely ötmillió euróban szabta meg a sajáttőke- és hitelalapú tömegfinanszírozási szolgáltatók által évente közvetíthető ügyletek felső értékhatárát (*European Parliament* [2020]).

A sajáttőke-alapú közösségi finanszírozás súlyának jelentős emelkedését vetíti előre Európában az Európai Parlament közösségi finan-

szírozásról szóló 2020 novemberében hatályba lépett rendelete (*European Crowdfunding Service Providers, ECSP*), amelyet a tőkebevonást és kölcsönfelvételt elősegítő platformoperátoroknak és befektetőiknek 2021 novemberétől kellett alkalmaznia (EU [2020]). A rendelet célja az volt, hogy már olyan korai fázisban elősegítse a vállalkozások tőkéhez jutását, amikor azok még nem érettek a tőzsdei megjelenésre. A tőkét kereső vállalkozásokra ezért a tranzakció nagyságrendjével és a befektetői kockázat mértékével arányos adatszolgáltatási és eljárási terhet rótt. Kötelezővé tette számukra, hogy kiemelt befektetési információkat tartalmazó dokumentumot készítsenek a befektetők védelme érdekében, akik számára vagyonarányos korlátot is felállított a lehetséges befektetéseikre. Ezen felül a rendelet egységesítette a platformoperátorok szabályozását is. Számukra a közösségi finanszírozási szolgáltatás nyújtásához engedély megszerzését írta elő a letelepedés szerinti tagállam felügyeleti hatóságától, amihez a szolgáltatóknak számos feltételnek kellett megfelelnie. Valójában az engedélyezettésükre és a működésükre minden helyi felügyelet számára egységes szabályokat állított fel. A megszerzett engedéllyel a szolgáltatók *útlevel*et szereznek a más tagállamokban történő közösségi finanszírozási szolgáltatás nyújtására, azaz megnyílt a határon átnyúló működés lehetősége, a tőke szabad áramlása.

Az új rendelet így lényegében egy új csatornával – az online módon működő platformoperátorokon keresztül működő közösségi finanszírozással – egészítette ki az üzleti angyalok és a kockázatitőke-alapok által nyújtott befektetések igénybevételenek lehetőségét. Az új rendelkezéssel a platformokon a tőkegyűjtés céljából kampánnyal jelentkező vállalkozások által évente összegyűjthető tőke/hitel egységesen ötmillió euró összegre emelkedett. Mivel a nyilvános ajánlatokra vonatkozó szabályozás korábban mind összegében, mind az engedélyezettésében jelentősen korlátozta az évente gyűjthető tőkét, így ez eleve hátráltatta az online platformok térnyerését. A teljesen új jogi alapokra helyezett közösségi finanszírozás nyomán az Európai Unióban fellendült a közösségi finanszírozási piac, különösen a határon átnyúló szolgáltatások terén. A rendelettel egységessé vált a sokféle platform engedélyeztetési eljárása, a befektetők és a fogyasztók védelme, miközben csökkent a kockázat, és ezzel megnőtt az európai piacok versenyképessége.

2023 januárjában a Crowdfundinsider című lap összesítése szerint 16 közösségi finanszírozási platform kapott ECSPR-jóváhagyást. Ezek egy része hitelalapú tömegfinanszírozást szolgáltató cég, mások olyan piaci résekre szakosodtak, mint az ingatlanügyletek, a megújuló energia vagy a másodlagos piaci ügyletek. A 16 cég közül kettő szerepelt a kelet-közép-európai régióból: CrowdedHero Lettországból és a SeedBlink Romániából. (A többi cég közül hét holland, három spanyol, kettő francia volt.) Időközben az ész Funderbeam is megkapta az európai licencet, így már három olyan cég működik a régióban, amely egész Európában jogosult szolgáltatásait felkínálni (Alois [2023]). Kelet-Közép-Európában 2022 nyarán ritkán fordult elő, hogy a platformokat a nemzeti jog feljogosította volna a közös európai szabályozás szerinti működésre (Alois [2022a], [2022b]). A piac fejlődésére hatást gyakorol, hogy az európai hatóság egy újabb évvel, 2023 novemberéig kitolta a szabályozás betartásának időpontját, miután sok országban, így Németországban és Franciaországban nem volt elegendő idő a megfelelő új szabályozás kidolgozására.

Sajáttőke-alapú közösségi platformok működése Kelet-Közép-Európában

Kelet-Közép-Európában 2021 őszén még igen kis számban működtek közösségi platformok, azaz a megfelelő szabályozás hiánya ekkor még jelentősen akadályozta a fejlődésüket. A lengyel Crowdway befektetési közösségi platform mindössze 15 millió eurós befektetési forgalmat produkált, ebből 11 millió eurót 2020 után. A román SeedBlink, amely 2019 végén jött létre, 50 cég fejlődését 23 millió euróval mozdította elő a 2021-ig tartó két évben. 2021 májusában egy saját hárommillió eurós A fordulós tőkebevonása is lezajlott. A szabályozás akkor még érvényben lévő korlátai miatt minden egyes tömegfinanszírozási kampányhoz egy-egy külön szervezetet (*Special Purpose Vehicle, SPV*) kellett létrehozni, ami nagyon megterhelővé tette a közel 50 SPV működtetését. Mivel csak kevés befektetőt tudtak egy-egy ügyletbe bevonni, 2500 euróban határozták meg a minimális beszállási limitet. (A Seedrs esetében ez a limit 100 angol font volt.)

SeedBlink

A SeedBlink Kelet-Közép-Európa legismertebb, Romániában működő sajáttőke-alapú közösségi finanszírozási platformja. Egy olyan startup, amely előmagvető szakasztól kezdve a *B* befektetési fordulóig tőkét kereső vállalkozások finanszírozására specializálódott. 2020 elején történt létrehozásakor a SeedBlink nemcsak Romániában, de egész Kelet-Közép-Európában az első sajáttőke-alapú közösségi finanszírozási cég volt. Alapítói sikeres nemzetközi kilépések tapasztalataival felvértezve határozták el, hogy kifejezetten a startupok igényeire szabott közösségi finanszírozási platformot hoznak létre. A cég indulásakor a személyes részvétel nélküli, távoli elérésű tőkebefektetések végrehajtására alkalmas szolgáltató felület a koronavírus-járvány idején különösen kedvező helyzetet teremtett. A platform befektetői számára lehetőséget kínál arra, hogy a platformon felkínált cégekbe jönevű európai kockázatitőke-alapok és tapasztalt üzleti angyalok mellé hasonló feltételek mellett társuljanak be tőkével. Minden hirdetési kampányt egy előzetes, intézményi befektetőtől származó befektetési elköteleződés előz meg. Fennállásának első két éve alatt a SeedBlinkhez 1500 kérelem érkezett közösségi finanszírozási kampány indítására, ebből 56 felelt meg a platform előírásainak, s összesen 37 millió euró értékű befektetésre került sor. (A három legnagyobb kampányt a román FlowX.ai; a bolgár Dronamix, valamint a SeedBlink saját tőkegyűjtési akciója képviselte. Magyar befektetők – a PortfoLion Capital Partners és a DayOne Capital – is részt vettek a bukaresti székhelyű Flowx.ai mesterséges intelligenciával foglalkozó társaság nyolc és fél millió dolláros feltőkésítésében.) A cég platformja lehetővé teszi a pénzintézetek számára, hogy új termékeket építsenek meglévő infrastruktúrájukra, nagyságrendekkel javítva a szolgáltatásuk sebességét (Domokos [2021]).

A SeedBlink 2021-ben a maga számára is gyűjtött tőkét, részben saját platformját is felhasználva a bővüléséhez. Amikor saját tőkéjének emeléséhez az *A* fordulóban összesen hárommillió euró tőkét gyűjtött, ebből 1,2 millió euró befektetést a Catalyst Romania Fund II. nevű kockázatitőke-alaptól kapott, 1,1 millió euró tőkét saját platformján keresztül vont be, a maradék összeget pedig privát befektetők nyújtották (Vrabie [2021a]).

A SeedBlink összesen 50 országból származó kilencezer befektetőt nyert meg a platformján zajló kampányok finanszírozásához, akik számára a legkisebb engedélyezett befektetés 2500 eurós összeg volt. A befektetők 70 százaléka romániai vagy a román diaszpórából származott, míg 30 százaléka nemzetközi befektető volt. Az aktív befektetők 30 százaléka már szerzett befektetési jártasságot. A befektetők fele legalább egy

befektetésben vett részt, közel 10 százalékuk pedig több mint tíz céget finanszírozott. Az átlagosan befektetett összeg a platformon 5500 eurót ért el. Az összes befektetés 40 százalékát 10 ezer eurós befektetések adták, míg a legnagyobb összegű finanszírozás 100 ezer eurós volt. A platform használoinak 30 százaléka 15 ezer eurós éves befektethető kerettel rendelkezett. A platformon keresztül létrehozott legnagyobb befektetési portfólió 30 befektetés révén meghaladta az 500 ezer eurót, míg az átlagos portfólió 17,5 ezer eurós volt. Az összes portfólióbeli cég 17 százalékának befektetésében öt vagy ennél több finanszírozó vett részt. A SeedBlink fennállásának három éve alatt a vezető befektetők és kockázati tőkések részéről 150 millió eurót mobilizált, a platformon keresztül 58 millió eurót fektettek be, s összességében 256 vállalkozás kapott tőkét. Miután a SeedBlink felvásárolt egy másik platformot üzemeltető céget, a felvásárlást követően az egyesült cég már 75 országból 67 500 befektetővel rendelkezett, akik összesen 58 millió eurós befektetést hajtottak végre (*Tupikov [2022]*, *SeedBlink [2022]*).

A kelet-közép-európai régióban a kisbefektetők által már nagyon várt befektetési lehetőséggel a SeedBlink az egész startup-ökoszisztémát felpezsdítette, miközben még tovább is fejlesztette szolgáltatásait. Például befektetőnkénti kimutatásokat készített a létrehozott portfóliókról, a költségekről, az értékelésekről, a nyereség-veszteség alakulásáról, a startupok dokumentumairól, negyedéves jelentéseiről, s személyre szabott ajánlásokat készített a potenciális befektetési lehetőségekről. A platform számára fejlődési lehetőséget nyújt a még csak tesztüzemmódban működő másodlagos piac kifejlesztése.

A SeedBlink kelet-közép-európai régióban működő helyi irodái mellé újabbakat tervezett Bulgáriában és Görögországban, valamint a Benelux államokban. 2022 tavaszán meg is nyílt Bulgáriában a platform első külföldi irodája. Ez az iroda a bolgár Dronamix nevű cégnek a SeedBlink platformján történt sikeres tőkebevonásával több olyan befektető támogatását élvezhette, amelyekkel már korábban is kapcsolatba került. Így többek között a CEO Angels Club Sofia nevű üzletiangyal-szervezet, az Eleven VC és a LaunchHub, valamint az Endeavor Bulgaria nevű kockázatitőke-alapok támogatták. Az új iroda ennek megfelelően angyalcsoportokkal, kockázati tőkésekkel és privát befektetőkkel tervezte portfóliója diverzifikálását, szindikált befektetések szervezését, valamint ezáltal a helyi ökoszisztéma fejlődéséhez való hozzájárulását a tőke megszerzésének elősegítésével (*Kostadinova [2022b]*).

A 2022-es nemzetközi terjeszkedés keretében felvásárolta a holland Symbid tömegfinanszírozási platformot, amely 2011-es alapításakor még egyike volt a legelső ilyen típusú európai platformoknak. A felvásárlásáig

eltelt tíz év alatt a Symbid már 35 millió euró tőke befektetését segítette elő 180-nál is több startupba, amelyek közül 67 a technológiai szektorban működött. A felvásárló SeedBlink a felvásárlásig már 75 millió euró tőkét tudott mobilizálni, s több mint 12 ezer egyedi befektetőt megszólítani 60 országból, 62 európai cég finanszírozását elősegítve. A SeedBlink a Symbid-től jelentős tapasztalat, szakértelem és ismeret megszerzését várta, míg ő a frissességet és innovativitást kínálta a másik fél számára. A Symbid pontosan azon a piacon van otthon, ahová a SeedBlink be kíván lépni, azaz Nyugat-Európában, miután már a Balkánon biztosan megvetette a lábát. Az egyesített cég a Benelux-régiót kiemelten kezeli terjeszkedési terveiben. A jövőbeli terjeszkedés szempontjából Franciaországot és a Cseh Köztársaságot tartja szem előtt. Több új iroda megnyitását is tervezi, köztük egyet Franciaországban (*Sebe* [2022]).

2022 novemberére a SeedBlink egész Európára megszerezte az engedélyt a sajáttőke-alapú közösségi finanszírozási platform működtetéséhez – Kelet-Közép-Európában elsőként azon kevés szolgáltató közül, amelyek jogosultságot szereztek. Az engedélyt a román pénzügyi felügyeletől (*Romanian Financial Supervisory Authority, ASF*) kapta meg. A szabályozás ugyancsak lehetővé teszi egy másodlagos piac létrehozását – ezen a befektetők újra eladhatják az értékpapírjaikat olyan hivatalos testületeken keresztül, amelyeken a vevők és az eladók egymásra találhatnak. Az engedély birtokában a SeedBlink már biztonságos befektetési lehetőséget tud kínálni az európai határokon átnyúlva az európai startupok számára, a legerősebb üzleti hálózatok és kockázattőke-alapok mellett. A világos előírásokon túl az akkreditáció növeli a cég kapacitását a társbefektetésekre 100 ezer és 5 millió euró közötti sávban. A SeedBlink fennállásának három éve alatt néhány befektető már a kiszállásig is eljutott, amikor 2,5-szeres hozamtól 4,75-szoros hozamig tudta értékesíteni eredeti befektetését a másodlagos piacon (*Alois* [2022c]).

A kelet-közép-európai sajáttőke-alapú tömegfinanszírozási piac másik kiemelkedően sikeres képviselője az észti Founderbeam cég.

Founderbeam

A 2013-ban létrehozott észti Founderbeam egy olyan finanszírozási és kereskedési platform, amely összeköti a cégeket és a befektetőket. A platform a cégek számára megjelenést, jogi támogatást, finanszírozási menedzselést biztosít, illetve lehetővé teszi befektetői hálózat elérését. A Founderbeam alapítója korábban a Nasdaq Tallin Stock Exchange and Central Securities Depository vezérigazgatója volt, aki így jelentős

tapasztalatokat szerzett a nyilvános részvénytőzsdén. Ennek azért volt jelentősége, mert a Founderbeam működése sok tekintetben a tőzsdéhez hasonlít, mivel rajta keresztül vállalati részvényeket lehet megvásárolni, csak sokkal olcsóbban és kevesebb előírás mellett. 2022 nyarán a Founderbeam-platformon már 11 ország 63 cégével kereskedtek, s a platformon több mint 80 ezer potenciális befektető regisztrált. Közülük 25 ezer befektető kapott hivatalos jóváhagyást, s 2021-ben a részvénykereskedelem volumene elérte a 16 millió eurót.

A Crunchbase adatszolgáltató cég nyilvántartása szerint 2013-as alapítása óta a Founderbeam a saját maga számára 11 fordulóban vont be tőkét, összesen 19,8 millió euró összegben, utolsó tőkebevonására 2021 nyarán került sor egy másodlagos piaci konstrukció keretében. Eddig az időpontig a platform összesen 20 befektetővel rendelkezett, ezek közül a Nordic Secondary Fund és a Tim Draper volt a legjelentősebb, de befektetői között ott található a Startup Wise Guys, a Panda Ventures és az ADV is. Az egyaránt észti gyökerű Founderbeam és Startup Wise Guys (SWG) között különösen szoros az együttműködés. Az SWG azzal, hogy részt vett a Founderbeam tőkebevonásában, saját portfóliócégei számára is lehetővé tette a közel 130 országban jelen lévő tömegfinanszírozási platform használatát, egyúttal a cégek sikeres befektetésre való felkészítésében szerzett tapasztalataival elősegítve a platformon megjelenő cégek tőkebevonását.

A növekedni kívánó cégek és a befektetési célpontokat kereső finanszírozók számára egyaránt előnyös helyzetet teremt, hogy a Founderbeam-platform mind technikai, mind pedig jogi értelemben egyedi kereskedési felületet teremt a határokon átnyúló tőkebevonás és a részvények másodlagos piaci kereskedése számára. A platform erőteljesen szelektál a befektetésre jelentkező vállalkozások között, s az erős versenyben eddig a cégek alig tizedét találta alkalmasnak a tőkebevonásra. A platformon a nagyon korai szakaszban tartó cégek kevéssé esélyesek, sokkal inkább az olyan, már meglévő vevőkörrel rendelkezők számíthatnak befogadásra, amelyek kialakult üzleti modell birtokában jelentkeznek, vagy igen jelentős forgalomnövekedést terveznek.

A Founderbeam többféle módon teszi lehetővé a tőkebevonást. Mód van egy magánkörben, előzetesen szelektált befektetőkkel a befektetésre, amely során néhány befektető olyan üzletiangyal-hálózatokon keresztül vesz részt, mint például az észti EstBAN. Így a platform elősegíti az üzletiangyalokkal történő együttműködést. Ebben az esetben az üzletiangyal-hálózat saját maga előzetesen válogatja ki és értékeli a cégeket. A másik lehetőség a nyilvános befektetési forduló, amikor a nyilvános tőkebevonás egy eleve előírt befektetési volumen összegyűjtésével indul.

Emellett a Founderbeam Change nevű kriptovaluta platformja ugyancsak népszerűvé vált a befektetők körében, ahol a cégek nem tőkét vettek be, hanem a részvényeiket tették forgalomképpé. A versenyképesség fontos pillére a másodlagos piac, amely a Founderbeam számára azért biztosít előnyös pozíciót, mert nemcsak a vásárlást teszi lehetővé a cégek tőkebevonása keretében, hanem a részvények későbbi eladására is módot nyújt. 2021-ben a Founderbeam másodlagos piaca még a nemzetközileg ismert, nála tízszer nagyobb, egyesült királyságbeli Seedrs nevű tömegfinanszírozási platformot is megelőzte.

A Founderbeam minden olyan engedélyt megszerzett Észtországból, amely lehetővé teszi számára az európai piacokon történő működést, emellett az Egyesült Királyságban és Szingapúrban is külön engedéllyel rendelkezik. Szingapúr a másodlagos piaci tevékenységhez szükséges licenc miatt fontos bázisa. E piacon a cég vonzó lehetőséget tud kínálni olyan, gyorsan növekvő, helyi és ázsiai vállalkozások számára, amelyek Európában kívánnak terjeszkedni, ugyanakkor az európai befektetők is megismerhetik az ambiciózus szingapúri cégeket (*Műe* [2022]).

Kelet-Közép-Európában a további ismert tömegfinanszírozási platformok közé tartozik a lengyel Beesfund, amely az iparág nyugati szereplőivel egy időben jött létre, de csak sokkal lassabban tudott fejlődni, mivel közel 100 befektetési fordulóban alig több mint 16 millió euró összegű tőke gyűjtését tudta elősegíteni (*Gillet* [2021b]). A lett CrowdedHero nevű sajáttőke-alapú tömegfinanszírozási platformot 2019-ben alapították. E szervezet időközben már megszerezte az európai működési engedélyt. A cég nemcsak fiatal vállalkozásokba történő befektetésre ad módot, de a másodlagos piaci működését is kiépítette, így a CrowdedHero befektetői el is tudják adni a korábban megvett vállalati részesedéseiket, s meghirdethetik érdeklőségeiket olyan ígéretes cégekben, amelyek finanszírozási köre már sikeresen lezárult a platformon. 2022 novemberében már a szerb Ventu nevű tömegfinanszírozási platform is csoportos befektetési lehetőséget nyújtott a hitel- és befektetési platformján keresztül (*Ivanov* [2022]).

A Tőkeportál budapesti székhelyű sajáttőke-alapú tömegfinanszírozási portált 2017-ben hozták létre. A Dolpio csapata, egy sajáttőke-alapú tömegfinanszírozási modellen alapuló ötlettel az MKB Fintech inkubációs programjának versenyén elnyert kedvező helyezés nyomán indult el, majd az MKB Bank FinTechLab üzleti inkubátorában fejlesztették ki a projektet. A prototípusa 2017 őszére készült el, majd 2018-ban

a céghez üzleti angyalok csatlakoztak, 2019-ben pedig tovább folyt a márka- és közösségépítés. Az első közösségi finanszírozási kampány 2020-ban indult el, majd a Hiventures nevű állami kockázatitőke-alap magvető finanszírozásként 2020 decemberében 210 ezer euró értékű befektetést nyújtott a platformcégnek. A platformon egy-egy kampány 4–10 hétig tart. A Tőkeportálon folyt a – a termékcelű közösségi finanszírozást megvalósító – Brancs nevű cégnek a kampánya. Míg a Tőkeportál sajáttőke-alapú közösségi finanszírozási platform, ahol a kampányok keretében a befektetők tulajdonrészt vásárolnak, és hozamelvárásuk van, addig a Brancs jutalomalapú modelljében a kampányba szállók terméket vagy szolgáltatást kapnak, ami sokkal kisebb összegű befektetéseket és sokkal kisebb kockázatot jelent (*Kiss [2023], Portfolio [2022]*).

A kelet-közép-európai régióban működő sajáttőke-alapú platformok mellett az itt születő vállalkozások számára a tőkegyűjtésre ugyancsak lehetőséget nyújtanak az Európa más országaiban, valamint az Egyesült Államokban működő közösségi finanszírozási platformok, ugyanakkor a sikeres kampány esélye a távolabbi piacok befektetői által kevésbé ismert projektek esetében nagyságrendileg kisebb. Hogy mégsem lehetetlen, azt a 2022 novemberében a Recursive.com nevű internetes portál által készített összeállítást is bizonyítja, amely a – főként a délkelet-európai – startupok körében legnépszerűbb platformokat gyűjtötte össze, nem téve különbséget a befektetési célú és az egyéb közösségi finanszírozási szolgáltatók között. Ebből az derül ki, hogy az amerikai Kickstarteren egyaránt sikeres közösségi finanszírozási kampányt tudott lefolytatni 1,5 millió dollárt gyűjtve a horvát CircuitMess cég, 190 ezer dollárral a DiFOLD nevű bolgár cég, valamint a horvát, 724 ezer dollárt gyűjtő Miret startup. Az Indiegogon például a bolgár AYO cég ért el sikert 400 ezer dolláros tőkebevonásával. A Crowdcube esetében a brit és bolgár kötődésű Clipping cég járt sikerrel. A Seedrs-platform pedig a román iFactor számára tudott 700 ezer euró tőkét biztosítani (*Ivanos [2022]*).

6.

Kockázati tőke

A klasszikus módon működő kockázati tőke-befektetők a kirobbanó növekedésre és átlagon felüli profitabilitás elérésére képes cégeket életük igen korai szakaszában kiválogatják, majd mindaddig támogatják, amíg azok értéke jelentősen növelhető (*Amit és szerzőtársai* [1998], *Gorman–Sahlman* [1989]). A kockázati tőke egy olyan mechanizmust képvisel, amely összekapcsolja a részvénytőke-befektetést azzal a tudással, amelynek révén a vonzó befektetési lehetőségek beazonosíthatók, és amellyel a cégek fejlődése felgyorsítható (*Klonowski* [2013]). E tudásért és a tőkékért cserébe a kockázati tőke befektetői átlagon felüli hozamot várnak, tekintve, hogy befektetésük igen magas kockázattal jár. Részvénytulajdonosként ugyanis nincsenek biztosítékaik arra az esetre, ha az általuk finanszírozott cég mégsem válik sikeressé, esetleg csődbe kerül. A hozam realizálására a tőke kivonásakor kerül sor, azaz akkor, amikor a befektetők kilépnek a cég tulajdonosai köréből, tehát amikor a kockázati tőke-alapok tulajdoni hányadát más befektetők vásárolják meg vállalatfelvásárlás vagy tőzsdei megjelenés során. A kutatások tapasztalatai azt igazolják, hogy a kockázati tőke-alapok kezelőinek aktív tulajdonosi szerepe képes elősegíteni, hogy cégeik sikeresebbé váljanak, gyorsabban növekedjenek, nyereségesebben működjenek, és jobb eséllyel találjanak vevőt, mint kockázati tőke nélkül működő társaik. (*Chemmanur és szerzőtársai* [2011], *Hellmann–Puri* [2002]). A kockázati tőkét befektető alapok kezelői mások pénzt fektetik be a cégekbe. A befektetésre szánt tőkét határozott időre létrehozott zártkörű alapokban gyűjtik össze, s fektetik be átmeneti időre az általuk kiválasztott cégekbe. Olyan perspektivikus fiatal, technológiaorientált cégekbe, amelyek nem szerepelnek a tőzsdén. Ezek fejlődését nem csupán tőkénkkel, hanem üzleti jártasságuk és kapcsolat-

rendszerük mozgósításával is elősegítik. Részt vesznek többek között cégeik stratégiai terveinek kialakításában, személyzeti munkájában, újabb tőkebefektetési forrásaik megszerzésében, valamint a vállalat eladásának előkészítésében. A kockázati tőke-befektetések mindig átmeneti időre szólnak, mivel a kockázati tőke-alapok kezelőinek az alapok zárásakor vissza kell fizetniük a befektetést nyújtó finanszírozók számára befektetéseik hozammal növelt értékét.

A nagy növekedési ígéretek rejtő cégek sikeressé tétele a hagyományos kockázati tőke-alapok esetében egyaránt adódik

- a kockázati tőkeknek a szűrési folyamat során érvényesülő szakértelméből (*Chan* [1983], *Wright–Robbie* [1996], *Cumming* [2006], *Chemmanur és szerzőtársai* [2011]);

- a szerződések teljesülésének folyamatos ellenőrzéséből (*Admati–Pfeiderer* [1994], *Gompers* [1995], *Bergemann–Hege* [1998], *Kaplan–Strömberg* [2003], *Cumming–Johan* [2013]);

- a befektetések biztonságának növelése érdekében a finanszírozás szakaszos megvalósításából (*Sahlman* [1990], *Bergemann–Hege* [1998], *Cornelli–Yosha* [2003]);

- a befektetők kockázatának megosztását elősegítő szindikált befektetési gyakorlatból (*Lerner* [1994], *Filatovchev és szerzőtársai* [2006], *Manigart és szerzőtársai* [2006], *Tian* [2011]);

- a kilépések során követett módszerek alkalmazásából (*Black–Gilson* [1998], *Hellmann* [2006] [*Giot–Schwienbacher* [2007]]); valamint

- az ügynökproblémát kezelni tudó kompenzációs rendszer érvényesítéséből (*Gompers–Lerner* [1999], *Metrick–Yasuda* [2010]).

A kockázati tőke-alapok kezelői – mérlegelve a várható hozamot és az ennek érdekében vállalt kockázatot – csak nagyon részletes elemzés után fektetnek be kockázati tőkét egy-egy cégbe. Ezért kifejezetten magas a hozzájuk beérkező tőkebefektetést kérő ajánlatok visszautasítási aránya. A kockázati tőke-befektetők a hozzájuk benyújtott üzleti tervek mindössze 0,5–1 százalékát finanszírozzák (*Kaplan–Strömberg* [2004]).³⁶ A kockázati tőke igénybevételének ritkaságát jelzi, hogy még

³⁶ Egy közelmúltbeli európai felmérés szerint az egy évben beérkezett 851 befektetési javaslatból mindössze 6 százalék vezetett befektetéshez (*Söderblom és szerzőtársai* [2023]).

a legfejlettebb kockázati tőke-ágazattal rendelkező Egyesült Államokban is minden 600 új cég közül csupán egyet finanszíroznak kockázati tőkével (*Kaplan–Lerner* [2010] [2016.]) Még a szabadalmat bejelentő cégek között is csupán 7 százalék volt azon vállalkozások aránya, amelyek kockázati tőkét tudtak bevonni (*Farre-Mensa és szerzőtársai* [2020]). Ugyancsak az Egyesült Államokban az évente létrehozott új cégek köréből kevesebb mint 0,5 százalék jutott kockázati tőkéhez (*Lerner–Nanda* [2020]), míg Európában ez az arány csupán 0,05 százalék volt (*Nepelski és szerzőtársai* [2016]).

Az európai kockázati tőke-befektetésekre vonatkozó 2022-es felmérés szerint – amelyben a befektetők átlagos alpmérete 100 millió eurót tett ki, s 60 százalékuk a korai fázisú cégekre koncentrált – átlagosan az európai befektetések 45 százaléka dőlt be, vagy nem eredményezett a befektetés kétszeresét elérő hozamot. Tekintve a kockázati tőke nagyfokú kockázatoságát, a 45 százalék nem is annyira riasztó adat. A befektetések számának 25 százaléka esetében a hozam 2–5-szörös volt, 21 százalék esetében pedig 5–10-szeres. Az ügyletek 9 százaléka esetében értek el a befektetők több mint tízszeres hozamot befektetett tőkéjükre vetítve (*Söderblom és szerzőtársai* [2023]).

A 100 milliós alpméret egyébként messze nem tipikus Európában, noha az alapok mérete 2018 óta 2022-ig folyamatosan emelkedett, majd kissé lecsökkent. Az alapok méretének mediánja 2022-ben 69 millió euró volt, míg 2018-ban csupán 32,5 millió eurót tett ki. Az ezt követő két évben 54-55 millió euró volt az alpméret mediánja, amely 2021-ben erőteljesen megnőtt 75 millió euróra (*Warnock* [2022a]).

A kockázati tőke jelentőségét a rendkívül alacsony előfordulási arány ellenére világosan érzékelteti, hogy a sikeressé váló cégek között kiemelkedően magas a kockázati tőkével finanszírozottak aránya. Például az Egyesült Államokban 1995 és 2018 között első ízben tőzsdére lépett vállalkozások közül 47 százalékot kockázati tőkések finanszíroztak (*Lerner–Nanda* [2020]).

Az előmagvető befektetés rendszerint az első olyan befektetés, amelyet egy új startup legelőször kap, s amelyben már kockázati tőkés is részt vesz. Európában a 2010-es évtizedben egyre több befektető és kockázati tőke-alap igyekezett részt vállalni a jövőbeli sikeres cégek finanszírozásában, mégpedig abban a fejlődési szakaszban, amikor a cégeknek még nem volt sem profitja, sem bevétele, sem piac által elfoga-

dott terméke. Az átlagos előmagvető befektetés összege 2019-ben 400 és 500 ezer dollár között mozgott, 2022 végén pedig már közel járt a 2 millió dollárhoz. A befektetések erőteljes növekedését az is jelzi, hogy míg 2012-ben az előmagvető ügyletekbe fektetett tőke összesen 385 millió dollárt tett ki, addig 2021-ben már 1,3 milliárd dollárt kapott ugyanez a szegmens (*Oscroft* [2022]).

Az életük legkorábbi szakaszában tőkéhez jutó cégek tőkebevonásának eredményességére világít rá a Dealroom adatszolgáltató által végzett azon felmérés, amely a kockázati tőke által finanszírozott cégek túlélési esélyeit az egyes cégek fejlődési szakaszai szerint vizsgálta Európában (*Dealroom* [2018]). (A Dealroom adatbázisa az első 1 millió dollár feletti befektetést magvető befektetésnek nevezi, az ennél kisebb, de 250 ezer dollár feletti befektetéseket pedig az úgynevezett előmagvető befektetések közé sorolja. Az *A* befektetési kör 4 millió dollárnál kezdődik, és 15 millió dolláros felső értékig tart.) E felmérés szerint a magvető életciklusból a cégek átlagosan 19 százaléka jutott el a legalább négymillió dolláros *A* fordulóig, mégpedig jellemzően három év alatt. Azon vállalkozások, amelyek a legnevesebb befektetőktől jutottak 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 dolláros befektetéshez jutó cégek nagyobb valószínűséggel jutottak később *A* körös befektetéshez, mint azok, amelyek a megelőző fázisban kevesebb tőkében részesültek. Ugyanakkor a hárommillió dollár feletti befektetés már nem javított érdemben a konverziós rátán. A *Dealroom* [2018] adataiból az is kiderül, hogy ennek ellenére egyre nő a nagyobb méretű *A* fordulós, így a 7–15 millió dolláros sávban történő befektetések aránya.

Az európai kockázati tőke-piac az elmúlt évtizedben hatalmas fejlődésen ment keresztül. 2015 és 2021 között a befektetések megtízszereződtek, majd 2022 végére a későbbi fejlődési szakaszokban tartó cégek értékelése és az ezeket finanszírozó tőkefordulók (a *C* és *D* fordulók) jelentősen lecsökkentek, s ez a tendencia 2023-ban is folytatódott (6.1. táblázat).

6.1. táblázat

A kockázati tőke-befektetések évenkénti értéke Európában, 2018–2023 (milliárd dollár)

Év	Milliárd dollár
2018	27
2019	36
2020	38
2021	106
2022	83
2023*	51

Megjegyzés: évesített becslés (2023. május 14-ig mért adatok extrapolálásával);

* Első három negyedév.

Forrás: *Atomico* [2022a] 230. o, [2023].

Az európai piac erőteljes fejlődése az unikornisok, azaz a legalább egymilliárd dollár értékűre becsült cégek darabszámának alakulásából is nyomon követhető. Míg 2013-ban Európában csupán hat unikornis cég született, 2021-ben a számuk már meghaladta a százat, ami 2,5-szeres növekedés az előző évhez viszonyítva. 2022-ben az új unikornisok száma lecsökkent, 2022 novemberéig csupán 31 újabb unikornis született (6.2. táblázat).

6.2. táblázat

Európai unikornis cégek száma, 2013–2022

Év	Az unikornisok száma
2013	6
2014	21
2015	24
2016	22
2017	19
2018	39
2019	35
2020	25
2021	106
2022*	31

* Novemberig.

Forrás: *Atomico* [2022b] 230. o.

Az európai kockázati tőke-piac világszerte kitűnik a magvető befektetések finanszírozása terén: 2021-ben a magvető befektetések közel 40 százaléka e kontinensen került sor, s a magvető szakaszbeli európai cégek iránt azóta sem csökkent az érdeklődés sem az európai, sem az Európán kívüli befektetők részéről (*Michael* [2023]). Európában ma már a teljes befektetési összeg közel 30 százaléka a korai fázisú cégekhez kerül. Pozitívum, hogy ez az arány közelít az Egyesült Államokban mért hányadhoz, míg e téren korábban jelentős eltérés volt Európa hátrányára (6.3. táblázat).

6.3. táblázat

Az ötmillió dollárnál kisebb befektetések részaránya az összes kockázati tőke-befektetés értékéből Európában és az Egyesült Államokban, 2013, 2018, 2023 első félév (százalék)

Év	Terület	Százalék
2013	Európa	18
	Egyesült Államok	59
2018	Európa	25
	Egyesült Államok	38
2023 (első félév)	Európa	29
	Egyesült Államok	36

Forrás: *Atomico* [2023].

A 2008-as válság után nagy tömegű friss pénz érkezett az európai piacra, amelyet alacsony kamatlábak és nulla közeli infláció jellemezett. Az olcsó pénz, azaz az alacsony kamatlábak és az alig észrevehető infláció kedvező hozamokat ígért hosszabb távon, s ez előnyös helyzetet teremtett a startupok finanszírozása számára. A 2020-ban bekövetkezett koronavírus-járvány azonban kettéválasztotta a befektetéseket: a digitális infrastruktúrát kihasználni képes és az egészségügyhöz kapcsolódó szektorok számára aranykort, más területeken pedig csődöt hozott magával. A járvány enyhülése után meredek emelkedés következett, amelynek a 2022 februárjában kitört orosz–ukrán háború vetett véget. Emellett ugyancsak negatív hatást váltott ki a növekvő inflációt ellensúlyozni kívánó kamatemelés.

Ennek nyomán a pénz megdrágult, a befektetések kockázata megnőtt, a hosszú távon megtérülő beruházások vonzereje csökkent. A kockázati tőke-alapok befektetői más, kevésbé kockázatos befektetési lehetőségeket kerestek, s igyekeztek korábbi kockázati tőke-

kitettségeküket is csökkenteni. Mindez a kockázati tőke-piac visszaesését vonta maga után. A cégekbe befektető alapkezelők és az alapítók tárgyalásaiban a kialakult feltételek a befektetők számára váltak kedvezőbbé, és sok olyan projektjavaslatot nem fogadtak el, amely korábban gond nélkül talált finanszírozót. Az ukrajnai orosz invázió, a magas infláció és a világjárvány miatt a globális ellátási láncokban már korábban kialakult zavarok, valamint az energiaárak emelkedése miatt kialakult globális válság együttesen jelentős visszaesést okozott a kockázati tőke-piacon. Bár a kiváltó tényezők 2022 elején hatottak, a válság hatása a kockázati tőke-befektetők viselkedésében 2022 harmadik negyedében vált érzékelhetővé. A befektetők különösen az érett szakaszban tartó startupok befektetéseit kerültk, amelyeket korábban nagyobb egyedi befektetések jellemeztek.

2022-ben tehát megfordult a piaci trend, s a 2023. évi első féléves adatok azt jelzik, hogy 2023-ban a 2021-ben elért befektetések értékének csupán felére kerül sor, ami közel 40 százalékos csökkenést jelent az előző évhez képest. A prognosztizált befektetési érték azonban még így is várhatóan 35-40 százalékkal magasabb lesz, mint 2020-ban vagy 2019-ben volt.

A visszaesés azonban nem csupán európai jelenség, hanem globálisan is érvényesülő trend. Az éves előrejelzések szerint a visszaesés – mind az Egyesült Államokban, mind Kínában – 2021-hez képest közel 50 százalékos lesz. Az európai visszaesés részben az Amerikából érkező tőke visszavonulásának is tulajdonítható. Míg 2021-ben, a csúcspontban minden Európában befektetett dollárból 66 cent az Egyesült Államokból érkező tőkéhez kapcsolódott, addig 2023-ban ez az arány 40 centre esett vissza. 2021-ben az Európán kívülről érkező befektetők 50 százalékkal járultak hozzá a befektetésekhez, s 64 százalékát adták a 100 millió dollár feletti ügyleteknek. Ugyanezen arányok 2022-ben 47 és 59 százalékra csökkentek. (*Atomico* [2023]). A visszaesést a befektetések száma is tükrözi. 2022 első negyedében a befektetések darabszáma Európában 3000-ról 2300-ra mérséklődött, ami a legalacsonyabb darabszám volt 2018 harmadik negyede óta. 2022 második negyedében pedig csupán 1700 ügyletre került sor. A visszaesést minden ügyletméretben meg lehetett figyelni. A 2022 első felében végrehajtott összesen 4000 ügylet 2015 második feléve óta mért bármely félévhez képest alacsonyabb volt (*Nugent* [2022]). A piaci visszaesés az évente egyre keve-

sebb startup létrehozásából is látszik, azaz az új startupok megalapítása Európában és Amerikában egyaránt lelassult. (A 2021-ben az Egyesült Államokban mért 18 ezer, illetve az Európában mért 19 ezer új alapítású technológiai startup 2021-re 14-14 ezerre esett vissza, majd 2022-re 12 ezer, illetve 11 ezer darabra csökkent tovább.)

A kockázati tőke-ipar helyzete Kelet-Közép-Európában

A kockázati tőke-alapok tőkéje a kelet-közép-európai térségben messze nem tölti be a régió fejlettségének megfelelő szerepét. A *State of European Tech 2021* címmel Európa kockázati tőke-iparáról 2021 végén megjelent elemzésből (*Atomico* [2021]) látszik, hogy míg 2016 és 2020 között a kelet-közép-európai régió az európai GDP 10 százalékát állította elő, s itt élt az európai lakosság 27 százaléka, addig az itteni alapok az összes európai kockázati tőkének mindössze 5 százalékát tudták csak összegyűjteni (6.4. táblázat).

6.4. táblázat

A kockázati tőke-alapok által gyűjtött tőkeérték, a megtermelt GDP és a lakosság számaránya Európa egyes régióiban, 2016 és 2020 között összesen (százalék)

Régió	A kockázati tőke-gyűjtés részaránya Európában	A GDP részaránya Európában	A lakosság részaránya Európában
Észak-Európa	38	24	17
Franciaország és a Benelux államok	31	21	16
Dél-Európa	8	19	21
Németország, Ausztria, Svájc	18	26	18
Kelet-Közép-Európa	5	10	27

Forrás: *Atomico* [2021].

A kockázati tőke-befektetések növekedésének dinamikáját nézve ugyanakkor látható, hogy a régió hátránya egyre csökken Európa fejlettebb tőkepiacú régióihoz képest. Erre utal, hogy 2018 és 2022 között a technológiai cégekbe irányuló kockázati tőke-befektetések Kelet-Közép-Európában 44 százalékkal emelkedtek, míg Európa egészét tekintve átlagosan csak 33 százalékos volt a növekedés (6.5. táblázat).

6.5. táblázat

A kockázati tőke-alapok által befektetett tőke értékének növekedési üteme* Európa egyes régióiban, 2018–2022** (százalék)

Régió	Százalék
Észak-Európa	39
Franciaország és a Benelux államok	37
Dél-Európa	42
Németország, Ausztria, Svájc	27
Kelet-Közép-Európa	44
Európa átlaga	33

* Összetett éves növekedési ráta (CAGR).

** 2022 évesített adat.

Forrás: *Atomico* [2022a] 360. o.

A régió kockázati tőke-ipara Európa más régióihoz képest eleve később jött létre, mivel csak a volt szocialista országok rendszerváltását, a piacgazdaság bevezetését követően nyílt mód a tőkepiac ezen új ágának kiépülésére. Az ágazat fejlődése az elmúlt húsz évben több fejlődési fázison ment keresztül (*Karsai* [2012]). A régió országainak Európai Unióhoz csatlakozó köre számára jelentős fejlődési lehetőséget nyitottak a beérkező uniós felzárkóztatási források, egészen a 2008-as válság kitöréséig. Ezt követően hirtelen visszaesés következett be, majd néhány év stagnálás után az újabb növekedési ciklus 2017-től indult be. Ezt a koronavírus-járvány egy évre megtörte, de ezután a fejlődés töretlenül folytatódott. Az újabb gazdasági válság kitörése, valamint az Ukrajna ellen elindított orosz háború ismét lejtmenetbe kapcsolta a régióbeli kockázati tőke-ipart. A régióban a válságok miatti visszaesés szinkronban történt az európai piaccal, csupán az ügyletek kisebb mérete miatt némi késés volt megfigyelhető a piac reakciójában.

A kelet-közép-európai kockázati tőke-ágazat fejlődését a kockázati tőke-befektetések értékének, darabszámának, valamint a cégekből való kilépés alakulása jellemzi. Ezen belül a nagy összegű befektetések arányának emelkedése, a fejlett szakaszban tartó startupok finanszírozásának növekedése, illetve a nemzetközi kockázati tőke-alapok erőteljesebb bekapcsolódása jelzi a fejlődés irányát.

A kelet-közép-európai régió piacain befektetett kockázati tőke volume 2017 és 2019 között jelentősen emelkedett (*Dealroom* [2021a]), 2020-ban azonban a koronavírus-járvány miatt némi visszaesés volt tapasztal-

ható, majd egészen kiugró befektetési érték született 2021-ben. 2022-ben a befektetések értéke ugyan nem érte el a 2021-es szintet, ugyanakkor folytatódott a 2017 óta érvényesülő folyamatos évenkénti növekedés. A Dealroom adatbázisa szerint 2020 és 2022 között a befektetések értéke 2,1-szeresére nőtt, ez a növekedés 2017-hez képest 7,6-szoros emelkedést mutatott. Év végére a befektetések értéke már elérte a 6,4 milliárd eurót (6.6. táblázat). A statisztikai adatok azt jelzik, hogy az ágazat fejlődésével a régió kívülről érkező befektetések egyre nagyobb hányadot képviselnek Kelet-Közép-Európa kockázatitőke-piacán.

6.6. táblázat

A kelet-közép-európai székhelyű cégekbe történt befektetések értéke és megoszlása a befektetők hovatartozása szerint, 2019–2021 (milliárd euró, százalék)

A befektetők székhelye	2019		2020		2021		2022	
	milliárd euró	száza- lék	milliárd euró	száza- lék	milliárd euró	száza- lék	milliárd euró	száza- lék
Kelet-Közép- Európa	1,4	50	1,3	48	2,5	47	1,3	20
Kelet-Közép- Európán kívüli	1,4	50	1,4	52	3,8	53	4,9	80
Összes befektető	2,8	100	2,7	100	6,3	100	6,4	100

Forrás: Dealroom-adatbázis (letöltve: 2023. június 24.).

A kelet-közép-európai kockázatitőke-befektetések egy startupra jutó átlagos mérete azonban továbbra is jelentősen elmarad az európai adatoktól. A startupok átlagos befektetési mérete a régióban 2017-től kezdve 2020-ig folyamatosan a 200 ezer eurós sáv alsó harmadában mozgott, míg Európa egészében ezen sáv közelében haladt. 2020 után a kelet-közép-európai egy startupra jutó befektetés értéke meredeken emelkedni kezdett, s 2022 őszére elérte a 260 ezer eurós szintet. Európa egészében azonban ugyancsak jelentősen megemelkedett, azaz az 500 ezer eurós sávba kúszott fel az átlagos befektetési érték, így 2022 őszére 470 ezer eurós szinten tartott. A régió lemaradása így változatlanul fennmaradt (*Dealroom* [2022b] 27. o.).

Az egyes országok méretét figyelembe vevő összehasonlításhoz rendszerint a kockázatitőke-befektetések GDP-hez viszonyított arányát szokás felhasználni, ami egy adott évben lehetővé teszi a régió egészének és

egyres országainak Nyugat-Európával és annak országaival történő összehasonlítását. E mutató alapján az látszik, hogy 2021-ben a kelet-közép-európai országok piacára érkező kockázati tőke GDP-hez viszonyított aránya (0,3 százalék) fele akkora volt, mint Nyugat-Európában (0,62 százalék). Ezen belül különösen Észtország (4,44 százalék), de Litvánia (0,79 százalék) és Lettország (0,67 százalék) mutatója egyaránt meghaladta az európai átlagot, sőt a svájci, a francia, a német, a spanyol, a görög és az olasz piac adatát. Észtország még a legmagasabb nyugat-európai hányadossal jellemezhető Svédországot (1,48 százalék), valamint Európában a második helyen álló Egyesült Királyságot (1,34 százalék) is lekörözte 2021-ben (*Bain & Company* [2022] 34. o.).

A régió országai között ugyanakkor rendkívül nagy eltérések tapasztalhatók a kockázati tőke-ipar fejlettségében, ami a lakosságszámra vetített kockázati tőke-befektetések értékének nagy különbségében is tükröződik. A nagyfokú eltérés azonban nem kizárólag az egyes országok piacának fejlettségéből adódik, hanem ugyanazon piacokon az egyes évek közötti nagy kilengésekből is, tekintve, hogy a nagy értékű ügyletekre nem folyamatosan kerül sor. Tehát attól függően is jelentősen változott egy-egy piacon a befektetés összege, hogy aktuálisan sor került-e olyan nagyobb értékű befektetésre, amelyet például unikornis cégek növekedési tőkeként kaptak a *C* vagy a *D* fordulókban. Az adatok azt jelzik, hogy a kelet-közép-európai régióban Észtország messze megelőzte a mezőnyt, mivel 2015 és 2021 első feléve közötti időszak átlagát tekintve kiugró eredményt ért el (6.7. táblázat). Az egy főre jutó befektetések értéke Észtországban 2022-ben kétszer akkora volt, mint akár az európai rangsort vezető Izlandé, akár az Európában második legtöbb befektetéssel rendelkező Svédorszáé. Ugyanakkor a régióban csupán Horvátország (2022) és Litvánia (2021) ért el az európai átlagnál magasabb értéket.

Az egyedi nagy összegű befektetések egy-egy országbeli eltérő súlyát más oldalról alátámasztja, hogy míg a 100 millió eurót meghaladó befektetési ügyletek aránya 2017 és 2022 első feléve között a régió egészében közel 50 százalékot (48 százalék) képviselt, addig a román piacon a kockázati tőke-befektetések 80 százalékát ezek a megüzletek adták. Észtországban és Litvániában 50-55 százalékot, a cseh, az ukrán és a bolgár piacon pedig 40 százalék körüli arányt képviseltek a nagyértékű befektetések. Lengyelországban ugyanakkor igen alacsony volt a nagy összegű ügyletek aránya (5 százalék), azaz itt sok kisebb összegű befektetésre került sor.

6.7. táblázat

Az egy főre jutó kockázati tőke-befektetések értéke Kelet-Közép-Európa országában, 2015–2021, 2021, 2022 (euró)

Ország	2015–2021*	2021	2022
Észtország	1967	198	1049
Horvátország	133	15	197
Litvánia	361	240	105
Csehország	80	44	93
Lettország	170	4	51
Bulgária	60	11	34
Szlovénia	41	4	31
Szlovákia	29	2	25
Magyarország	45	n. a.	18
Románia	116	2	17
Lengyelország	48	7	17
Szerbia	23	n. a.	6
Ukrajna	35	n. a.	4
Európa átlaga	n. a.	139	140

* 2015 és 2021 első félévének átlaga.

Forrás: Dealroom [2021a], [2021b] 29. o., [2023] 15. o.

A 100 millió eurós értéket meghaladó mérettartományba sorolható ügyletek részaránya a 2019-ben mért 59 százalékról 2022-re 67 százalékra emelkedett.³⁷ A kelet-közép-európai régióban 2017 és 2022 közötti időszakban végrehajtott országonkénti befektetések – leszámítva a nagy értékű befektetéseket – rendkívül koncentráltan fordultak elő. A 100 millió eurónál kisebb egyedi ügyletek által képviselt összeg több mint felét (52 százalék) három ország befektetési adták: Lengyelország (2,3 milliárd euró), Észtország (2,1 milliárd euró), valamint Csehország (1,3 milliárd euró) (Dealroom [2022b] 32–33. o.).

Az egyes országokban a 200 millió eurót meghaladó vállalati értéket elért cégek számában is jelentős eltérés mutatkozott a kelet-közép-európai országok piacain (6.8. táblázat).

A kelet-közép-európai kockázati tőke-piac Európa nyugati feléhez viszonyított fejlődésbeli lemaradását a *korai fázisú ügyletek számottevően magasabb részaránya* is világosan jelzi. Az egyes fejlődési fázisban végre-

³⁷ Dealroom-adatbázis alapján saját számítás.

6.8. táblázat

200 millió és 1 milliárd euró közötti értékűre becsült cégek száma
Kelet-Közép-Európa egyes országaiban, 2022

Ország	Értékesített	Nem értékesített	
	200 millió és 1 milliárd euró közötti vállalatértéket elért cégek száma	1 milliárd euró vállalatértéket elért magáncégek (unikornisok) száma	200 millió és 1 milliárd euró közötti vállalatértéket elért cégek száma
Bulgária	6	2	4
Csehország	9	3	10
Észtország	4	6	4
Horvátország	1	2	2
Lengyelország	11	1	7
Lettország	2	1	2
Litvánia	6	2	7
Magyarország	4	0	3
Románia	1	2	3
Ukrajna	4	5	3
Egyéb kelet-közép-európai országok	9	2	2
Kelet-közép-európai országok összesen	57	26	47

Forrás: Dealroom [2022b] 15. o. alapján.

hajtott befektetési fordulók számát tekintve a Bain tanácsadó cég 2022-ben készített elemzése szerint a kelet-közép-európai régióban 2021-ben az előmagvető fázisba tartozott az ügyletek 70 százaléka, míg Nyugat-Európában ugyanebben a fejlődési szakaszban a befektetések csupán 51 százalékára került sor. A magvető szakaszban nem volt jelentős különbség (19 és 22 százalék), ugyanakkor az *A* forduló, azaz az 1 és 4 milliárd euró összegű tőkét nyújtó befektetési fordulók részaránya Kelet-Közép-Európában mindössze fele (7 százalék) volt a Nyugat-Európában mért 14 százalékának (*Bain & Company* [2022] 33. o.).

Az egymillió euró értéket elért, úgynevezett unikornis cégek számának alakulása maga is jelzi a kelet-közép-európai régióban a kockázatitőke-befektetések fejlődését, eredményességét. Míg a régióban 2015-ben csupán 6 unikornis született, addig 2022-re e cégek kumulált száma már meghaladta a 44-et. A legtöbb unikornis

2021-ben és 2022-ben született, s 2020 vége óta számuk megkétszereződött. 2022-ben a régió országainak legértékesebb unikornisait a 6.9. táblázat mutatja be.

6.9. táblázat

A kelet-közép-európai régióban 2022-ig született, unikornis státust elért legértékesebb 20 cég neve és származási országa

Cég neve	Ország
AirSlate	Ukrajna
Allegro	Lengyelország
Bolt	Észtország
CD Projekt	Lengyelország
Docplanner	Lengyelország
Emag	Románia
Eset	Szlovákia
Infobip	Horvátország
InPost	Lengyelország
Nord Security	Litvánia
Payhawk	Bulgária
Playtech	Észtország
Productboard	Csehország
Rimac	Horvátország
Rohlik Group	Csehország
Techland	Lengyelország
UiPath	Románia
Veriff	Észtország
Vinted	Litvánia
Wise	Észtország

Forrás: *Digital Poland* [2022] 13–14. o.

Az unikornisok számának meredek emelkedése azonban nem csupán a kockázati tőke-befektetők érdeme, mivel a cégek egy része kockázati tőke bevonása nélkül érte el ezt a vállalatértéket. Valójában a régióbeli unikornisok ötöde (22 százalék) nem vett igénybe a növekedéséhez kockázati tőkét, míg ugyanez az arány Európa egészét tekintve csupán 7 százalék volt, ezen belül Nyugat-Európában pedig mindössze 5 százalék (*Dealroom* [2022b] 24. o.). Ez az aránybeli eltérés egyben arra utal, hogy a régióban a kockázati tőke még nem

érhető el olyan könnyen, mint Európa fejlettebb tőkepiacain, azaz a régióbeli kockázattőke-piac különösen a nagyobb összegű befektetést igénylő ügyletek terén még nem tud elegendő forrást biztosítani. Amennyiben az összehasonlítás nem csupán az unikornisokra, hanem a startupok teljes körére vonatkozik, akkor a régiónak nincs oka szégyenkezni, mivel a kockázati tőke nélkül finanszírozott startupok 77 százalékos aránya 2022-ben megegyezett az európai startupok arányával (6.10. táblázat).

6.10. táblázat

Kockázati tőkével és kockázati tőke nélkül finanszírozott aktív startupok száma és aránya Kelet-Közép-Európában és Európa egészében, 2022 (ezer darab és százalék)

	Kelet-Közép-Európa		Európa	
	ezer darab	százalék	ezer darab	százalék
Kockázati tőkével	3,6	23	39,1	23
Kockázati tőke nélkül	15,7	77	170,9	77
Összes aktív startup	19,3	100	210,0	100

Forrás: Dealroom [2022b] 22. o. alapján.

A kockázattőke-befektetések sikerét végső soron a kilépések során elért hozamok jelzik. Erre vonatkozóan nem állnak rendelkezésre publikus adatok, csupán az évenkénti kilépési értékek és darabszámok jelzi a tőke visszaáramlását az alapokhoz, illetve azok befektetőihez. Az ágazat fejlődését azonban mutatja, hogy a befektetők kiszállásai által érintett kelet-közép-európai startupok átlagos értéke 2017 óta 2021-ig folyamatosan emelkedett, a kezdeti 31 millió euróról 330 millió euróra nőtt, majd 2022-ben – a válság miatt – 16 millió euróra esett vissza, s 2023 első felében is alacsonyan maradt (6.11. táblázat).

Az életük legkorábbi szakaszában tőkéhez jutó cégek tőkebevonásának eredményességére jól rávilágít a kockázati tőke által finanszírozott cégek túlélési esélyének alakulása az egyes cégek fejlődési szakaszai szerint vizsgálva. A Dealroom adatszolgáltató cég felmérése szerint a régióbeli cégek a magvető életciklusból igen hasonló arányban és hasonló időtartam alatt jutottak el az *A* befektetési fordulóig, mint európai társaik, azaz a konverziós arány a régióban lényegében megegyezett az európai átlaggal (Dealroom [2022b] 23. o.).

6.11. táblázat

A kelet-közép-európai székhelyű startupok kiszállási értéke, darabszáma és átlagos értéke, 2017–2022 (millió euró, darab)

Év	A kiszállások		
	értéke (millió euró)	száma	átlagértéke (millió euró)
2017	5 100	164	31
2018	11 000	145	76
2019	6 800	72	94
2020	16 600	134	129
2021	77 100	234	320
2022	3 700	232	16

Forrás: Dealroom adatbázis (Letöltve: 2023.június 24.)

Kormányzati részvétel a kockázatitőke-piacon

A kormányzati támogatás Európában sok éve fontos szerepet játszik a kockázatitőke-befektetések finanszírozásában. Ugyanakkor a 2021-ben az alapok frissen gyűjtött forrásai között az állami részvétel 18 százalékos szintje rekord alacsony volt, különösen a 2020-ban elért 30 százalékos szinthez képest, ami feltehetően a koronavírus-járvány miatt kiemelkedő állami részvétel nyomán volt minden korábbi évet meghaladóan magas. (A kormányzati források összegének évenkénti alakulását lásd az 6.12. táblázatban).

6.12. táblázat

A kormányzati ügynökségektől a kockázatitőke-alapokhoz érkező tőke évenkénti értéke és részaránya Európában, 2017–2021 (milliárd dollár és százalék)

Év	A kormányzati forrás	
	értéke (milliárd dollár)	részaránya a tőkegyűjtésből (százalék)
2017	2,4	27
2018	2,0	20
2019	2,8	21
2020	3,8	30
2021	2,7	18

Forrás: Atomico [2022a] 324. o.

A kockázatitőke-piacon az állami intervenció egyrészt a piac elégtelen működéséből fakadó azon problémákat igyekszik feloldani, amelyek a magvető és korai fejlődési stádiumban tartó vállalkozások finanszírozása terén kialakuló tőkerés formájában jelentkeznek (*Leleux–Surlemont* [2003]). Másrészt az állami beavatkozás a pénzügyi hozamokon túlmutató társadalmi, nemzetstratégiai érdekek érvényesülését igyekszik előmozdítani. E célok közé tartozik a munkahelyteremtés és a gazdasági növekedés serkentése meghatározott térségekben vagy szakterületeken (*Lerner* [2009], *Murray és szerzőtársai* 2012]).

A kormányzat kockázatitőke-piaci befektetőként – aktivitásától függően – alapvetően háromféle szerepet játszhat (*Standaert* [2019]). Az *első esetben* állami alapkezelők döntenek a portfóliójukba kerülő cégek kiválasztásáról, majd végzik a hozzáadott értéket növelő tevékenységeket, s ellenőrzik a cégek fejlődését. A *második esetben* az állam privát kockázati tőkebefektetőkkel szindikáltan fektet be. Ekkor az állami kockázati tőkések a magánbefektetők tevékenységére alapozzák a befektetéseiket, rájuk bízva a cégek kiválasztását és felnevelését. A *harmadik esetben* az állami kockázati tőkések az alapok alapja konstrukcióban csupán azon privát kockázatitőke-alapok kiválasztásában vesznek részt, amelyekbe tőkét fektetnek. A kontinentális Európában az állami befektetők ugyanolyan feltételekkel (*pari passu*) fektetnek be az alapokba, mint a magánbefektetők, mivel az állami támogatásokat tiltó európai szabályozás korlátozza a privát befektetők odavonására szolgáló lehetőség alkalmazását (*Aernoudt* [2017]). Kivétel ez alól, ha a befektetésekre gazdaságilag elmaradott térségben vagy a cégek fejlődésének legkorábbi szakaszában kerül sor. Ekkor mód van arra, hogy a magánbefektetők a befektetési arányuk alapján nekik járónál nagyobb hányadot kaphassanak a hozamokból, illetve a veszteségeknek kisebb hányadát viseljék (*Karsai* [2018]).

Az állam kockázatitőke-piaci részvételével kapcsolatban számos fenntartás fogalmazódik meg. Ez részben a cégek megfelelő kiválasztásához és felneveléséhez szükséges szakértelem, objektivitás és ösztönöztség megkérdőjelezéséből, illetve a privát forrásokra gyakorolt kizorító hatás lehetőségéből adódik (*Colombo és szerzőtársai* [2013]). Ugyanis az állami beavatkozás eredményessége, ezen belül a finanszírozáshoz jutó cégekre gyakorolt hatása nagyon különböző attól függően, hogy az állami források milyen mechanizmuson keresztül jutnak el a cégekhez:

közvetlenül vagy privát kockázati tőkebefektetőkhez társulva. A negatív hatások kivédésének két alapvető követelménye: az irányítást és lebonyolítást végző szervezetek függetlensége a politika szereplőitől, valamint a privát befektetőkől megkövetelt jelentős arányú társfinanszírozás (*Bai és szerzőtársai* [2022], *Lerner* [2022]).

Állami szerepvállalás a kelet-közép-európai kockázatitőke-piacon

A kelet-közép-európai székhelyű kockázatitőke-alapok tőkegyűjtése nem egyenletes folyamat, tükröződik benne a megtakarítók aktuális kockázatvállalási hajlandósága, amely pedig egyaránt függ az inflációtól, a kamatoktól vagy a geopolitikai helyzet alakulásától. Az itteni alapok kiemelkedő összegű tőkét gyűjtöttek 2018-ban, ekkor összesen 800 millió euró tőke érkezett 30 új régiós alapba. Ezt követően a koronavírus-járvány hatására a tőkegyűjtés jelentősen, majdnem a felére esett vissza, majd 2021-ben ismét megélnékvült, ekkor az alapok közel 550 millió eurót gyűjtöttek, számuk viszont csupán kicsit több mint harmada volt a 2018-ban felállított új alapokénak. 2022-ben ismét jelentős összegű tőke áramlott a régióbeli alapokhoz, ahol a frissen gyűjtött tőke volumene az előző évinek háromszorosára, az alapok száma pedig több mint kétszeresére emelkedett. A kelet-közép-európai tőkealapok átlagos mérete így összességében – 2021 kivételével – folyamatosan emelkedett, a 2017-ben elért közel 22 millió euróról 54 millió euróra nőtt (*6.13. táblázat*).³⁸ Ugyanakkor a régiós alapok mérete továbbra is messze elmarad az Európában létrehozott alapok 100 millió eurós átlagos méretétől (*Söderblom és szerzőtársai* [2023]), azaz a növekedés főként a mikroalapok körében történt, így a startupok kiugrását lehetővé tevő *C* és *D* fordulók finanszírozása továbbra is a régió kívüli alapok befektetési hajlandóságának függvénye maradt.

Az alapokhoz beérkező források volumene mellett a kockázatitőke-alapok által befektetett tőke volumenét, a portfóliócégek kiválasztásának szempontjait és alaposságát, valamint a cégek fejlődésének érdemi menedzselését jelentősen befolyásolja az alapok finanszírozóinak

³⁸ Dealroom-adatbázis alapján saját számítás.

6.13. táblázat

Kelet-Közép-Európában felállított új kockázatitőke-alapok évenkénti értéke, száma és átlagos értéke, 2017–2022 (millió euró, darab)

Év	Adott évben létrehozott új alapok		
	tőkeértéke (millió euró)	száma	átlagos értéke (millió euró)
2017	304	14	21,7
2018	804	30	25,8
2019	432	14	30,8
2020	344	6	57,3
2021	546	12	45,5
2022	1500	28	53,6

Forrás: Dealroom-adatbázis (Letöltve: 2023. június 24.)

típusa. Amennyiben a privát megtakarításokat gyűjtő intézmények aránya a tőkebefektetésben alacsony, akkor automatikusan megnő az állami források jelentősége. Valójában a régióbeli alapok forrás-ellátását 2016 óta mindvégig az *állami intézményektől származó tőke dominanciája jellemezte*. Különösen a 2017-ben és 2022-ben létrehozott új alapok tőkéjéhez járult hozzá az állam magas, 63, illetve 58 százalékos arányban, ami a privát befektetések és ezáltal a piaci szempontok háttérbe szorulásához vezetett. E helyzet egyaránt hátrányt okoz a régióbeli befektetéseknél mind az ígéretes startupok megfelelő szakértelemmel és gondossággal történő kiválasztása, mind az alapkezelők vállalászati tapasztalatainak érvényesítése, mind pedig a fejlődési szakaszokhoz illeszkedő tőkefordulók megvalósíthatósága szempontjából. Ugyanakkor korántsem mindegy, hogy az állami források állami tulajdonú alapkezelők által menedzselte alapok közvetítésével kerülnek-e a startupokhoz, vagy az állam úgynevezett alapok alapja konstrukcióban – azaz magánalapkezelőket megbízva – fekteti be a költségvetési forrásokat. Vagyis a kérdés az, hogy az állam enged-e érvényesülni a piaci szempontokat.

Pozitív fejlemény, hogy a régió piacain ez utóbbi megoldás egyre nagyobb teret nyer, így az állam elsősorban a privát alapkezelők, és nem pedig a finanszírozandó startupok kiválasztásában vesz részt. Ilyen konstrukciót takar többek között PFR Ventures (lengyel), a Czech Fund of Funds (cseh), a Croatian Growth Investment Programme (horvát),

a Regional Funf-of-Funds Roamania (román) vagy a Fund Manager of Financial Instruments in Bulgaria (bolgár) állami program. Az európai forrásokat közvetítő régiós intézmények – így az észti Kredex, a litván Invega, a lett Altum, valamint a magyar MFB – által kezelt tőke befektetése is ebben az irányban változik (6.14. táblázat).

6.14. táblázat

A kelet-közép-európai székhelyű kockázati tőke-alapok által gyűjtött tőke évenkénti összetétele az alapokba befektető intézmények típusa szerint, 2017–2021 (százalék)

Év	Hozzájárulás az adott évi tőkegyűjtéshez (százalék)							Gyűjtött tőke összesen (milliárd euró)
	állami ügynökségek	családi vagyongazdálkodók	alapok alapjai	nagyvállalatok	bankok	egyéb	összesen	
2017	63				17	25	100	0,6
2018	31	18	7	15	–	12	100	0,6
2019	52	–	–	24	–	5	100	0,8
2020	34	19	11	10	6	20	100	0,7
2021	58	12	9	11	–	11	100	0,8

Forrás: Bain & Company [2022] 30. o. alapján.

A befektetői környezet jelentős romlásának világszerte érzékelhető jelei érzékenyen érintik a régióbeli kockázati tőkeipart is. A régió gazdaságai – geopolitikai helyzetüknél fogva – különösen megszenvedik az infláció megugrását, különös tekintettel a gáz- és olajszállítások kényszerű átrendeződésére, az euróövezetbeli növekedés lassulására, a növekvő kockázat pedig negatívan hat az itteni befektetésekre. Csökkent a kockázati tőke-befektetések száma és értéke, a nyilvános piacon frissen megjelenő cégek részvényárfolyamai esésnek indultak, ami elbátortalanította az újabb cégeket a tőzsdei megjelenéstől, várhatóan az ő korábbi befektetőik is kevésbé tudnak befektetéseikből kiszállni, tovább csökkentve ezzel az újabb ügyletek finanszírozásának esélyét. Mindez kihat a nem tőzsdei startupok értékelésére is, számukra is megnehezítve a friss tőke bevonását, bár a közelmúltban feltőkésített cégek még kevésbé érzik a befektetői hangulat megváltozását. *A kelet-közép-európai térség földrajzi helyzeténél fogva különösen kitett az orosz–ukrán háborúnak, ami egyelőre – remélhetően átmenetileg – erőteljesen csökkenti a nemzetközi kockázati tőke-iparba történő mélyebb beépülés éppen javulásnak indult esélyeit.*

7.

Új típusú intézmények kifejlődése az üzleti inkubációs piacon

Üzleti angyalok által indított technológiai befektetési platformok

Az üzleti angyalok befektetéseinek elterjedését („demokratizálódását”) olyan új struktúrák is elősegítik, amelyek könnyebbé, egyszerűbbé és lényegesen költséghatékonyabbá teszik a kis összegű befektetések vállalkozásokba történő befektetését, miközben nem nehezítik meg a későbbi tőkebevonási körök megvalósítását. Az új struktúrák alkalmazása révén lehetővé válik, hogy – szemben a befektetők között korábban domináló ultragazdag személyekkel – immár a kisebb összegű tőkék vállalkozásokba fektetése is elterjedjen.

Az üzleti angyalok által létrehozott és működtetett internetes befektetési platformok segítenek a legjobb korai fázisú cégekbe közösen befektetni a befektetői hálózat tőkéjét. Ezen keresztül kockázatitőke-alapok, angyalbefektetők és ezek szindikátusai egyaránt összeállhatnak ügyletek finanszírozására, függetlenül attól, hogy ők maguk más-más szabályozás alá tartoznak. A befektetés egy kattintásra egyszerűsödik le, ami a legegyszerűbb módját kínálja egy online létrejövő angyalszindikátusnak vagy kockázatitőke-alapnak. Az erőforrások egyesítése lehetővé teszi az üzleti angyalok tőkeerejének növelését és az élvonalbeli cégekhez történő hozzáférést, még akkor is, ha egyébként ők maguk nem ismerik az alapítókat.

Az üzleti angyalok által megosztott tudás és tapasztalat az alapítók támogatására a tőkén túl is fontos része a korai fázisú befektetéseknek. A platformok technológiát, jogi és pénzügyi jártasságot nyújtanak és nagyobb felhasználói élményt adnak a tőzsdén kívüli piacon, lehetőséget biztosítanak a teljesítményalapú díjazásra és – a kockázatitőke-piacon ismert

módon – a hozamból történő részesedésre. Korábban ez a tevékenység a rendkívül magas jogi költségek és a nagy mennyiségű adminisztráció miatt nem valósulhatott meg. Az automatizált platformok felgyorsították a döntéshozatalt és a hatékony tőkekihelyezést, ami végső soron lehetővé teszi, hogy a cégalapítók az üzlettel tudjanak foglalkozni.

Az új befektetési platformok nemcsak a tőkegyűjtő cégek és a potenciális angyalbefektetők számára könnyítik meg a bemutatkozást és így befektetési lehetőségek megtalálását, de azt is lehetővé teszik, hogy az angyalok a vállalkozásokhoz eljuttassák tanácsaikat, elősegítve a cégek optimális menedzselését. Korábban a fiatal cégek alapítói általában igyekeztek korlátozni befektetőik számát, hogy csökkentsék az ezzel járó adminisztrációs terheket, különösen a későbbi befektetési fordulók és a tulajdonosok jóváhagyását igénylő döntések végrehajtásának nehézségei miatt. Az új platformokon speciális szervezeten (*Special Purpose Vehicle, SPV*) keresztül az is lehetővé vált, hogy a nagyszámú kisbefektető befektetése egy *esernyőügyletként* (befektetőként) szereplejen. Az angyalokat összekötő platformok azonban nemcsak az alapítók számára váltak igen hasznossá, de megnyitották a finanszírozásba történő beszállás lehetőségét olyan angyalok számára is, akik nem tudtak volna nagy összegű befektetéseket megengedni maguknak. Ezzel az üzleti angyal-típusú befektetés az emberek korábbinál sokkal népesebb köre számára nyílt meg, így például többek között cégeikből sikeresen kiszálló korábbi alapítók és vállalatvezetők számára is. További előnye e platformcégeknek, hogy átvállalják a *back office* teendőket, s így a befektetés végzésével együtt járó regisztrációs, ügyvédi, banki és egyéb adminisztrációs díjak, valamint más típusú költségek is alacsonyan tarthatók.

Összehasonlítva a közösségi finanszírozással, ahol egy befektető csak egyike a sok ezer arctalan befektetőnek, az üzleti angyalok platformjain keresztüli befektetés biztosítja az ügyletekbe történő mélyebb beelátást, alkalmankénti tanácsadást és ezen keresztül a korábbi startupok támogatása során megszerzett tudás ismételt megosztását is. Ráadásul e platformok hozzájárulnak a befektetők sokszínűségének elősegítéséhez is, például a női angyalok arányának növekedéséhez (*Huet [2022]*). Sokkal sűrűbb szövésű közösségeik révén jobban kiszűrjük a rossz befektetéseket, azaz befektetőiknek transzparensabb környezetet kínálnak. Ez a befektetők számára lehetővé teszi a startupok hatékonyabb értékelését, kiválasztását és finanszírozását, ráadásul a „sima” közössé-

gi befektetési platformoknál sokkal jobban elkötelezett befektetői kör részeként működnek (*Taylor [2023]*).

Az ilyen új típusú konstrukciót lehetővé tevő technológiai platformok első legismertebb képviselője, az AngelList internetes platform volt, amelynek működése nyomán az Egyesült Államokban jóformán divattá, státusszimbólummá vált kis összegek új technológiai cégekbe történő befektetése. Az AngelList egy 13 éve működő, San Franciscó-i startupokat finanszírozó platform és közösség. A platformcég hét évvel az előző tőkebevonási körét követően ismét friss tőkét tudott bevonni 2022-ben C forduló keretében 100 millió dolláros összegben a Tiger and Accomplice befektetőtől, négy milliárd dolláros cégértéken (*Mascarenhas [2022]*). Az AngelListhez hasonló platformok közé tartozik az Egyesült Államokban a Carta, a Flow, a Party Round vagy a Stonks is. Európában, ahol számos szabályozási előírás nehezítette a hasonló befektetések meghonosítását, egészen 2021-ig nem terjedt el az új típusú tőkegyűjtő platformok létesítése. 2021 végére azonban, amikor már Európában is fellendült a technológiai startupok finanszírozása, itt is egy tucat olyan platform jött létre a legnépszerűbb befektetési piacokon, amelyek megkönnyítették az angyalok és a vállalkozók egymásra találását, a kis összegű befektetésekkel jelentkező angyalok szindikált befektetését jelentős kezelési költség vállalása nélkül.

Európában az Odin az egyike azoknak a technológiai platformoknak, amelyek számos üzleti angyal számára teszik lehetővé a befektetéseket. Az angyalok csoportosan vagy szindikált módon rajta keresztül tudnak befektetni. Többnyire 10-15 angyal vesz részt egy ügyletben, azaz feketet be együtt. Ugyancsak népszerű és nagyon aktív Európában – különösen német nyelvterületen – a Vauban platform, amelyet 2022 elején az amerikai Carta vásárolt fel (*Warnock [2022b]*). Az SPV-konstrukció lehetővé teszi, hogy a befektetők csak saját adóhatóságaik előírásai szerint adózzanak, de magát a befektetési szervezetet nem terheli külön adó (*tax transparent*).³⁹ Hasonló céllal működik a belga Roundtable platform, amely hárommillió eurós befektetést kapott a platformot használó 100 üzleti angyaltól annak érdekében, hogy fellendítse az angyalbe-

³⁹ A Vauban immár egymilliárd dollár értékű tőkebevonásra nyújtott lehetőséget, többek között olyan sikeressé vált cégekbe, mint a Revolut, a Bolt, avagy az Airbnb (<https://www.vauban.io/>; *BAE [2022b]*).

fektetéseket Európában. A 2022 végén létrehozott platformon keresztül 2023 márciusáig eltelt időszakban már több mint 100 ügylet született, átlagosan 50 millió eurós vagyont kezelve. A platform az amerikai AngelListhez képest kifejezetten európai jellegű, az itteni befektetők speciális igényeire szabták, megfelel az európai közösségi direktíváknak, s befektetői világszerte helyezhetnek el rajta keresztül tőkét. Bár korábban is volt mód a csoportos befektetésre, de a platform sokkal inkább felhasználóbarát módon teszi ezt (*Taylor [2023]*). A Roundtable platformon egy ügyletben átlagosan 20 befektető vett részt, az egy ügyletre jutó befektetések mérete 50 ezer és 2,5 millió euró között mozgott, s átlagosan 500 ezer eurót tett ki. A befektetési csoportokban részt vevő egyedi üzleti angyalok befizetése 15 ezer euró körül alakult, de lehetett akár ezer vagy 250 ezer eurós is (*Nowshin [2023]*).

Kockázatitőke-alapok által indított üzleti angyal programok

A kockázatitőke-alapok által indított üzleti angyal-program ma már egyáltalán nem ritka, számos alap indít ilyen programot. Ilyen üzleti angyal-programot indított többek között a Blossom Capital, az Ada Ventures, a Backed VC és a Sequoia alap. Mivel az üzleti angyalok száma Európában viszonylag korlátozott, minél több programot hirdetnek meg az alapok, a jelentkezők kínálata annál szűkebb. A programok számbeli gyarapodása azonban mégis jó dolog az ökoszisztéma szempontjából, mert jelzi az angyalok számának növekedését.

A londoni Atomico kockázatitőke-alap, amely 2018 óta indít angyalprogramokat, 2022-ben már a negyedik olyan angyalprogramját hirdette meg, amely némileg különbözött az általa szervezett korábbi hasonló programoktól. 2021-ben ugyanis az Atomico 18 angyalt toborzott, és fejenként 100 ezer dollárt adott arra, hogy e tőkét az angyalok befektessék európai startupokba. A program 12 hónapig tartott. Kifejezett mentoráció nem tartozott hozzá, ezt inkább a korábbi résztvevőkre bízta, akik organikus módon segítettek az angyaloknak. Az új rendszerben az alap csak nyolc angyalt választott ki, amelyekhez havonta egy-két további jelentkezőt vont be, azaz gördülő módon szervezte a programot, s a kiválasztott angyaloknak 200 ezer dollárt

adott, nem csupán egyéves, hanem hosszabb távú kapcsolatot kiépítve velük. A 2021-es kohorszban az angyalok 81 befektetést hajtottak végre, s a korábbi programok résztvevői további 46 befektetést végeztek, így a kockázati tőke-alap üzleti angyal-programja nyomán összesen 14 európai országban 127 befektetésre került sor. Az alap saját bevallása szerint maga is sokat tanult az angyaloktól, az angyalprogramok számos résztvevője pedig maga is kockázati tőkésé vált. (Például az észt Karina Univer befektetési vezetőként időközben a magvető Specialist Venture Capital alaphoz csatlakozott – *Partington* [2022].)

A londoni Blossom Capital 2020-ban indította el nagyméretű, ötmillió dolláros üzleti angyal-programját, hogy segítse a gyakorlati vezetők angyalbefektetővé válását. A Blossom alap azóta – hogy már célját sikeresen elérte – megszüntette a programot. A program kissé bonyolultan működött. A Blossom Capital terve az volt, hogy az angyalok révén 250 ezer dollárt fektet 20 cégbe, miközben az angyalok számára mentorálást biztosít. Az angyalokat emellett meghívták, hogy fektessenek be az alappal együtt is a cégekbe. 13 angyal szerepelt az alap listáján, akik korábban minannyian cégalapítók vagy felsővezetők voltak európai unikornisokban (*Lewin–Osman* [2021]).

Kockázati tőke-alapok által létrehozott cégvadász hálózatok

Mivel a kockázati tőke-alapok között egyre erősebb verseny folyt a korai fázisú befektetések megszerzéséért, sok alap cégfelderítő hálózatokat épített ki az ígéretes startupok felkutatására. Az európai startup-ökoszisztéma viszonylag új vonását jelzi a cégvadászhálózatok megjelenése, amelyet olyan startupokat működtető szakemberek alkotnak, akik kockázati tőke-alapokkal működnek együtt annak érdekében, hogy az alapok számára minél több befektetési lehetőséget derítsenek fel. A cégvadászhálózatok lehetővé teszik, hogy a kockázati tőke-alapok kezelői általuk kevésbé ismert szakterületekre és földrajzi régiókba is bejussanak. A cégvadászokat vagy díjazással, vagy a hozamból való részesedéssel jutalmazták. A kockázati tőke-alapok számára ugyanakkor a cégvadászprogramok felépítése idő- és tőkeigényes feladat. Így inkább csak a nagyobb, régebb óta működő kockázati tőke-alapok számára jelentenek valós lehetőséget.

A kockázatitőke-alapok által indított cégvadászprogramok az alapok és az üzleti angyalok együttműködésének új formáját képviselik. Ezek a programok egyaránt előnyösek a kockázati tőkéseknek és a cégvadászoknak, s valamivel kevésbé a cégalapítóknak.

A cégvadászok rendszerint olyan korábbi cégalapítók vagy felső vezetők, akik kiépült kapcsolati hálójukkal – másokat megelőzve – jó eséllyel találnak befektetésre váró, korai fázisban tartó, ígéretes cégeket. Rendszerint teljes állásuk vagy saját cégük van. A vadászat olyan tevékenység, amely segít abban, hogy a cégvadászok jelentősebb kockázatvállalás nélkül ismerjék meg a kockázati tőkések gondolkodását. A vadászok ugyanis nem a saját tőkéjüket fektetik be a kiszemelt vállalkozásokba, hanem az őket megbízó kockázatitőke-alapok pénzét. A kockázati tőkések számára a cégvadászprogramok lehetővé teszik, hogy nagyon korai szakaszban, nagyon kis részesedéseket szerezzenek 20-30 ezer euró befektetéssel. Ez elegendő összeg ahhoz, hogy betekintést nyerjenek egy-egy startup teljesítményébe, és potenciálisan olyan kapcsolatot alakíthassanak ki velük, amely alapján még időben meg tudják szerezni az adott céget a piacon megjelenő többi kockázatitőke-alap orra elől.

E programok keretében a cégvadászatra jelentkezők olyan megállapodást kötnek egy-egy kockázatitőke-alappal, amelyben vállalják, hogy befektetési ajánlatokat derítenek fel úgy, hogy saját hálózatukon keresztül információt szereznek a potenciálisan befektetésre érett cégekről, s erről tájékoztatják az érintett alapot, valamint egy kisebb összeggel (25 ezertől 50 ezer dollárig) maguk is részt vesznek az adott befektetésben. Amellett, hogy tanácsokat nyújtanak az alap számára, elvégzik a befektetést megelőző részletes elővizsgálatot, s ha az adott vállalkozást az alap a maga számára végül kiválasztja, akkor részesedhetnek az adott vállalkozás hozamaiból. Díjazásuk mellett tehát részesedést kaphatnak a befektetések hozamából azoknál az ügyleteknél, amelyeknél sikeresen elősegítettek a befektetéseket. Létezik olyan vadászprogram is, ahol a vadászok az egész alap profitjából részesednek, nem pedig csupán az általuk javasolt sikeressé vált befektetésekből. Ez sokkal előnyösebb a cégvadászok számára.

A megállapodás sokszor kiterjed a felderítőknak szervezett képzési programokra, valamint az általuk az alapnak nyújtott szolgáltatásra és egyéb módon történő erőfeszítésre. A megbízás kikötheti azt is, hogy az adott felderítő csak az adott alap számára dolgozhat, de ez nem

szükségszerű. A felderítésre vállalkozó cégvadászok vagy maguk is vállalkozók, vagy olyan ismert üzleti angyalok, akiket az adott alap a saját ügyletköre szélesítéséhez használ fel. A felderítő megbízás mindkét fél számára előnyös lehet, mivel az alap olyan cégben szerezhethet befektetést, amelyhez más módon nem jutott volna hozzá, s a felderítő számára csak akkor kell fizetnie, ha a befektetés sikeres lesz.

E megoldásnak ugyanakkor a kiválasztott startupokra nézve árnyoldalai is vannak. E befektetésekre rendszerint a vállalkozások fejlődésének igen korai stádiumában kerül sor. A cégvadászoktól közvetlenül kapott tőke nagy valószínűséggel kevesebb, mint az alaptól kapott befektetés lenne. Emellett a startupok az érintett alap hírnevét sem tudják befektetési szerkezetük kialakításakor saját tekintélyük növelése érdekében feltüntetni. Miközben e megoldás olcsó lehetőséget nyújt az alapok számára az ügyletek generálásához, azon induló cégek alapítói számára, amelyeket az alapok a későbbi finanszírozási körökben már nem kívánnak támogatni, hátrányt jelent.

Amikor cégvadászok kiválasztanak egy ügyletet, akkor a cégvadász neve szerepel befektetőként, s startup nem használhatja a cégvadászt megbízó alap nevét. A piac számára azonban ismert, hogy a cégvadászok mely alapok nevében fektetnek be a cégekbe. S ha a szóban forgó alap később sem fektet be a cégvadász mellé, az a piac számára azt jelzi, hogy a startup mégsem eléggé vonzó, s így számára más alapoktól is megnehezül a tőkebevonás. E hátrányt némileg kompenzálja, hogy a cégvadászok megjelenése kezdetben mindenképp növeli az elérhető tőkét. A tőkét kereső cégeknek ezért érdemes megfontolniuk, hogy elfogadják-e a cégvadászok befektetéseit, vagy inkább olyan független angyalokat választanak befektetőnek, akik maguk is érdekeltek lesznek a cég sikerében (*Chuong Degrote [2021]*).

A cégvadászprogramok új eleme, hogy mivel a cégvadászok egy idő után már kevésnek érzik, ha csak egyetlen alapnak dolgoznak, olyan platformok is alakultak (például a Landscape platform), amelyek lehetővé teszik, hogy a cégvadászok a kockázati tőkészek széles körével megosszák a befektetésre érdemes cégekre vonatkozó javaslataikat. E platformok lehetővé teszik, hogy a potenciális befektetők bejelentkezzenek a cégvadászok által üzemeltetett platformokra, megjelöljék az általuk keresett cégek jellemzőit, s a platformokon hozzáférjenek a cégvadászok által felhajtott befektetési lehetőségek listájához. E platformokon

a cégvadászok csupán ajánlási díjat kapnak az ügyletekre vonatkozó javaslatukért. E platformokon a hagyományos cégvadászprogramoknál kevesebb a bemutatkozási lehetőség, és az ügyletek intézési folyamata is lassabb. A cégvadászat megnyitása a piacterek szélesebb köre számára ugyanakkor felpörgetheti a találatokat, és több olyan cégalapítót is kiszolgálhat, akiknek ezzel megnő az esélye arra, hogy a befektetők kiválasztják őket. A programok sikere sokban függ a cégvadászok és a megtalált cégek minőségétől. E modellel kapcsolatban még nem egyértelmű, hogy jobb megoldást képvisel-e, mintha a cégvadászok csak egyetlenegy alappal állnának kapcsolatban. A hagyományosabb cégvadászprogramokban ugyanis a cégvadászok szorosabb kapcsolatot építenek ki a kockázati tőkésekkel, ami nagyobb bizalmat teremt a megalapozott befektetési döntésekhez (*Hodgson [2022a]*).

A felderítő programok Európában is egyre inkább terjednek. Olyan neves kockázatitőke-alapok, mint az Accel, a Sequoia és az Atomico egyaránt rendelkeznek cégvadászprogrammal. Az Accel kockázatitőke-alap kezelője az Egyesült Államokban már 2017 óta indít felderítő programokat, s így már három ottani kohorsszal rendelkezik, amelyek keretében több mint 200 cég jutott befektetéshez. Hasonló európai programja 2020-ban 21 felderítővel 12 városban és 10 országban indult el, s a legsikeresebb európai technológiai cégeknél működik. (Európai felderítői közé tartozik Kelet-Közép-Európából Dan Oros, aki a Google és a YouTube román részlegének marketingvezetője.) A 21 európai felderítő egyaránt tapasztalt cégalapító, illetve cégek működtetéséhez értő szakember. Az Accel kockázatitőke-alap egyenként 200 ezer dollárt ad minden európai felderítőjének, ami 100 dollárral magasabb, mint a Sequoia e célra elkülönített hozzájárulása a cégvadászok számára. Az Accel programjában a cégvadászok számára nem ír elő minimálisan teljesítendő kvótát, s ugyancsak rugalmasan kezeli a befektetések ütemezését és gyakoriságát. A cégvadászoknak átadott tőke az Accel 2019-ben felállított 575 millió dolláros alapjából származik. A cégvadászok hozamrészesedést kapnak az alaptól, azaz ha az általuk felderített startup jól teljesít, akkor ők is részesülnek ebből, sőt extraelőnyhöz is jutnak abban az esetben, ha az Accel maga is befektetőként vesz részt az általuk felhajtott cégben. A cégvadászok átlagosan 20 ezer dolláros befektetéseket végeznek egy cégben, s frissítően hatnak az Accel alapjára azáltal, hogy olyan területeket fedeznek fel számára, ahol korábban

az alap nem volt jelen, vagy amelynek a létezéséről nem volt tudomása (*Lewin* [2021]).

Az Ada Ventures alap cégvadászprogramja 100 körüli felderítőt alkalmaz előmagvető és magvető szakaszban tartó cégek felderítésére az Egyesült Királyságban. Amennyiben az alap befektet a cégvadász által ajánlott vállalkozásba, a felderítő ötezer fontot kap vagy lehetőséget arra, hogy befektessen az alap mellé, emellett 10 százalékkal részesedik a cég hozamából, ha az meghaladja az ötszörös hozamot. Az alap emellett havi képzéseket rendez különböző témákban. A Backed VC londoni kockázatitőke-alap olyan közösségi vezetőket hív meg a cégvadászprogramjába, akik az általuk javasolt cégekbe történő befektetés esetén 25 ezer font kompenzációt kapnak, s az alap későbbiekben is törődik velük különböző rendezvényszervezés vagy vezetőképzés keretében. A Peak Capital 2021-ben indított cégvadászprogramjába öt személyt választott ki az első kohorszba, akik 100 ezer euró összegű tőkét kaptak befektetési célra. A cégvadászok az alap teljes hozamából részesednek bizonyos százalékkal, s többlethozam esetén minden, az adott kohorszban született ügyletből kapnak részesedést. Az alap havi üléseket szervez számukra, ahol megosztják egymással a tippeket és a befektetési tapasztalatokat, értékelik az ügyleteket, emellett havonta meghívást kapnak az alap csapatától, hogy megismerjék, hogyan hozza az alap a befektetési döntéseit. A Sequoiának a Capital elnevezésű cégvadászprogramja az Egyesült Államokban már több mint tíz éve működött, amikor 2020-ban európai irodát nyitott, itt is felállítva egy felderítő programot. Az alap 195 millió dollárt kezelő magvető alapjának egy részét e programnak szánja. A kiválasztott felderítőket két évig működő kohorszokba osztja be, ahol mindegyikük 100 ezer dollárt kap arra, hogy ezt az összeget ezen idő alatt előmagvető és magvető startupokba fektesse be szektorfüggetlen módon. Az alapnak Európában 24 felderítője működik. A felderítők kompenzációja a teljesítményükhöz igazodik, emellett a cégvadászok befektetési feljegyzéseikre visszajelzést kapnak a kohorszok többi tagjától. (A Sequioa cégvadászai többek között részt vettek a Stripe és az Uber cégek befektetéseinek előkészítésében – *Lewin–Osman* [2021].)

Bár kelet-közép-európai cégalapítók és angekok részt vesznek a nyugat-európai kockázatitőke-alapok cégvadászprogramjaiban, arra egyelőre kevés példa akad, amikor egy kelet-közép-európai kockázatitőke-alap indít Kelet-Közép-Európában cégvadászprogramot. Az egyetlen ismert

kelet-közép-európai felderítő program a Flashpoint kockázatitőke-alaphoz kötődik, amely Kelet-Közép-Európában, a Baltikumban, Finnországban és Izraelben fektet be tőkét. Az alap 2021-ben indította el felderítő programját. Eredetileg egy nyilvánosan meghirdetett programot tervezett, ahová bárki jelentkezhetett, azonban miután az alapkezelő elégedetlen volt azzal, hogy egy idő után a jelentkezők nagy számban kiestek, egy olyan zárt programra váltott át, amelyben csak előzetesen kiválogatott jelentkezők vehettek részt, s akiknek egy három hónapos próbaidőszakot ajánlott fel az alap. Ez alatt havi találkozókát szervezett a cégvadászok számára az elért eredmények és a hozott ügyletek megbeszélésére. Egy-egy befektetési régió felderítésével az alap egy-két felderítőt bízott meg. (A Tallinban működő felderítő Dimitri Sarle lett, a Startup Europe tanácsadó testületének tagja és egyben a Weekyaction. club nevű közösség alapítója, míg Varsóban Piotr Grabowski kapott megbízást a cégvadászatra, aki a Foddtech.ac alapítója volt.)

A felderítők díjazása az adott ügylet méretétől függ, de csak akkor jár, ha a három hónapos próbaidő után sor kerül a megbízásra. A díjazás mellett a felderítők jogosulttá válnak arra is, hogy befektessenek a Flashpoint számára a többi cégvadász által hozott összes cégbe. Az alap hozzájárul az elővizsgálat és bármely más tranzakció költségeihez, s a cégvadászok hozzáférést kapnak a Flashpoint hálózatához és azon platformjához, amelyen keresztül az alap forrásokat biztosít az alapban folyó finanszírozáshoz, jogi tevékenységhez, PR- és marketingfeladatok ellátásához, valamint a technológiai menedzseléshez. Az alap rendszeres találkozókát szervez a befektetési lehetőségek megbeszélésére és a megszerzett tudás egymás közötti megosztására. (A felderítő program nyomán jutott befektetéshez például a Growbots és a Bonuspay – *Lewin–Osman* [2021].)

Üzleti angyalokból lett egyszemélyes kockázatitőke-alapkezelők

A mikroméretű kockázatitőke-alapok speciális változatát képviselik azok a kockázatitőke-alapok, amelyek kezelését csupán egyetlen befektetési menedzser végzi. Ez utóbbi alapkezelők elnevezésére szolgál az *egyszemélyes alapkezelő*, azaz szóló kockázatitőke-alap-kezelő név. Ők jellemzően nagyobb alapokat kezelnek, mint a jelentős összegű be-

fektetéseket rendszeresen nyújtó üzleti angyalok és a mikroméretű kockázatitőke-alapok, s ennek megfelelően nagyobb összegű egyedi befektetésekre is tudnak vállalkozni. Valójában az egyszemélyes alapkezelők a magvető, az *A* fordulóbeli és a későbbi stádiumú tőkebefektetési fordulókbán a hagyományos – azaz több befektetési menedzsert alkalmazó – kockázatitőke-alapokkal versenyeznek. Az egyszemélyes alapkezelők által kezelt alapok mérete rendszerint meghaladja az 50 ezer dolláros küszöböt, míg az egy cégbe az egyes fordulókbán ötmillió dollárnál többet is befektethetnek. Valójában a nagyobb összegű befektetésekre rendszeresen vállalkozó üzleti angyalokból lesznek egyszemélyes kockázatitőke-alapkezelők. Ezek az egyszemélyes alapkezelők rendszerint eredetileg üzleti angyalként működtek, majd idővel kisebb kockázatitőke-alapokat hoztak létre. A tehetős üzleti angyalok eredetileg a kockázatitőke-alapok számára még nem elég nagy ügyleteket finanszírozták, de sok ilyen angyal az elmúlt évtizedben már kinőtte ezt az ügyletméretet: a magánszemélyként befektető üzleti angyalok idővel már nem csupán a legkorábbi fejlődési stádiumban tartó cégekbe fektettek be tőkét, hanem az *A* és a későbbi befektetési fordulókbán is. S nem csupán betették a saját tőkéjüket, hanem külön erre a célra alapot is létrehozottak. Így már nemcsak más kockázatitőke-alapok befektetési mellett vettek részt a startupok finanszírozásában, hanem gyakran épp ezen alapokkal versengve szereztek meg a vezető befektetői szerepkört, írták alá a befektetési feltételeket tartalmazó dokumentációt, még azt megelőzően, hogy a tőkét kereső vállalkozások bemutatkoztak volna a hagyományos kockázatitőke-alapok kezelőinek. A vállalkozások pedig sokszor inkább őket választották – esetenként más alapok mellett –, mivel az egyszemélyes alapkezelők nagyon gyors döntéseket tudnak hozni a befektetésekről, jobban tudnak az új befektetésekre koncentrálni és segíteni a portfóliójukba választott cégeknek. Esetükben nincs szükség a kezelést végző más munkatársakkal egyeztetni, így rugalmasak lehetnek a tulajdonosi képviselő terén, amikor bekerülnek a cégek igazgatótanácsaiba. Mivel az egyszemélyes alapkezelők alapjának mérete nagy valószínűséggel nem nő túlságosan nagy méretűre, alapjuk hatékony kezelése révén magasabb hozamot tudnak elérni (*Basu Trivedi* [2020]).

Európában még viszonylag kevés, bár egyre növekvő számú egyszemélyes kockázatitőke-alapkezelő működik. Többségük által kezelt tőke

alpmérete Amerikához képest kisebb, nem éri el az 50 millió eurót, bár van köztük 100 millió eurónál is nagyobb alapot kezelő is. Az európai egyszemélyes alapkezelők – amerikai társaikhoz hasonlóan – befektetőként igen nagy szabadságot élveznek, de egyúttal az általuk vállalt kockázat is nagyon nagy ahhoz a felelősséghez képest, mint ha csapat tagjaiként dolgoznának.

Kelet-Közép-Európában az Európában működő egyszemélyes alapkezelők közül csupán egy vált ismertté. Bogdan Iordache 20 millió euróval hozta létre alapját, amelynek felét már be is fektette. Tervei szerint az alapból közép-kelet-európai régióbeli cégeket fog finanszírozni, elsősorban Bulgáriában és Romániában. Ő alapította a legnagyobb szabású kelet-közép-európai technológiai konferenciát, a How To Webet (*Lewin [2022a]*).

Üzleti angyalok mikroméretű kockázatitőke-alapjai

A korábban *szuperangyalalapként* emlegetett alapokat a 2000-es év elejétől egyre inkább mikrométerű kockázatitőke-alapoknak kezdték nevezni az Egyesült Államokban. A gyakorlatban az 50 millió dollárnál kisebb vagyont kezelő alapokat szokták e kategóriába sorolni, bár egyes statisztikák a 25–100 millió dolláros alapokat tekintik mikrométerű kockázatitőke-alapoknak (*Scutak [2021]*).

A mikroalapok kezelői viszonylag kevés befektetési partnerrel dolgoznak, kifejezetten olyanokkal, akiknek korábbi tapasztalataik jelentősek a vállalkozások létrehozása és működtetése terén, azaz maguk is vállalkozók vagy befektetők voltak. Sokuk korábban vállalkozóként, felsővezetőként, üzleti angyalként vagy családi vagyonkezelő cég befektetési menedzsereként működött. Befektetőik között dominálnak a jelentősebb vagyona szert tett angyalok, valamint korábbi sikeres vállalkozásaikból nagyobb vagyona szert tevő vállalkozók.

A mikroalapok népszerűségüket azzal alapozták meg a 2010-es években, hogy egyre inkább a startupok kulcsfontosságú finanszírozóivá váltak, s egy-egy sikeres kiszállás mind ismertebbé tette őket. A mikroalapok a kockázatitőke-piacon kifejezetten a korai fázisú startupok finanszírozására koncentráltak, szemben a cégek egyre későbbi fejlődési szakaszát támogató és egyre nagyobb összegű alapo-

kat gyűjtő hagyományos kockázati tőke-alapokkal. Ugyancsak növelte a mikroalapok népszerűségét, hogy velük ellentétben a hagyományos kockázati tőke-alapok generalista megközelítéssel dolgoztak, azaz nem specializálódtak egy-egy szakterületre vagy ágazatra, így nem tudták mélyebben megismerni az új üzleti lehetőségeket, megtalálni a kisebb, de ígéretes piaci résekben felbukkanó potenciális projekteket. Végül a digitalizációs forradalom nyomán a mikroalapok mellett szőtt a startupok által igényelt befektetések méretének jelentős csökkenése, azaz hogy egy-egy cég felfejlesztéséhez a korábbi időszakhoz képest kisebb befektetés is elegendő (*Insead* [2017]).

A kevés és jól képzett befektetési szakemberből álló alapkezelők gyors és rugalmas döntéseket tudnak hozni. A mikroalapok egy-egy befektetési fordulóban viszonylag kis összeget tesznek be elsősorban a magvető szakaszban tartó cégekbe. Az egy cégbe történő befektetés összege 25 ezer és 500 ezer dollár körül mozog, bár esetenként egy-egy befektetés ennél nagyobb is lehet. Annak ellenére, hogy a befektetésekkel relatíve kis részesedésre tesznek szert, a később felértékelődő cégből történő kiszálláskor ez a kisebb részesedés is jelentős hozamot produkálhat számukra. Rendszerint egy-egy speciális szektorra vagy földrajzi területre koncentrálnak alakítják ki portfóliójukat, az érintett körben azonban széles kapcsolati hálót hoznak létre. Tekintve korlátozott forrásaikat, a mikroalapok portfóliója viszonylag szűk. Mivel viszonylag kevés cégbe fektetnek be, a hagyományos alapoknál sokkal jobban tudnak egy-egy cégükre figyelni. A befektetések kiválasztását és későbbi menedzselését korábbi tapasztalataik és jártasságuk révén nagy szakértelemmel hajtják végre. Testre szabott módon képesek portfóliócégeiknek segítséget nyújtani a fejlődésükhöz. Rendszerint nem egyedül, hanem innovatív cégek iránt érdeklődő más befektetőkkel együtt tevékenykednek, elsősorban egyénileg befektető üzleti angyalokkal, közösségi finanszírozási platformokon keresztül érkező más befektetőkkel, esetleg hagyományos kockázati tőke-alapokkal társulva (*M-accelerator* [2022]).

A mikroalapoknak ugyanakkor számos nehézséggel is meg kellett küzdeniük. Veszélyes a számukra az, hogy befektetésük az egyes cégekben a későbbi tőkeemelések során könnyen leértékelődhet, ha az általuk finanszírozott cég tulajdonosi köre felhígul. Ezért a mikroalapok igyekeztek *pro-rata* jogokat kikötni, azaz azt, hogy joguk legyen részesedésü-

ket a későbbi tőkefordulókban arányosan emelni. Különösen hátrányos számukra, hogy a befektetések beérése a kockázatitőke-ágazatban nagyon időigényes. Ezért az újabb tőkebevonáskor nem áll még rendelkezésükre olyan felmutatható korábbi eredmény, amely az alapok befektetőit meggyőzhetné a források ismételt odaítéléséről számukra. Ráadásul a legtöbb olyan intézményi befektető, amely kockázatitőke-alapokat finanszíroz, nagyon szigorú kritériumok szerint ítéli oda tőkét. Ezek között a sok évre visszamenően elért magas hozam, az egy alapba befektethető minimális összeg, az egy alapban elérhető maximális részesezés, valamint a tőkét közvetítők körében az alapok ismertsége egyaránt a mikroalapok tőkeellátása ellen szól (*Kauffman Fellows* [2020]). Ennek ellensúlyozására Európában a kormányzatok állami források odaítélésével is hozzájárultak a mikroalapok tőkegyűjtéséhez.

A PitchBook adatszolgáltató cég szerint az Egyesült Államokban a mikroalapok aránya a tőkegyűjtés terén 2021-ben érte el a legmagasabb értéket, majd súlyuk 2022-ben jelentősen visszaesett a 2020. évi szintre. A gazdasági válság hatására a mikroalapok jelentősége láthatóan meggyengült. A tőkegyűjtés az emelkedő kamatok mellett eleve sokkal nehezebbé vált, a kiszállások későbbre tolódtak, s a kisméretű alapok számára megnehezült a portfóliócégek tervezettnél tovább tartó finanszírozása is. A tőkegyűjtés szempontjából negatívan hatott a mikroalapokra, hogy a válság miatt a gazdag magánszemélyek befektethető szabad eszközökkel kevésbé kockázatos befektetéseket választottak, miközben az intézményi befektetők kockázati tőkére fordítható eszközei is leértékelődtek, s a kisebb volumenből az alapok befektetői elsősorban a már jól bevezetett, sokéves kapcsolataikat finanszírozzák, nem pedig a még kevés kiszállást és kevés lezárt alapot felmutató mikroméretű kockázatitőke-alapokat (*Temkin* [2023]).

A kockázatitőke-befektető intézmények evolúciója

A kockázati tőke eredetileg a korai fejlődési szakaszban tartó, nagy növekedési képességű cégek számára nyújtott forrásokat. Kritikus szerepet töltött be a cégek által a piacra bevezetni kívánt, jelentős innovációk megtestesítő új termékek sikerre vitelében, amelyhez – a későbbi jelentős hozam megszerzése reményében – tulajdoni hányad megszerzése

ellenében megelőlegezte a növekedéshez szükséges tőkét. A kockázati tőke részvétele elsősorban a finanszírozásra, valamint a cégek fejlődésének – ezen belül különösen a tervbe vett stratégiai irány követésének – az ellenőrzésére korlátozódott. Mivel a kockázati tőke-alapok számára a nagyobb alapterület és így a nagyobb számú portfóliócégbe történő befektetés a gyakorlatban magasabb hozamot kínált, a befektetések egyre inkább a cégek életének későbbi fejlődési szakaszai és a magasabb egyedi befektetést igénylő ügyletek felé tolódtak el. A kockázati tőke-alapok elfordulása miatt – a kis összegű befektetésekre egyedileg vállalkozó üzleti angyalok részvétele ellenére – ellátatlanul hagyott piaci rés betöltésére jelentek meg azok az üzleti inkubátorok, akcelátorok, amelyek már a legkorábbi fejlődési szakaszban hajlandók voltak az induló cégek számára mentorálást, számos szolgáltatást, kis összegű támogatást, illetve befektetéseket nyújtani. Míg a hagyományos inkubátorok inkább a korai stádiumú ötletek kidolgozását segítették, s főként fizikai szolgáltatásokat nyújtottak, addig az üzleti inkubátorok és akcelátorok az anyagi támogatás mellett mentorálást is végeztek, s többnyire részt kértek az akcelerált cégek tulajdoni hányadából. Valójában hidat képeztek a hagyományos inkubátorok és a kockázati tőke-befektetések között, azaz tevékenységükkel egy kiegészítő iparág jött létre.

Idővel egyre inkább erősödött a szinergiahatás az akcelátorok és a kockázati tőke-modellek között. Míg az üzleti inkubátorok és akcelátorok mindinkább kifejlesztették „finanszírozási lábukat”, addig a kockázati tőke-alapok kezelői egyre inkább kapcsolódtak az akcelátorok tevékenységéhez, s a velük való egyre szorosabb piaci – esetenként tulajdonosi – összekapcsolódással elérték, hogy a legígéretesebb cégekhez a többi kockázati tőke-befektetőt megelőzve férhessenek hozzá.

A fejlődés további állomását azok a startupstúdiók jelentették, amelyek az inkubáció, az akcelerálás és a kockázati tőke-befektetés elemeit egyaránt házon belül, saját stábjukat mozgósítva oldották meg, miközben többségi részesedést szereztek az általuk piacra vitt cégekben. A startupstúdiók sikerét látva nemcsak az akcelátorok és kockázati tőke-alapok indítottak ilyen „startupgyárakat”, hanem nagyvállalatok is (beleértve az internetes platformokból alakult konglomerátumokat), ezzel növelve tovább a hagyományos kockázati tőke-befektetők versenytársainak számát. Ugyancsak a kockázati tőke-alapok számára jelentettek egyre komolyabb konkurenciát az üzleti angyalok által kialakított olyan befektetési csoport-

tok, amelyek szindikált befektetéseik révén mindinkább képessé váltak a kockázatitőke-alapok befektetéseinek helyettesítésére.

Az üzleti inkubátorok, akcelerátorok, vállalkozási stúdiók és angyalalapok növekedésének és sikerének hatását ellensúlyozandó, a kockázatitőke-társaságok is fejlődésre kényszerültek. Míg korábban ezek az alapkezelők elsősorban saját pénzügyi jártasságukra és a potenciálisan szóba jöhető cégek alapítóinak információira hagyatkozva hozták meg befektetési döntéseiket, idővel egyre több olyan alapkezelő vett részt a befektetési döntésekben, akik saját vállalkozói, cégalapítói, üzemeltetői múltjuk során felhalmozott tapasztalataikat is kamatoztatni tudták. E befektetők operatív cégüzemeltetési és cégépítési tapasztalataik birtokában partneri viszonyt alakítottak ki portfóliócégek vezetőivel, és sokkal operatívabb szerepet vállaltak befektetéseik kezelésében. Azaz – szemben a nagyobb összegű alapokat kezelő, pusztán pénzügyi háttérrel rendelkező befektetőkkel – a kiválasztott cégek alapítóit jobban támogatva, folyamatosan részt vállaltak a vállalkozások mentorálásában, menedzselésében, piac- és hálózatépítésében. Ezek az „aktivista” kockázatitőke-befektetők tehát már nemcsak pénzügyi segítséget nyújtottak az általuk menedzselt cégek alapítói és menedzserei számára, hanem maguk is részt vettek a közös probléma megoldásában. *Így a korábbi passzív befektetői magatartással szemben kialakult egy ágazatspecifikus, pénzügyi és operatív tapasztalatokat ötvöző aktív menedzselést végző kockázatitőke-befektetési modell (Kleyner [2021]).*

8.

Nemzetközileg sikeres cégalapítók ismételt szerepvállalása az üzleti inkubációban

Mason–Harrison [2006] szerint a startupok felvásárlása jellemzően előmozdítja a cégalapító vállalkozók visszatérését az anyaországba. Erre akkor kerül sor, amikor a vállalkozói csapat elhagyja a mások által felvásárolt céget, s újonnan megszerzett vagyona egy részét újabb, ígéretes vállalkozási tevékenységekbe fekteti. Ez lehet egy másik üzleti vállalkozás alapítása, befektetővé válás mások által indított cégekben társalapítóként, üzleti angyalként vagy kockázatitőke-alap befektetőjeként. Emellett a korábbi alapítók a startupok piacán sok más módon is közreműködhetnek, például közösségi tevékenységek vagy intézmények támogatásával, civil kezdeményezésbe történő bekapcsolódással. Ez a vállalkozói „visszaforgás” kulcsfontosságú szerepet játszik a startupok regionális fejlesztésében (*Bahrami–Evans* [1995]). A szakirodalom ennek kapcsán *habituális*, azaz sorozat- vagy más néven portfólióvállalkozókról ír (*Wright és szerzőtársai* [1997], *Westhead–Wright* [1998]). A sikeresen piacra vitt vállalkozásukból a tőkét (vissza)nyerő alapító vállalkozók elsődleges forrásai az üzleti angyaloknak, hiszen egyszerre van pénzüik, üzleti tapasztalatuk és idejük. A hangsúly a rendszer visszatáplálásán van. Mindez alátámasztja a startupokból történő kilépések elemzésének fontosságát, az erről készült esettanulmányokból megismert mintakövetés lehetőségét, népszerűsítését. A vállalkozók „újrahasznosítása” rámutat, hogy a helyben született vállalkozások felvásárlása erőteljesen visszahat az adott régió gazdasági fejlődésére. (*Mason–Harrison* [2006]). Az alapítók visszakerülése a helyi vállalkozási környezetbe hozzájárulhat az adott vállalkozási kultúra elmélyítéséhez. A visszatérő sikeres vállalkozók gyakran úgy érzik, hogy maguk is felelősséggel tartoznak azon startupper piac megújításáért és fejlődésének felgyorsításáért, amelynek a felemelkedésüket köszönhetik.

Gompers és szerzőtársai [2010] bemutatja, hogy azok a cégalapítók, akik sikeresen szálltak ki korábbi vállalkozásaikból, később létrehozott cégeik esetében is sokkal nagyobb arányban lesznek sikeresek, mint a korábbi cégeik esetében kudarcot valló és ismételten vállalkozást indító társaik. *Gompers–Mukharlyamov* [2022] kutatása azt is igazolja, hogy a korábban sikeres vállalkozókból kockázatitőke-befektetővé váló szakemberek kockázati tőkésként is sikeresebben működnek, mint azon befektetőtársaik, akiknek nincs céges múltjuk. Az alapítóként elért teljesítmény tehát befolyásolja a kockázati tőkésként elért teljesítményt is. Sikerként a kutatók a tőzsdén keresztüli kilépést vagy a befektetett tőkéhez képest magasabb értékű kiszállást vették alapul.

Isenberg [2010] szerint már kisszámú startup sikeres kilépése is kedvezően hathat egy adott régió startupper piacára. Egyrészt mintát nyújt, másrészt növeli a szériavállalkozók, az üzleti angyalok, a kockázati tőkésék, az igazgatósági tagok, a tanácsadók és az üzleti mentorok számát. Valójában tehát a korábbi vállalkozásaikból kilépő cégalapítók, amikor új vállalkozást hoznak létre, hozzájárulnak az üzleti tevékenység bővüléséhez, s ez a vállalkozói tevékenység ösztönzi a következő vállalkozási hullámot, így újabb üzleti angyalok és kockázatitőke-alapok létrejöttét. Ebből logikailag az következik, hogy adott számú sikeres kilépés egy kis ország piacán nagyobb hatást gyakorol az ottani startupok piacára, mint egy nagy ország esetében (*Prohorovs* [2020]).

Az Accel Partners kockázatitőkealap-kezelő és a Dealroom adatszolgáltató cég 2023-ban európai és izraeli startupok körében készített felmérése ugyancsak az unikornisok saját régiójukra gyakorolt erőteljes hatását igazolja (*Accel* [2023]). A felmérésben szereplő 353, kockázati tőkével finanszírozott unikornis közül 221-nek az alapítói hoztak létre új céget, s együttesen 1171 új technológiai startup megalakulásához járultak hozzá. Európában és Izraelben az unikornisok alapítóinak közreműködésével átlagosan öt startup jött létre. Azaz az unikornisok erőteljesen „fűtik” a startupok környezetét, s hozzájárulnak azok következő generációjának létrejöttéhez. Európában a legtöbb utódcéget létrehozó unikornisok közé tartozik a Spotify, valamint a Delivero Hero, egyaránt 32 új cég létrehozásával. Ezzel az unikornisok Európában azt az Egyesült Államokban már megfigyelt trendet folytatták, hogy az ottani unikornisok alapítóiból és vezetőiből létrejövő „maffiának” elkevertelt vállalkozói kör rendkívül sok utódcéget hozott létre.

Az európai startup piacról készült State of European Tech 22 jelentés (*Atomico* [2023]) igen részletesen felmérte a startupalapítók ismételt piaci szerepvállalásának, azaz újrahasznosulásának kérdését. Az Európában működő közel hatezer cégalapító és 21 ezer cégvezető adatait feldolgozva az derült ki, hogy a cégalapítók 55, míg a cégvezetők 59 százaléka többgenerációs vállalkozási tapasztalattal rendelkezik, azaz két vagy több cégnél is szerzett már ismereteket arról, hogy hogyan kell céget alapítani és működtetni. Az alapítóknak és vezetőknek 22 százaléka dolgozott korábban unikornis cégnél, míg nemzetközi tapasztalatokat 42 százalékuk szerzett. Ezek a cégalapítók sokkal valószínűbben tudtak ismét unikornis céget felépíteni, azaz a meglévő vállalkozások sikere erőteljes indikátora a következő években várható cégalapításoknak. Az unikornisnál tapasztalatot szerzett alapítók és vezetők országok közötti megoszlása, az unikornisok aránya és az unikornisnál tapasztalatot szerzett alapítók és vezetők aránya az adott országban rendszerint együtt mozog. A kisebb ökoszisztémákban külföldre, szatellitirodába kiáramló alapítók aránya sokkal magasabb, mint a nagyobb országok esetében. Valójában az országok kölcsönösen összekapcsolódnak Európában, azaz egy belga, osztrák, holland vagy észt cég sikere pozitív hatást képes gyakorolni az egész európai kontinensre. Természetes hidak épülnek ki a különböző európai országok között, előmozdítva a startupcsomópontok fejlődését.

Ugyancsak az alapítók életútjának nyomon követésével igyekezett a tudás és a tőke újrahasznosítását felmérni 2022-ben a PitchBook adatszolgáltató (*PitchBook* [2019]). A felmérés 2006 januárjától 2016 novemberéig követte nyomon világszerte több mint 20 ezer olyan cégalapító sorsát, akiknek a céget kockázati tőke finanszírozta, s akik ezután a cégükből sikeresen ki tudtak lépni. A felmérés azt vizsgálta, hogy miután megtörtént a sikeres kilépés, az alapító visszakерült-e, s ha igen, milyen funkcióban került vissza a startuppiacra. Akár úgy, hogy új céget alapított, akár úgy, hogy üzleti angyallá vált, vagy pedig úgy, hogy kockázati tőke-alapot hozott létre. Az adatok 2019 végén azt mutatták, hogy az első sikeres kilépést követően a megkérdezettek közel 1,9 százaléka alapított új céget, 5,7 százaléka üzleti angyalként segítette elő új cégek létrehozását, míg 1,2 százaléka kockázati tőke-alapot kezelő cégen keresztül, azaz közvetve járult hozzá új cégek finanszírozásához.

Ugyanezt az elemzést 2022-ben ismét elvégezve az derült ki, hogy a sikeresen kilépő alapítóknak már 3,7 százaléka hozott létre új céget, 9,7 százaléka lett üzleti angyal, s 1,9 százaléka vett részt kockázatitőke-alap kezelő cég indításában. Mindez azt jelzi, hogy a sikeresen kilépő cégalapítók idővel egyre szívesebben foglalkoztak újra startupokkal. Többen választották az üzleti angyal-funkciót, mint a cégalapítást, mert ez kevesebb stresszel járt, és kevesebb időt igényelt a részükről, s kevésbé is kellett bekapcsolódniuk a kiválasztott cégek életébe. Némileg nőtt a sikeres cégalapítók körében a kockázati tőkésé válók aránya is, akiknek közel 2 százaléka igyekezett kivenni a részét ezen a módon az ökoszisztéma fejlesztéséből (Navas [2022]). E felmérés lényegében igazolta, hogy *a sikeres vállalkozók ismételt bekapcsolódása fontos szerepet tölt be az új startupok növekedésének előmozdításában és a kockázatitőke-ökoszisztéma fejlesztésében.*

A sikeres cégalapítók által indított új kockázatitőke-alapok nagyobb előrelépést jelentenek, mintha a korábbi cégeikből anyagiakban és tapasztalatokban gazdag cégalapítók „csak” új céget hoznának létre, illetve üzleti angyalként kamatoztatnák tudásukat. Valójában csak a legsikeresebbek és leggazdagabbak jutnak el odáig, hogy kockázatitőke-alapokat tudnak felállítani. Európában néhány tucat ilyen kockázatitőke-alap jött létre (8.1. táblázat). A Vauban internetes platformon 2022-ben készült felmérésből az derült ki, hogy megvizsgált 180 alapkezelőnél működő 379 befektetési szakember közel negyede korábban startupalapító volt (Lewin [2022a]).

A cégalapítók kockázatitőke-alapjainak létrehozása mögött az a tapasztalat áll, hogy Európának ugyanúgy szüksége van a már nagy jártasságot szerzett alapítók bekapcsolódására a vállalatok finanszírozásába, ahogyan az Amerikában már megszokottá vált. Míg azonban az Egyesült Államokban az alapkezelők 60 százaléka már maga is épített fel céget, addig az ilyen alapkezelők aránya Európában mindössze 8 százalék. A gyakorlatban az európai cégalapítókat sokszor elriasztja a kockázatitőke-alapok menedzselésétől az alapok merev életciklusa, a kollektív döntéshozatal és a portfóliócégek feletti kisebb ellenőrzési lehetőség. Ugyanakkor, ha megmaradnak az üzleti angyal-befektetések mellett, akkor ez csökkenti a befektethető összeg méretét. Ilyen értelemben Európában még nagyon sok az olyan „ki nem használt” alapító, aki túl sok tapasztalattal rendelkezik ahhoz, hogy egyszerűen csak egy másik cégnél dolgozzon vagy ott befektessen (Hodgson [2022b]).

8.1 táblázat

Kockázatitőke-alapot vagy családi alapkezelőt létrehozó cégalapítók, cégük és kockázatitőke-alapjuk vagy családi alapkezelőjük neve

Alapító neve	Sikeres cég neve	Kockázatitőke-alap neve
Daniel Ek	Spotify	Prima Materia
Lea-Sophie Cramer	Amorelie	Pink Capital, Startstrike Ventures
Ilkka Paananen	Supercell	Illusian (family office)
Christian Reber	Pitch	Interface
Niklas Jansen	Blinkist	Interface
Guillaume Pousaz	Checkout.com	Zinal Growth (family office)
Eric Demuth, Paul Klanschek, Christian Trummer	Bitpanda	Diamond Hand Ventures
Nick Storonsky	Revolut	Quantum Light Capital
David Helgason	Unity	Foobar (family office)
Xavier Niel	Iliad	Kima Ventures
Fabian Heilmann, Ferry Heilmann	Forto	AENU
Niklas Adalberth	Klarna	Norrskan Foundation
Sebastian Siemakowski	Klarna	Flat Capital
Ross Mason	Mulesoft	Dug Ventures (family office)
Adriaan Mol	Mollie, Messagebird	Spacetime
Paul Forster	Indeed	family office
Taavet Hinrikus	Wise	Taavet +Sten, Prular
Sten Tamkivi	Teleport	Taavet + Sten, Prular
Niklas Zennström	Skype	Atomico
Corinne Vigreux, Harold Goddijn	Tom Tom	Rinkelberg Capital (family office)

Forrás: Lewin,–Nicol-Schwarz [2023].

Sikeres vállalkozók „újrahasznosítása” Kelet-Közép-Európában

Amikor 2011-ben a Microsoft megvásárolta a Skype céget, ez rendkívül erős hatás gyakorolt az észak-európai startup-ökoszisztémára, ahol 2022-ig már hét unikornis született (Skype, Wise, Monese, Bolt, Pipedrive, Starship, Veriff). Ez a Skype-hatás jól mutatja, hogy a leg-

sikeresebb technológiai startupok munkavállalóinak tőkéje és tudása szétterjed a kapcsolati hálókön keresztül, és ezzel támogatja a következő generációs cégalapítók fejlődését. Ilyen hatás nemcsak Észtországban, hanem a régió más országaiban is érvényesült. Például Bulgáriában, ahol 2015-ben a Teleriket megvette a Progress. A Telerik „maffia” működése hét évvel később egy sor magasra értékelt cég születését eredményezte. A Telerik „maffia” ugyanis 2022-ig már közel 40 technológiai cégbe fektetett be tőkét Bulgáriában, beleértve az unikornissá vált Payhawk, GTMHub, OfficeRnD és az SMSBump cégeket. Az Icanpreneur digitális akcelerátor is egy ilyen befektetés volt 2021-ben négy Telerik-munkatárs részvételével. E cég 200 ezer eurós angyalbefektetést zárt 2022-ben, amelyhez csatlakozott több, volt Telerik-dolgozó (*Ivanovna* [2022]). Természetesen a „maffiahatás” nem automatikus, ehhez az is kell, hogy a dolgozók megfelelő részesedést kapjanak a részvényprogramokon keresztül (*Digital Poland* [2022] 31. o.).

Az egyes térségekben a létrejövő unikornisok gazdaságfejlesztő szerepét az is alátámasztja, hogy az alapítók miután korábbi unikornis cégeikből kiszállnak, rendszerint saját származási országukat részesítik előnyben újabb cégek megalapításakor. Több mint 5500 korábban unikornis cégnél dolgozó európai cégalapító adatainak 2021-es felméréséből az derült ki, hogy átlagosan 60 százalékuk ugyanabban az országban hozta létre újabb cégét, ahol a korábit. A cseh, lengyel, észt és román alapítók több mint fele is ismét saját országában indított vállalkozást (*Atomico* [2022a] 10. o.). Európában az unikornis-alapítók a legtöbb utódcéget Londonban hozták létre (*Brown* [2023]). A Tallinban alapított négy unikornis korábbi vezetői és dolgozói összesen 37 utódstartupot hoztak létre, amelyek 38 százalékát Tallinban alapították (*Dragov* [2022]). (A 8.2. táblázatban legtöbb kelet-közép-európai utódcéget létrehozó unikornisok listája látható.) A felmérés fontos további tanulsága, hogy azon utódcégek, amelyek alapítói korábbi unikornisok alapítói voltak, sokkal könnyebben tudtak kockázatitőke-befektetést szerezni, mint a kevésbé tapasztalt alapítók.

Kelet-Közép-Európa szempontjából nemcsak a Skype cég, hanem a TransferWise „maffia” működése is kiemelkedő fontosságú, ahonnan a korábbi alkalmazottak közül 11 fő alapított új cégeket (Michele Esposito, Tariq Rauf, Victor Trokoudes, Mart Abramov, Sergei

8.2. táblázat

Kelet-Közép-Európából származó unikornisok alapítói által később létrehozott új cégek száma, születési helye és neve

Unikornis	Új cégek száma	Származási hely	Új cégek közé tartozó vállalkozások
Skype	22	Tallin	Wise, Starrship Technologies, Oriente, Wire, Radio, Certific, Workato, HLPY, Space Ape Games, Symphony, Teleport, Bolt, Tech London Adv, The Parmana Col, Codio, Outfunnel, Artmyn, Boticca, Perzo, Alan, Planet os, Synthetic Media, MyHeritage, Shoperb, LimeRoad, Narrativa, Saltside Techno, Augnet, Hive, Kopernikus Auto, Cellity, Owl, Timesulin, Chilango, Job Today, IntelligenceX, PerfectLine, Prevue, Productive
Wise	22	Tallin (London)	Plum, Candu, Finanzfluss, Producement, Qatalog, Manual.co, Salv, Grip Fertility, TaxScouts, Grünfin, Lightyear, Uprise
Bolt	11	Tallin	NFTPort, Onepilot, binderr, Adam technology, Money:care, Swapp, Bilanceapp, La Tournée, Fuzey, Quiver, Eushopa
LogMeIn	8	Budapest	Qualaroo, Blueopes, Shapr3D, GritVirtual, LeadGnome, GrowthHackers, Simply, One AI
UiPath	7	Bukarest	Atomic, LeafRound, Actyv.ai, TapprNetwork B, waldorflabs, Hireproof Oy, Aptanx
Wolt	6	Helsinki (Tallin)	Talentrator, Stray Robots, Memmo.me, Amano app, Cue
Vinted	5	Vilnius	Combyne, Kodo Linija, Menum, Tipit, Qoorio
Grammarly	2	Kijev	Demand Curve, Maged

Forrás: saját összeállítás az Dealroom [2022c] és az Accel [2023] alapján.

Rumjantsev, Taavi Tamkivi, Jeff McClelland, Erko Rristein, Jordan Vladma, George Pallis, Arno Kiegler) (*Woodford* [2021]).

Taavet Hinrikus, a TransferWise (későbbi nevén Wise) társalapítója és Sten Tamkivi, aki a Teleport cég társalapítója volt, 2021-ben egyesítette cégfinanszírozásra szánt tőkéjét, s egy új, Taavet+Sten elnevezésű kockázati tőke-alapot hozott létre. (Portfóliója tartalmazta a legnagyobb észt cégeket, így egyaránt beletartozott az időközben unikornis státust elért Bolt, Veriff, Skeleton Technologies és Zego, valamint néhány olyan nagyon kicsiny magvető alap is, mint a Tiny VC.) Mielőtt még összefogtak volna, mindkét cégalapító külön-külön is jelentős üz-

letiangyal-portfóliót hozott létre. Hinrikus közel 150 üzletiangyal-ügyletben vett részt, Tamkivi pedig 40-50 esetben fektetett be angyalként. A közös alapon rajtuk kívül nem szerepelnek külső befektetők, így a két vezető maga dönthet alapjaik befektetéseiről, amelyekben sokkal aktívabb szerepet vállalnak, mint tették ezt korábban angyalként, s bevallásuk szerint a cégeket is sokkal nagyobb gonddal választják ki. Közös alapjukból évente több tucat cégbe fektetnek be a 500 ezer és 2 millió euró közötti összeget. Ezek már nem előmagvető szakaszú, hanem korai fázisú vállalkozásokba történő befektetések, illetve minialapokba, s ezen keresztül a cégekbe (*Lewin [2022b]*).

Ugyanezen két korábbi cégalapító mellé 2022-ben további két sikeres alapító is betársult, s Plural néven együtt egy új, 250 millió euró nagyságú kockázatitőke-alapot hoztak létre. (A csatlakozó Ian Hogarth a Songkick társalapítója volt, s 100-nál is több angyalbefektetéssel rendelkezett, míg Khales Helioui a Bigpoint vezérigazgatójának angyalbefektetési között a Delivero, az Onfido vagy a Remote.com cég szerepelt.) Az alap külső befektetői között egyetemi alapítványok és startupalapítók egyaránt megjelentek. Az alap különleges vonása, hogy tulajdonosai maguk dönthetnek a befektetéseikről. Terveik szerint évi négy-öt ügyletet tudnak majd elindítani, nagyon személyre szabottan foglalkozva a cégekkel.

Kelet-Közép-Európa szempontjából ugyancsak figyelmet érdemel, hogy Daniel Dines, a román UiPath unikornis társalapító-vezérigazgatója üzleti angyalként továbbra is folytatja tevékenységét az Egyesült Államokban és Európában. (Portfóliójában megtalálható az amerikai MaintainX, DoNotPay, Taktile, Klarity, a szerb Trickest és a német Avi Medical, MedTech, Luminovo, valamint a román One United Properties.) A 2005-ben alapított UiPath az általa létrehozott nagyvállalati kockázatitőke-alap, az UiPath Ventures révén immár növekedési szakaszban tartó technológiai startupokba fektet be az *A* fordulótól egészen a tőzsdei kilépés előtt álló cégekig (*Vrabie [2022a], [2022b]*). (E befektetések egyik példája az airSlate cégbe történt 48 millió eurós befektetés.)

Az eredetileg még üzletiangyal-alapként befektető unikornisalapítók által finanszírozott Specialist VC kockázatitőke-alap 2022-ben jelentette be az 50 millió euróval történt alapjának zárását. A Specialist VC – amely korábban United Angels VC néven működött – 2022-ben

már a második alapját hozta létre. (Az elsőt még 2018-ban hozták létre az alapítók, amely immár 45 befektetést hajtott végre. Ezek közé az időközben unikornissá vált Bolt és Veriff, valamint a Starship és a Comodule, Monese és NFTPort cégek tartoztak.) A második alap befektetői között megtalálható számos kelet-közép-európai unikornis alapítója és korai munkatársa. (Így többek között a Bolt, a Vinted, a Veriff, a Wise, a Pipedrive, a Slack és az F-Secure cégek létrehozói). Az alaphoz az alapítókön kívül számos intézményi finanszírozó is csatlakozott befektetőként (így az LHV Pension Fund és az European Investment Fund, a Pan-European Guarantee Fund és a Baltic Innovation Fund II.) (Paul [2022]).

A Pipedrive „maffia” által létrehozott Honey Badger Capital egy olyan angyalszindikátus, amely Észtországban jött létre Helery Pops, a Pipedrive unikornis korábbi termékmenedzsere kezdeményezésére és alapításával. (A szindikátusban rajta kívül olyan, egykori Pipedrive-dolgozók is részt vesznek, mint Martin Henk, Ragnar Sass és Martin Tajur.) A Honey Badger 50 ezer és 150 ezer eurós befektetéseket hajt végre magvető szakaszban tartó startupokba, elsősorban közép-kelet-európai cégek alapítói mellé angyaltőkével beszállva. (Befektetési közé tartozik a Patchstack, a Parnu és a Münt vállalkozás.) (Partington [2021])

Magyar vonatkozású hír, hogy Fehér Gyula, aki a Ustream alapítójaként cégét 2016-ban eladta az IBM-nek, befektetőként kívánta folytatni a tevékenységét. Ehhez 2019-ben felkérte Pistyur Veronikát – a Bridge Budapest nonprofit üzletikultúra-formáló szervezet vezetőjét –, hogy 10 millió eurós tőkével hozzák létre együtt az Oktogon Ventures kockázatitőke-alapot, amelyet a későbbiekben 20 millió euróra terveztek. Az induláshoz Fehér Gyula saját vagyonából másfél millió eurót tett be. Az alap befektetői cégalapítók voltak. (Több olyan magyar milliárdos, mint például Gerendai Károly Sziget-alapító, a Lakatos család vagyonkezelőjén keresztül Lakatos Péter a Vidoton társtulajdonosa és társvezérigazgatója, valamint fia, Lakatos Dávid, akinek korábbi cégét a Dropbox vásárolta fel, s aki az unikornis státusú Formlabs fejlesztési igazgatója.) Az alap 150 ezer és 1 millió eurós befektetéseket kívánt 20-25 százalékos részesedésért befektetni korai stádiumban tartó startupokba Kelet-Közép-Európában (Emerging Europe [2019], Sándor [2019]). Az Oktogon Ventures 2023 májusáig összesen 4,2 millió eurót

helyezett ki. Befektetései között szerepel a Bitrise, a Recart, az Enduraid, a Bitninja, a Matusko, a Cleango, a Scaleflex, a Linear Labs, a Colossyan, a Flitinvest, az AMG, a Deligo, a Teamlift, a Volteum, a Muj Fres és a Genomate cég.) (G. Tóth [2023]).

Az üzleti hírekből már jól kirajzolódik, hogy a kelet-közép-európai régióban is tisztán megfigyelhető a cégalapítók fent leírt „visszaforogásának” a folyamata. Az innen elszármazó sikeres cégalapítók több generációja tanulta meg, hogy hogyan lehet sikeressé tenni cégeket. A növekedési modell fontos összetevője – a jelentős összegű kockázati tőke mellett – a tapasztalt fejlesztőkből és a korábban kivándorolt alapítókból és vezető alkalmazottakból álló megfelelő kínálat. Valójában már minden régióbeli országnak van nem is egy, olyan „sztárrá” vált saját alapítója, aki köré egész cégháló épült. A hólabdaszerűen épülő régiós cégek szövedékét mutatja be a 8.3. táblázat.

8.3. táblázat

Sikeres vállalkozók és vezetők kiszállást követően a közelmúltban alapított új cégei Kelet-Közép-Európában

Első cég	Követő cégek
Allegro (lengyel)	Fandla, Beit, Merxu, Autenti
Skype (észti)	Starship Technologies, Teleport, Bolt, Planet OS, Wise
Wise (észti)	Salv, Producement, Rendin
Pipedrive (észti)	Outfunnel, Lift99, Klaus
LogMeIn (magyar)	Sharp3D, Cloudstorm, Bridge Budapest*

* Civil szervezet.

Forrás: Dealroom [2021a] 14. o.

A tehetséges és jól képzett szoftverfejlesztők viszonylag magas száma és foglalkoztatásának alacsonyabb költsége megkönnyíti a nemzetközi kockázati tőke-befektetőktől finanszírozáshoz jutó régióbeli cégek számára, hogy megerősödjének. E cégek sikeréhez tehát nagyszámú startupperre, azaz olyan vállalkozóra van szükség, aki technológiai cége indításakor egymillió eurós befektetést tud szerezni és gyors növekedést elérni. A sikertörténetek feltétele, hogy az alapítók tulajdonosi hányada ne csökkenjen a startupok több egymást követő finanszírozási fordulója során annyira, hogy ez a kiszálláskor megakadályozza a cégalapítók vagyonossá válását. Egy, az ötven legnagyobb

európai technológiai céget vizsgáló kutatás szerint, a magvető szakaszban az alapítók még közel egyharmados (31,5 százalék) tőkerésze az *A* fordulót követően jóval húsz százalék alá (16,9 százalék) esik vissza, a *B* forduló után a tíz százalékot alig haladja meg (11,9 százalék), a *C* fordulót követően pedig már alig csökken tovább (9,9 százalék) (*Atomico* [2020], [2021]). Egy unikornissá vált cég esetében már az átlagos egyharmados alapítói hányad 10 százalékra csökkenése is komoly vagyonszerzést teszi lehetővé. (A kelet-közép-európai cégekről nem áll rendelkezésre külön adat.)

9.

A startupok működési környezete – a gazdaságpolitika előtt álló feladatok

2021 tavaszán az Európai Bizottság a nemzeti kormányok nyomására egy új kezdeményezést indított a startupok számára kedvezőbb szakpolitikák előmozdítása érdekében. A *Startup Nations Standard (SNS)* elnevezésű kezdeményezés annak a törekvésnek a jegyében született, hogy a csatlakozó országok változtassák meg mindazon szabályozásait, amelyek akadályozzák a startupok létrejöttét és megerősödését (EC [2021]). Ennek érdekében a csatlakozó országok vállalták, hogy ki-, illetve átdolgozzák a maguk számára azokat a jogszabálytervezeteiket, amelyek az Európai Unió egyes országaiban vagy Európán kívül már beváltak. A tagországoknak nem volt kötelező a kezdeményezéshez csatlakozniuk, de mivel ez megkönnyítette, hogy szakpolitikusaik a startupok számára kedvezőbb jogszabályokat dolgozzanak ki, illetve alakítsanak át, így azonnal 25 európai tagország csatlakozott a kezdeményezéshez.

Az egyes országok a legjobb gyakorlatok egymás közötti megosztásával kívánják elérni a „startupnemzetté” válást. Emellett technikai segítséget nyújtanak egymásnak a változtatások gyakorlati bevezetéséhez, s folyamatosan figyelemmel kísérik a célok megvalósulását. A közös deklaráció azt várja el a kormányoktól, hogy megfelelő minták népszerűsítésével is segítsék elő a startupok létrejöttét, így például olyan díjak alapításával, amelyek ösztönzik és elismerik a startupközösség sokféleségét. Ugyancsak elvárás, hogy az országok célzott ösztönzőket alakítsanak ki a hátrányos helyzetű lakosságcsoportok számára az új cégek alapításánál. Mozdítsák a startupokat, hogy vegyék fel a harcot a marginalizálódás és a kizáródás ellen a társadalomban, ami az alacsony jövedelmek, rossz minőségű oktatás, a területi elszigetelődés, a hátrányos kultúra és különböző fogyatékoságok miatt alakult ki (Steinschaden [2023]).

A Startup Nations Standard kezdeményezést aláíró európai országok konkrétan azzal igyekeznek segíteni a startupok számára kedvező környezet kialakítását, hogy

- biztosítják a startupok gyors, egyszerű és olcsó megalakulását, segítik a piacra vonzani és ott megtartani a tehetséges cégalapítókat és vállalatvezetőket;

- kedvező részvényopciós konstrukciókkal javítják a munkavállalók és a cégtulajdonosok érdekeltségét;

- az innovációs kezdeményezések számára szabályozási „játékerter” biztosítanak;

- a közbeszerzéseken történő részvételt a startupok számára is lehetővé teszik;

- a tőkéhez jutás lehetőségét a fejlődésük kezdeti szakaszában tartó cégek számára is biztosítják;

- a demokratikus értékek védelmével a társadalom széles rétegei számára lehetővé teszik a startupok világába való bekapcsolódást; s végül

- hozzájárulnak a digitalizáció széles körű elterjedéséhez.

A kezdeményezés nyomán 2021-ben létrejött az Európai Startup Nemzetek Szövetsége (*European Startup Nations Alliance, ESNA*), amelyhez – a 2023 áprilisáig az SNS-t időközben aláíró 26 EU-tagállam és Izland képviselői közül – hat ország kormánya csatlakozott (*Wanat [2023a]*). Várható, hogy a startupok fejlesztését elősegítő szakpolitikai kezdeményezések terén ez a szervezet tölti majd be az Európai Unióban a vezető szerepet.⁴⁰ E lisszaboni székhelyű szervezet nyomon követi majd a startupok szempontjából kritikus szakpolitikai területeken a legjobb gyakorlatok előrehaladását, valamint a tapasztalatok és a joganyagok kormányok közötti megosztását. A szervezetet tehát kifejezetten a szakpolitikai célok és prioritások végrehajtásának elősegítésére hozták létre (*Browne [2021]*). A 2021 decemberében bejegyzett szervezet 2022 au-

⁴⁰ Az EU Startup Nation Standard nem az egyetlen szakpolitikai eszköz, amely az EU 2014-ben útjára bocsátott Startup Europe nevű kezdeményezését támogatja a hightech startupok, scaleupok, befektetők, akcelerátorok, nagyvállalati hálózatok, egyetemek és a média közötti együttműködését. Ugyanezt a célt szolgálja az EU által anyagilag támogatott Innovation Radar és a Digital Innovation and Scale-up Initiative (DISC) is. A kezdeményezés összhangban áll az EU kis- és középvállalatokkal kapcsolatos stratégiájával (*EC [2122]*).

gusztusában vált igazán működőképessé, amikor az Európai Bizottság Horizon Europe programjából egymillió eurós támogatást kapott. Azon tagállamok, amelyek miniszteriális szinten írták alá a kezdeményezést, a szövetségbe helyi szervezetet delegálhatnak.

A kezdeményezés értelmében a startupokat abban is támogatni kell, hogy etnikum, vallás, életkor, szexuális orientáció és nemi alapon is sokszínű munkahelyeket hozzanak létre. Magyarország a sokszínűség fontosságát hangsúlyozó bekezdés miatt azonban nem csatlakozott a Startup National Standard of Excellence (SNS) által képviselt legjobb gyakorlatok megosztását célzó startupbarát szakpolitikákhoz. A startupok magyarországi képviselője, a Startup Hungary ugyan részt vehet a találkozókön, de sokkal nehezebben juthat hozzá a kidolgozott jogszabályok részleteihez és alakíthat ki kapcsolatot az adott szabályozási terület szakértőivel (*Gólya* [2023]).

A startupok létrejöttét és hatékony működését elősegítő gazdaságpolitikai intézkedések

Az ESNA által összeállított feladatcsomag világosan jelzi, hogy egyes kormányoknak mely területeken van lehetőségük a startupok létrejöttét és működését szabályozási téren előmozdítani. A szervezet nyolc pontban foglalta össze, hogy a legjobb gyakorlatok alapján mely intézkedésekkel lehet eredményeket elérni (*Browne* [2021]).

1. A startupok létrehozásának felgyorsítása és piacra lépésének egyszerűsítése olyan módon, hogy a regisztráció ne vegyen igénybe egy napnál többet, ne kerüljön 100 eurónál többre. A regisztrációhoz jöjjön létre egy olyan gyorsító sáv, ahol a vállalkozók egy internetes helyen az előírásokról minden releváns információt egyszerre megkapnak, s szükség esetén adminisztratív segítséget is kérhetnek. Különösen a határokon átnyúló dokumentáció kidolgozásához és a más országokkal történő kölcsönös elismeréshez benyújthatók legyenek olyan jogi dokumentumok, amelyek igazolják a más országbeli leányvállalat vagy iroda létrehozásakor a startupok bejelentésének érvényességét.

2. A megfelelő szakértelemmel rendelkező tehetséges vállalati szakemberek, tapasztalt cégalapítók és befektetők számára lehetővé kell tenni olyan vízumkonstrukciók bürokráciamentes gyors igény-

bevételét, amelyek révén az országok a számukra fontos szakembereket a piacukra tudják vonzani, beleértve a már korábban külföldön vállalkozó, ezáltal számottevő vállalkozási tapasztalatra szert tett cégalapítók hazacsábítását.

3. A kormányok a részvényopciók szabályozását oly módon alakítsák át, amely lehetővé teszi a startupok alkalmazottainak részvételét a számukra előnyös alkalmazotti részvényopciós programokban (*Employee Stock Ownership Plan, ESOP*). Ezek tőkejövedelmének adóvonzata ne az opciós jog megszerzésekor, hanem annak gyakorlásakor, azaz a részvények eladásakor merüljön fel. Legyen lehetőség a startupok részéről olyan részvényopciók kibocsátására, amelyek nem rendelkeznek szavazati joggal, hogy elkerülhető legyen a nagyszámú kizrészvényes által okozott adminisztratív teher.

4. Fontos, hogy a technológiai újdonságokat létrehozó és bevezető startupoknak legyen módjuk egy könnyített terepen – úgynevezett szabályozási homokozóban – kipróbálni a terméküket olyan szektorokban, ahol az innováció a szabályozó főhatósággal együttműködve tesztelhető.

5. Az állam által kiírt közbeszerzési eljárások terén a verseny erősítésével és az adminisztratív terhek csökkentésével az innovációs közbeszerzésben történő részvételt is célszerű megkönnyíteni a startupok számára.

6. Számos területen a startupok számára az elérhető tőke mennyiségének és sokféleségének biztosításával segíteni kell a finanszírozási források megszerzését. Így például a startupok és az azokat finanszírozó kockázati tőke-alapok számára lehetővé kell tenni az európai uniós helyreállítási alapok felhasználását. A startupok számára kedvező módon át kell alakítani a nagy értékű megtakarításokat kezelő intézmények kockázati tőke-alapokba történő befektetéseire vonatkozó előírásokat. Lehetővé kell tenni a startupokat finanszírozó üzleti angyalok adókedvezményekben részesítését.

7. A társadalmi egyenlőtlenségeket csökkenteni kell a startupalapítók és csapataik összetételében a sokféleség előmozdításával, a hátrányos helyzetű társadalmi rétegek bekapcsolódásának elősegítésével.

8. Közvetett módon a kormányzati szolgáltatások digitalizálásával is elő kell mozdítani a startupok fejlődését. Lehetővé kell tenni, hogy digitalizált módon, papírmunka nélkül történjen az ügyintézés minden területen, így például a személyazonossági iratok kiállítása, a társada-

lombiztosítási ügyek intézése, az adók befizetése, a vízumok igénylése, az autózvezetői jogosítványok megújítása, a lakásnyilvántartás vagy a cégek bejelentése terén.

A fenti elvek helyesek, de gyakran „jó tanács” jellegűek, hatásosságukról még kevés a tapasztalat.

A részvényre átváltható hitel

Igen sok startup számára problémát jelent az, hogy a kezdeti, jellemzően 150 ezer és 500 ezer eurós, korai fázisban megkapott finanszírozása után a további fejlődéséhez újabb körös befektetésre van szüksége. A termékfejlesztéshez, az engedélyeztetéshez vagy a piacra lépéshez, esetleg már a nemzetközi terjeszkedéshez ugyanis szükség lenne további tőkére. Ebben a szakaszban azonban bankhitelt a startupok még nem tudnak felvenni, mert nem rendelkeznek megfelelő fedezettel, viszont a későbbi szakaszt jellemzően finanszírozó kockázatitőke-alapok kezelőit még nem tudják meggyőzni arról, hogy nagy valószínűséggel gyors ütemben fognak növekedni, s ezzel a tőlük kapott befektetést értékesebbé tudják tenni. Ekkor van szükség olyan, kis összegű befektetésre hajlandó üzletiangular-befektetőkre vagy kockázati tőkésekre, akiknek még nincs részesedésük e cégekben, de bíznak későbbi sikerükben, s ezért hajlandók lennének részvényre átváltható hitelt (*Simple Agreement for Future Equity, SAFE*) nyújtani. Az átválthatóság azt jelenti, hogy amennyiben a cég sikeresen fejlődik, az első olyan alkalommal, amikor – a cég felértékelését követően – újabb részvénytőke bevonására kerül sor, az átválthatóság reményében nyújtott hitelt a hitelezők részvénné alakítják át, s ezzel ténylegesen is a hitelezett cég tulajdonosaivá válnak. Mivel az átváltható hitel nyújtásával a hitelező befektetők jelentős kockázatot vállalnak, ezért a többi tőkebefektetőhöz képest kedvezőbb feltételekkel tudják hitelüket részvényre konvertálni. Ha azonban az átváltható hitelezett cég nem fejlődik az eredeti elképzelések szerint, akkor a befektetők által nyújtott hitel ténylegesen is hitellé válik, azaz azt az előre meghatározott lejáratkor az előre megállapított kamattal együtt vissza kell fizetni. (Az életciklusuk fejlettebb szakaszában tartó, tőkeerősebb vállalkozások számára nyújtható *mezzanine* hitelek ha-

sonló logika alapján működnek, csak esetükben a cégek már a hitel nyújtásakor is hitelképesek, legfeljebb a tulajdonosi szerkezetüket nem kívánják valamilyen okból felhívítani.)

Ha azonban valamely országban a részvénné konvertálható hitelek/kötvények szabályozása a cégekben eredetileg nem tulajdonos befektetők számára nem megoldott – pontosabban a hitelezést csak hitelnyújtásra szakosodott piaci szereplők végezhetik –, akkor az életük legkorábbi szakaszában tartó vállalkozások elesnek egy hasznos tőkebevonási lehetőségtől. Emiatt sok ígéretes cég végül nem válik sikeres startuppá. Ezt a hiányt felismerve dolgozta ki az Egyesült Államokban az Y Combinator a már említett Simple Agreement for Future Equity (SAFE) konstrukciót, az 500 Startup nevű cég pedig az Keep It Simple Security (KISS) konstrukciót, amelyeket azóta a fiatal vállalkozások világszerte használnak a kezdeti fejlődésükhöz szükséges tőke bevonására. Nem véletlen, hogy a kidolgozás idején a konstrukciót előállító mindkét szervezet akcelerátorként (és kockázatitőke-alapként) működött, mert így maguk is szembesültek azzal a problémával, hogy az általuk akcelerálásra kiválasztott cégek számára mekkora nehézséget jelent a fejlődés kezdeti szakaszában a tőke bevonása. A két konstrukció nem sokban tér el egymástól, mivel mindkettő logikája azonos, legfeljebb az utóbbi egy árnyalatnyival jobban védi a befektetők érdekeit. [A KISS ugyanis tartalmazza az Most Favoured Nations (MFN) klauzulát is, amely a lefelé irányuló védelmet növeli a befektető számára, azaz azt az esetet, amikor a jövőbeli tőkebevonás alacsonyabb értéken történik. Ilyen esetben az átváltáskor a hitelező nem juthat a többi befektetőnél rosszabb feltételekkel a részvényekhez, s a legalább egymillió eurót elérő részvénytőke-befektetéskor automatikusan elsőbbségi részvényekre váltják át a hitelt.] A határozatlan futamidejű és kamatmentes SAFE-konstrukció lehetővé teszi a hitelt nyújtó befektetőknek, hogy egy jövőbeli időpontban elsőbbségi részvényt vásároljanak az általuk hitelezett vállalkozásban. A részvény megvásárlására akkor kerül sor, amikor egyébként is megtörténik a vállalkozás újabb finanszírozási fordulója, vagy amikor a céget felvásárolják, esetleg a hitelezett cég kilép a tőzsdére. A SAFE által lehetővé tett halasztott átváltás egyúttal azt is biztosítja a felek számára, hogy a szerződés megkötésekor még ne kelljen felértékelni a befektetésben részesülő céget, továbbá hogy a befektetéshez kapcsolódó feltételeket se kelljen részletekbe menő-

en kidolgozni. Ezért az ügylet megkötésekor nincs szükség külső tanácsadó cégek és jogi irodák bevonására, ami kifejezetten olcsóvá teszi a SAFE-megállapodást.

A SAFE-konstrukció két fontos jellemzője az úgynevezett értékelési felső határ (*valuation cap*) és a leszámítolási ráta (*discount rate*). Az előbbi azt a maximális összeget tartalmazza, amelyet a jövőbeli átváltáskor a befektető majd az elsőbbségi részvényért fizet függetlenül attól, hogy akkor éppen hogyan alakul a cég értékelése. A diszkontráta pedig azt a kedvezményt jelöli, amelyre az újabb részvényfinanszírozási körben a hitelező jogosult lesz a részvények vételárából. Amennyiben a hitelezett cég még az újabb befektetési kör előtt megszűnik, a hitelezők a felszámoláskor a többi részvényeshez képest elsőbbséget élveznek. Ez nem jelenti azt, hogy ha a cég tönkre megy, ne veszíthetnék el a teljes befektetett összeget. A SAFE nem nyújt a hitelezőknek ugyanolyan szintű védelmet, mint a részvényeseknek, beleértve az igazgatóságbeli részvételt és a részvénytulajdon felhígulása elleni kikötéseket. Amíg nem kerül sor az első tőkebevonási eseményre, addig az átváltható hitel nyújtói nagyobb kockázatnak vannak kitéve, mint a cég részvényesei.

A SAFE abban különbözik az átváltható kötvényektől – amelyek ugyancsak a hitel egy későbbi időpontban történő átváltását teszik lehetővé –, hogy nem rendelkezik sem lejáratival, sem kamattal. (Bár a gyakorlatban léteznek olyan SAFE-megállapodások, ahol vagy az egyik, vagy a másik mégis szerepel a megállapodásban.) Így a SAFE-konstrukció keretében hitelt nyújtó befektetők hitelét és annak összegyűlt kamatait a hitelfelvevő cégnek nem kell visszafizetnie, csupán azt a jogot kell biztosítania, hogy a hitelezők kedvezményes áron részvényt vásárolhassanak az első külső részvénytőke-befektetés alkalmával. A SAFE-befektető akkor jár igazán jól, ha a hitelezett cég már az első tőkebevonási fordulójig jelentősen felértékelődik, s a részvények értéke magasabbra emelkedik, mint az értékelési felső határ (Gordon [2022]).

Azokban az országokban, ahol a jog nem ismeri a SAFE-konstrukciót, ott az előmagvető szakaszban tartó fiatal vállalkozások átmeneti tőkeigényét kielégítő üzletiingatlan-befektetőknek vagy a kis összegű kockázati tőkét nyújtó befektetőknek nincs módja olcsó és egyszerű tőkenyújtásra, mivel nem rendelkeznek banki tevékenység folytatásához szükséges regisztrációval. Akkor sem, ha a SAFE keretében nyújtott részvénytőkére átváltható hitel nem rendelkezik a hitelek két fontos tu-

lajdonságával: a lejáratí idõvel és a kamattal. E finanszírozási lehetőség hiányában a cégalapítók csak drágán vagy egyáltalán nem tudják cégüket a következõ fejlõdési szakaszba eljuttatni, így jelentõs hátrányba kerülnek azon országok startupjaival szemben, ahol a SAFE-konstrukció alkalmazásának nincs jogi akadály.

A kelet-közép-európai piacok közül elsõként Észtországban dolgozták ki és fogadták el az erre irányuló szabályozást,⁴¹ amelyet azóta a litván hatóságok is átvettek, így nem véletlen, hogy e két országban meredeken emelkedik a késõbbi fázisban kockázatitõke-bevonási szakaszt elérõ, majd ennek birtokában nemzetközileg kiemelkedõen sikeressé váló startupok száma (*Schrieber [2022a]*). Magyarországon a tõkévé konvertálható kölcsönre vonatkozó törvényt az Országgyûlés ugyan már elfogadta, de csak 2023 szeptemberétõl lép hatályba (*Nagy [2023]*).

A startupok szabályozása szempontjából fontos kérdés az alapításukkor választható *cégforma*, mivel ettõl függ, hogy a késõbbi tõkebevonások mennyire rugalmasan hajthatók végre. Így a nem megfelelõ cégforma egyaránt akadály lehet a SAFE alkalmazásának, a kockázatitõke-alapok által nyújtandó tõkeemelésnek és a dolgozók érdekeltségét megteremtõ alkalmazotti részvényopciós programok bevezetésének (ESOP). Magyarországon például a startupok többsége kft.-ként jegyzi be a cégét, amely nem tudja kezelni a különbözõ részvényosztályokat, s nem képes olyan új részvényt kibocsátani, amelyek követhetnék a cég növekedését. Újabban ugyan van rá lehetőség, hogy a tulajdonos különbözõ kvótaosztályokkal rendelkezzen (például közönséges kvóták és preferenciális kvóták), a kft. azonban e könnyítések ellenére sem alkalmas cégforma a startupok növekedésének követéséhez (*Gólya [2023]*). Míg a kft.-ben nem létezik hagyományos értelemben vett részvény, a zrt.-k esetében viszont a névre szóló részvények jelentenek adminisztratív nehézséget új részvényesek bevonásakor. Emiatt olyan kiegészítõ megállapodásokra van szükség, amelyekkel részvénykvóták és fantomrészvények hozhatók létre. Mindez rontja a magyarországi alapítók esélyeit a külföldi magvetõ vagy *A* körös kockázati tõke bevonására, s e külföldi befektetõk gyakran finanszírozási feltételként követelik meg a magyarországi startupoktól, hogy székhelyüket az Egyesült Államokba vagy az Egyesült Királyságba helyezték át (*Schrieber [2022b]*).

⁴¹ <https://startupestonia.ee/resources>.

Munkavállalói rész tulajdonosi program

A fiatal cégekben az alapítók számára az egyik legnagyobb nehézséget a legfontosabb munkatársak megtalálása, motiválása és megtartása jelenti. E feladat megoldását segítheti munkavállalói rész tulajdonosi program (ESOP), amely a cégek saját dolgozóinak egy meghatározott köre számára lehetővé teszi, hogy tulajdonossá váljanak abban a cégben, amelyben dolgoznak. Az ESOP arra ösztönzi e dolgozókat, hogy a cégnél maradjanak, intenzívebben vegyenek részt a napi munkában, és jobban bekapcsolódjanak a jövőbeli tervekbe. A részvényopciók azért jutalmazták a dolgozókat, amiért hajlandók kockázatot vállalni azzal, hogy egy még fiatal, nem bizonyított cégben vállaljanak munkát, amely a jövőbeli sikeréből részesedést nyújt számukra: valódi részvényhányadot kínál nekik. A részvényopciók az egyik legfontosabb eszközt képviselik ahhoz, hogy a startupok megtalálják azon tehetségeket, akikre szükségük van, miközben nem engedhetik meg maguknak a már jól beágyazott sikeres cégeknél megszokott béreket.

Az ESOP tehát a munkavállalók tulajdoni részesedését szabályozó olyan konstrukció, amely a kiválasztott dolgozók köre számára *érdekeltséget teremt* cégük részvényállománya értékének növelésében. Az ESOP-konstrukció sokféle módon alakítható ki, ám közös vonásuk, hogy a dolgozók a piaci árhoz képest csökkentett áron vehetik meg cégük részvényeinek egy erre a célra elkülönített hányadát. A cég növekedésével a dolgozók részvénytulajdonából adódó jövedelem is nő, s ezáltal az alapítók dolgozóikkal osztoznak a cég sikerében, s ezzel vonzóbbá tehetik számukra az ottmaradást. A részvénytulajdonlással a munkavállalók jobban kötődnek a cégükhöz, s az erősebb motiváció növelheti a termelékenységet is. Javulhat a munkamorál, és nőhet a bizalom a cég fejlődési és növekedési lehetőségeiben. Az ESOP egyúttal kompenzálhatja a dolgozókat az alacsonyabb fizetésekért, s így csökkentheti a nyomást a cég cash-flow-jára. Növelheti a lojalitást, a munkával való elégedettséget s végső soron a cég túlélési sikerének valószínűségét.

Az ESOP-nak a fenti pozitívumok mellett számos *hátránya* is van. Amikor a cég részvényeinek ára nem növekszik, akkor a dolgozók kevésbé lesznek motiváltak. Az sem hat rájuk pozitívan, ha a gyakorlatban nincs hatásuk cégük fejlődésére. Maga a konstrukció bevezetése és adminisztrációja is költségekkel jár, bár ez nagyban függ az adott országban érvé-

nyes szabályozástól. Ugyancsak hátrányos lehet az ESOP felhígító hatása a cégek tulajdonosi szerkezetére, mivel minden új kibocsátott részvényen csökken az alapítók tulajdoni hányada (*Laczynski [2022]*).

A kutatások szerint a magasabb részvényopciós portfólióértéket kompenzációként a nem vezető dolgozóknak felajánló cégek esetében nőtt a termelékenység (*Hochber–Lindsay [2010]*), és a vállalati innovációk is kedvezőbben alakultak (*Chang és szerzőtársai [2018]*). A kockázattal járó vállalatok ösztönzésének (*Mao–Zhang [2018]*), a tehetséges dolgozók visszatartásának (*Aldatmaz és szerzőtársai [2018]*), a kooperációnak és a monitoringnak (*Baker és szerzőtársai [1988]*) köszönhetően jobb eredmények születtek, mint azokban a cégekben, amelyek alacsonyabb részvényopciós értéket adtak a dolgozóiknak.

Az Egyesült Államokban működő The Employee Ownership Association⁴² által támogatott 2019-es felmérés szerint az ESOP-ot alkalmazó cégeknél nő a termelékenység, javul az innováció, nő a gazdasági nehézségekkel szembeni ellenállóképesség, s a dolgozók jobban kötődnek a cégükhöz (*ESOP [2019]*). A munkavállalók passzív dolgozókból aktív tulajdonosokká válnak, ami ösztönzi a teljesítményt (*Forbes [2021]*). Korlátozott források mellett is képes a tehetséges embereket startupokhoz vonzani. A céghez csatlakozó munkavállalók számára a kialakított konstrukciók rendszerint egy olyan záradékot tartalmaznak, amely meghatározott ideig előírja a cégnél maradást ahhoz, hogy a dolgozó részesüljön a részvénytulajdonból. A részvénytulajdonnal járó hozam lehetővé teszi, hogy a sikeres cégeknél tulajdonossá vált dolgozók visszaforgassák tőkéjüket a rendszerbe.

Mindezek alapján érthető, ha 2019-ben több mint 500 európai vállalkozó csatlakozott az amerikai székhelyű Index Ventures kockázatitőkealap által indított „Not Optional” elnevezésű kampányhoz (*Not Optional [2021a]*), amely Európában kezdeményezte a részvényopciók jogi reformját. A kampány rámutatott, hogy Európában a virágzó startup-ökoszisztéma számára a tehetségek korlátozott elérhetősége jelenti a legszűkebb keresztmetszetet a cégek felfuttatásához és megerősítéséhez. Ennek nyomán 2021-ben az Európai Bizottság is felhívást tett közzé a részvényopciók kérdésének kezelésére. Európában ugyanis a dolgozók kisebb részvénytulajdonnal rendelkeznek az őket foglalkoz-

⁴² <https://www.esopassociation.org/>.

tató cégekben, mint az Egyesült Államokban. Európában a dolgozói tulajdonlás a fejlődésük későbbi stádiumában tartó startupoknál 4 és 20 százalék között mozog, míg az Egyesült Államokban ez a konstrukció sokkal konzisztensebb módon van jelen, s a piaci erők alakítják. Európában főleg a vezetők részesülnek részvénytulajdonlásban, az alacsonyabb szinteken a dolgozóknak csak egyharmada, míg Egyesült Államokban ez az arány éppen fordított. Számos európai országban a dolgozóknak részvényeikért magas beváltási árat kell fizetniük, s magas adót kell leróniuk a részvények vételekor és eladásakor egyaránt. A cégtől távozók pedig gyakran nem kapnak semmit. A munkavállalói tulajdonlás a startupok technológiai jellegétől függően változik. Amely cégek dolgozóik részéről sok speciális ismeretet igényelnek, ott sokkal valószínűbb a tulajdonlás útján történő javadalmazás.⁴³

A koordinált előrehaladás érdekében az Európai Bizottság innovációért és a tudományért felelős biztosa vezetésével egy külön munkacsoportot hozott létre European Stock Options Working Group néven annak érdekében, hogy a szakértők harmonizálják a vonatkozó nemzeti szabályozásokat (*Wanat* [2023b]). E munkacsoport létrehozása azt tükrözi, hogy az Európai Unió szakpolitikusai is felismerték a harmonizált megközelítés szükségességét, ami beindíthatja az innováció és a befektetés által hajtott gépezetet. Természetesen nem csupán a részvényopciók segítik a cégeket a legtehetségesebb szakemberek megtalálásában, de a cégeikből sikeresen kiszállt és ezáltal meggazdagodott alapítók ismételt befektetései is táplálják az opciók működése nyomán majd a rendszert (*Not Optional* [2023]).

A Not Optional kampány több szakpolitikai javaslatot is megfogalmazott a munkavállalók tulajdonosi szerepének ösztönzésére a startupokban. Azt javasolta például, hogy hozzanak létre egy olyan részvényopciós rendszert, amely a lehető legtöbb induló vállalkozás és alkalmazott számára nyitott, kedvező bánásmódot kínál mind a szabályozás, mind az adózás szempontjából. A javaslat szerint a már Európában is jól működő modellek alapján (Egyesült Királyság, Észtország, Franciaország) kell kidolgozni egy általános rendszert, hogy elkerülhető legyen a további széttöredezettesség a bonyolult részvényopciós konstruk-

⁴³ Index Ventures: Stock option Rewarding talent (<https://www.indexventures.com/rewardingtalent/>).

ciókban. A kidolgozandó konstrukciókban lehetővé kell tenni, hogy az induló vállalkozások szavazati joggal nem rendelkező részvényopciókat bocsáthassanak ki, hogy ezáltal elkerülhető legyen a nagyszámú, kisebb-ségi részvényessel történő konzultáció. Az új rendszer akkor működik jól, ha halasztott módon teszi lehetővé a munkavállalók számára a részvényopciók utáni adózást a részvények értékesítéséig, amikor az alkalmazottak először részesülnek pénzbeli juttatásban. Azt is el kell érni, hogy az induló vállalkozások „valós piaci értéken” bocsáthassák ki az opciós részvényeket, megszüntetve ezzel az adózási bizonytalanságot. A konstrukciók vonzerejét növeli, ha a munkavállalói részvények értékesítéseire a tőkenyereségre vonatkozó vagy ennél is kedvezőbb adókulcsokat állapítanak meg, s csökkentik vagy eltörlik a részvényopciók használatához kapcsolódó társasági adókat (*Not Optional* [2021b]).

Húsz európai és négy Európán kívüli országban a dolgozók számára nyújtott kedvezmények alapján összehasonlítva a dolgozói részvénytulajdonosi konstrukciók szabályozását, 2021-ben az első három helyen kizárólag balti ország, Lettország, Észtország és Litvánia állt. A következő kelet-közép-európai ország, Lengyelország a lista 10. helyén szerepelt, míg sorrendben a 19. helyen Csehország állt (*Musgrove* [2021]). Az összehasonlítás készítői azt vették figyelembe, hogy a konstrukciók a dolgozók mennyire széles körére terjednek ki, s ők mennyire kedvező áron vehetik meg a részvényeket. Vizsgálták azt is, hogy a dolgozóknak a részvények átvételekor vagy értékesítésekor kell-e adózniuk, s hogy az adót a személyi jövedelemadó, a tőkejövedelem-adó vagy másmilyen adó szerint állapítják-e meg. Végül mérlegelési szempont volt, hogy a dolgozórészvény-programot kialakító vállalkozásnak is keletkezik-e valamilyen pénzügyi kötelezettsége, s ha igen, akkor ez a működtetés melyik fázisában merül fel, mekkora a nagysága, s kell-e a cégnek társadalombiztosítási hozzájárulást fizetnie, s ha igen, akkor ez mikor válik esedékessé.

A kelet-közép-európai országok közül a három balti állam már 2021-re rendkívül kedvező feltételeket alakított ki ahhoz, hogy startupjaik minél egyszerűbben és olcsóbban honorálhassák dolgozóik kockázatvállalását és a fizetésükben jelentkező hátrányt a fejlettebb cégekhez képest. Ezzel szemben például Belgiumban, Németországban vagy Spanyolországban az érvényben lévő előírások 2021-ben még jelentősen akadályozták a dolgozói részvényopciók nyújtását. Írországban

a Key Employee Engagement programme érvényességét meghosszabbították 2025 végéig, amelyben a részmunkaidős és rugalmas munkaidős dolgozók bekerülhettek a programokba, míg Spanyolországban a 2022-ben elfogadott startuptörvényben a részvénytőke adóztatását már a részvények eladhatóvá válásához kapcsolták. Az Egyesült Királyságban 2023 áprilisában életbe lépett a Company Share Option Plan rendszer. Ausztriában 2023 elején még folytak a tárgyalások a Flax-Kap új cégformacsomagról és a részvényopció adóztatásának reformjáról. Ugyanekkor Belgiumban is vizsgálták – a globális adóztatás részeként – a részvényopciók reformját (*Not Optional* [2023]).

A balti államoktól eltérően a kelet-közép-európai országok többségében a munkavállalói rész tulajdonosi programok bevezetését és elterjedését változatlanul sok probléma nehezíti. Egyrészt hiányzik a teljes körű és egyértelmű jogi szabályozás. Az sem segíti a bevezetést, hogy sok országban a legtöbb startuptól korlátolt felelősségű társaságként jegyzik be, emiatt számos korlátozás vonatkozik a részvénytőke volumenére, a saját részvények tulajdonlására vagy a részvények eladására. Ezen korlátok egy részét a részvénytársasági forma választása megoldja, azonban e cégforma használata más szempontból sokkal összetettebb előírásokat igényel (*Pilecka-Juda* [2022]). Ugyanakkor például a lett parlament igen korán, már 2020 decemberében elfogadta azt a törvénymódosítást, amely lehetővé tette az ottani vállalatok alkalmazottai számára, hogy megszerezhessék cégeik részvényeinek megvásárlási jogát, valamint bizonyos idő elteltével gyakorolhassák opciós jogukat, azaz részvényeiket eladhassák, vagy tőkeemelést hajthassanak végre (*Zarina* [2020]). A reformmal Lettorságban minden korlátozott felelősségű cég anélkül választhatja a részvényopció gyakorlásának jogát, hogy adóznia kellene a részvények átadása után, és ehhez fel kellene értékeltetni a céget. A részvények eladása esetén csak az eladási és az átvételi ár között keletkezett különbség után kell 20 százalékos tőkejövedelem-adót kell fizetni. Amikor a részvénytulajdonos dolgozók élnek opciós jogukkal, nem szükséges szavazati jogot szerezniük, ezzel is csökkentve a vállalati döntéshozatal bürokráciáját. A részvények megtartására minimálisan előírt időszak hossza három évről egyre csökkent, ami szintén sokkal kedvezőbb a potenciális alkalmazottak számára (*Musgrove* [2021]).

A magyarországi startupok körében 2023-ban végzett felmérés szerint a válaszadó cégek közel felénél működik ESOP-program, a cégek

további ötöde pedig már dolgozik a program kialakításán. Sok további cég szeretne ilyen programot bevezetni, de mivel a megvalósítás jelentős kihívás elé állítja őket, ezért vagy halasztják a bevezetését, vagy előbb áteszik a székhelyüket olyan országba, ahol sokkal kedvezőbb adózási feltételek vonatkoznak rájuk, és ahol nincsenek komplikált jogi előírások és adminisztratív korlátok (*Startup Hungary* [2023] 27. o.).

Startup- és vállalkozói vízum

A vállalkozói vízum olyan tartózkodási engedély, amelyet azért nyújt egy ország, hogy ott egy új vagy már létező vállalkozás a vízum birtokában működhessen. Olyan jól képzett jelentkezőknek kínálják, akiknek a tevékenysége képes hozzájárulni a helyi gazdaság értéktermeléssel és munkahelyteremtéssel való fejlődéséhez. A vállalkozói vízumot rendszerint egy gazdaságfejlesztő szervezet által jóváhagyott támogatás keretében nyújtják. A startupvízumok egy új, az adott országban létrehozandó technológiai cég elindítását célozzák. A startupvízumokat gyakran a kormányzat által erre felhatalmazott startupinkubátorokon keresztül nyújtják.

Gyakorlatilag az Európai Unió 27 országából 16 már kínál valamilyen vállalkozói vízumot (9.1. táblázat). A táblázatban felsorolt programok valóban gazdaságfejlesztési célúak, korai fázisú cégek alapítói számára dolgozták ki őket, s nem csupán befektetés fejében nyújtott tartózkodási engedélyek vagy adózási kiskapuk kihasználására szolgálnak.⁴⁴

Kelet-Közép-Európában 2020 óta egyre több ország aktívan támogatja a tőke és a külföldi tehetségek bevonását, a jogi szabályozást is hozzáigazítva a kormányzati szolgáltatások könnyebb igénybevételéhez. E téren a három balti ország jár az élen, bár már máshol is elindult a tehetségek becsábítását célzó szabályozási folyamat.

Észtország startupvízuma rendkívül felhasználóbarát. Célja, hogy nemzetközi cégalapítók nemzetközileg is versenyképes startupokat hozzanak létre az országban. A vízumprogram ehhez hosszabb idejű tartózkodást biztosít az alapítók számára. Igénybevételéhez a jelent-

⁴⁴ Startup and Entrepreneur Visa International Index (<https://nanoglobals.com/entrepreneur-startup-visas/>)

9.1. táblázat

Európai országokban bevezetett startup- és vállalkozóvízum-programok neve és típusa

Ország	A program neve	A vízum típusa
Ausztria	Red-White-Red Card for Start-up Founders	startup
Ciprus	Cíprus startup Visa Scheme	startup
Dánia	Start-up Denmark	startup
Észtország	Estonia Digital Nomad Visa	digitális nomád
Észtország	StartUp Visa Estonia	startup
Finnország	Start-up Entrepreneur Residence Permit	startup
Franciaország	French Tech Visa	startup
Grúzia	Remotely From Georgia	vállalkozói
Németország	Self-Employed residence Visa	vállalkozói
Írország	Start-up Entrepreneur programme (STEP)	vállalkozói
Olaszország	Italian Startup Visa	startup
Lettország	Latvia Startup Visa	startup
Litvánia	Startup Visa Lithuania	startup
Hollandia	Dutch Startup Visa	startup
Portugália	StartUp Visa	startup
San Marino	San Marino Startup Visa	startup
Spanyolország	Entrepreneur Visa Program	vállalkozói
Svédország	Self-Employed Residence Permit	vállalkozói
Egyesült Királyság	Innovator Visa	startup
Egyesült Királyság	UK Start-up Visa	startup

Forrás: Startup and Entrepreneur Visa International Index (<https://nanoglobals.com/entrepreneur-startup-visas/>) alapján.

kezőknek egy átütő erejű, jelentős növekedési potenciálú vállalkozás üzleti tervét kell benyújtaniuk a Startup Estonia Startup Committee elnevezésű szervezethez elbírálásra. A vízum havonta 160 euróba kerül, és a biztosítás költségeire legalább 30 ezer eurót kell fordítani. Egy évre szól, de meghosszabbítható további 183 napra, összesen 18 hónapra. A startupvízummal rendelkezőket a vízum 90 napra schengeni beutazásra is feljogosítja.⁴⁵

⁴⁵ Startup and Entrepreneur Visa International Index (<https://nanoglobals.com/entrepreneur-startup-visas/>).

A 2017-ben bevezetett litván startupvízumprogram birtokosai – mely a nem EU-országokból érkező cégalapítók számára teremt lehetőséget arra, hogy innovatív, skálázható cégeket fejlesszenek ki egy EU-tagországban – három évig dolgozhatnak az országban, s a vállalkozók családjai is kedvező elbánásban részesülnek (*Treija* [2021]).

Bulgária 2021-ben vezette be és 2022-ben dolgozta át startupvízum-programját. Az első verzió még nem volt sikeres, mert nem tette lehetővé, hogy online és angol nyelven lehessen igényelni. A bizonytalan politikai és makroökonómiai helyzet miatt azonban az érdeklődés továbbra sem volt erős. A jelentkezőknek be kellett mutatniuk a cégüket, a vevőiket, a piacukat, jövőbeli fejlesztési terveiket, rávilágítva üzleti elképzeléseik innovatív voltára, valamint megjelölve, hogy rendelkeznek-e olyan szabadalommal, amely alátámasztja a kérelmüket. Ezután egy bizottság vizsgálta át a kérelmüket, s pozitív döntés esetén adott egy évre engedélyt, amelyet az üzleti tervtől függően további két évre meg lehetett hosszabbítani. A startupvízumprogram mellett elindult az úgynevezett kékkártya-program is, amely tovább könnyítette az előírt feltételeknek megfelelő olyan külföldiek bulgáriai munkavállalását, akik nem EU-tagországokból érkeztek (*Ivanovna* [2023], *Yovchev* [2021]).

Vízum digitális nomádok számára

A startup- és vállalkozói vízum mellett egy másik vízumfajta is létezik az adott országból külföldi vállalkozásoknál dolgozó startupperek számára, az úgynevezett digitálisnomád-vízum. A turizmus és a munkavégzés céljából utazók számára jogilag sokáig szürkezónába tartozott, ha úgy kívántak egy országban hosszabb ideig tartózkodni, hogy továbbra is egy másik országban lévő cégnél dolgoztak. Ilyen esetekben általában titokban tartották a munkavégzést, s remélték, hogy nem derül ki, hogy esetükben nem egyszerű turistáskodásról van szó. Az új vízumtípus legalizálja a más országban történő munkavégzést, s versenyelőnyt biztosít a szürkeállomány megszerzéséért immár nem kizárólag cégek, hanem országok között folyó versenyben. Minél nagyobb szabadságot és lehetőséget nyújt egy ország a beutazó vállalkozóknak, annál nagyobb vonzerőt gyakorol rájuk. 2021-ben világszerte hét ilyen vízumkonstrukció működött, ebből egyetlen európai országgént Észt-

ország kínált vízumot digitális nomádok számára. A digitálisnomád-vízum eredetileg 2020-ban a koronavírus-járvány miatt lecsökkent turizmusra felélesztését is ösztönözni kívánta. Várható, hogy ahogy az országok felismerik a távoli tartózkodási helyről történő munkavégzés engedélyezésének előnyeit, a digitális nomádok számára kiadott vízumok száma is megnő.

A digitálisnomád-vízum 2020-as észtt szabályozása volt az első a világon, amely a digitalizáció és a turizmus összekapcsolásával igyekezett kiaknázni a tehetséges vállalkozók és külföldi startupperek bevonásának lehetőségét. Észtország felismerte, hogy a kiemelkedő szakmai és vállalkozói jártasságú szakembereknek az országba vonzása – a tudás és a tőke helyi alkalmazásából származó előny révén – pozitívan hat a helyi gazdaság fejlődésére. Ez az egyetlen olyan, a digitális nomádok számára létrehozott vízumprogram a világon, amelyet nem kifejezetten a koronavírus-járvány miatt dolgoztak ki, így állandó programként járul hozzá, hogy Észtország a Baltikumban startupcsomópontként működjön. A digitális nomádok számára kiadott észtt vízum – az országban kiváltható startupvízum mellett – lehetőséget nyújt a távoli munkavégzésre vállalkozók számára, és csökkenti a tőke belépési akadályait. Tulajdonosai az országban tartózkodhatnak úgy, hogy közben továbbra is Észtországon kívül működő cég számára dolgozzanak. A rövidebb tartózkodásra szóló vízum félévre, a hosszabb pedig egy évre teszi lehetővé az országban tartózkodást és a távoli munkavégzést. Ez a vízumtípus olyanok számára nyújt lehetőséget, akiknek az adózás előtti jövedelme havonta eléri a 3504 eurót (4000 dollárt) a távoli munkavégzés vagy az online önfoglalkoztatás során. A kérelmezőknek legalább féléves időszakra banki bizonylatokkal igazolniuk kell ezt a jövedelmet, ami sokkal szigorúbb, mint a Barbadoson vagy Bermudán működő hasonló vízumprogramok. Az első 183 napra szóló vízum birtokosainak nem kell adót fizetniük, majd ezt követően már észtt lakosként kell adózniuk. A digitális nomádok számára kiadott vízum nem hosszabbítható meg, de Észtország számos más, huzamosabb tartózkodást lehetővé tevő programot nyújt a startupalapítók számára, így ez a fajta vízum inkább az első lépések megtételéhez jelent segítséget.⁴⁶

⁴⁶ Digital Nomad Visas: Full International Index (<https://nanoglobals.com/remote-work-visas/>).

A Lettorszáiban egy évre szóló vízum digitális nomádok számára meghosszabbítható újabb egy évre. Ezután a további ott-tartózkodáshoz már másfajta vízumot kell igényelni. Az igénylőknek a lett havi átlagfizetés minimum 2,5-szeresének meglétét kell igazolniuk a vízum megszerzéséhez, s utolsó féléves jövedelmükről mellékelniük kell egy OECD-ország adóigazolását (*Partington–Smith* [2023]).

Románia az alacsonyabb megélhetési költségekre alapozva remélte azt, hogy a digitális nomádok számára 2021 decemberében elfogadott vízumkonstrukciója sikeres lesz. Digitális nomádon olyan külföldi dolgozót kell érteni, aki Romániában tartózkodva egy Románián kívül bejegyzett cégnél dolgozik. Nekik olyan munkavállalói vízumot kell kérniük, amely lehetővé teszi számukra, hogy 90 napig Romániában tartózkodhassanak, majd ezt tartózkodási engedélyt kérve meghosszabbíthatják. A kérelmezőknek saját országuk román nagykövetségén kell benyújtaniuk a cégükre és a jövedelmükre vonatkozó igazolásokat. A vízumra akkor legalább 1150 eurós havi jövedelem mellett pályázhattak, ami más európai országok hasonló programjai által megkívánt értékhatárnál alacsonyabb volt (*Vrabie* [2021b]). Időközben az országban sokat fejlődött a vízumrendszer, amely immár egyéves tartózkodásra jogosít, s amely egy újabb évre meghosszabbítható. A vízumért a román eVisa platformon lehet folyamodni, elektronikusan benyújtva az összes igazolást, s az engedély 10-14 napon belül érkezik meg. Az előírt jövedelem, amelyet a kérelmezőknek igazolniuk kell, a román havi átlagbér háromszorosa, 1100 euró. Romániában a digitálisnomád-vízum birtokosainak nem kell jövedelemadót fizetniük, feltételezve, hogy saját országukban egyébként is adóznak (*Partington–Smith* [2023]).

Horvátország 2021-ben vezetett be vízumrendszert a digitális nomádok számára. Ez olyan, Európai Unió kívüli országokból érkező külföldieknek szól, akik kommunikációs technológiai cégek távoli alkalmazottaiként vagy saját külföldön regisztrált cégüknél dolgoznak. A vízumkérelemhez havi 2370 eurós jövedelmet kell igazolniuk. A vízum birtokosainak már nem kell jövedelemadót fizetniük. A horvát program kidolgozói abban is bíztak, hogy megfordul a képzett munkavállalók elvándorlása, és az országba jól fizetett külföldi vállalkozók is kérelmezik ezt a fajta vízumot. Főleg az Egyesült Államokból, az Egyesült Királyságból, valamint Észak-Macedóniából és Kanadából érkezett sok megkeresés (*Putinja* [2021] és (*Partington–Smith* [2023])).

Csehországban ugyancsak az Európai Unió kívülről érkező és itt dolgozni kívánó személyek 365 napra válhatnak ki digitálisnomád-vízumot, amelyet saját országuk cseh nagykövetségén kell kérelmezniük, s egyúttal igazolniuk, hogy a számlájukon 5061 euró van. Az igénylési folyamat nem egyszerű, s a vízum megszerzése 90–120 napig tarthat, továbbá maga az igénylés is díjköteles (*Partington–Smith* [2023]).

Magyarországon 2021 júliusában jelent meg az úgynevezett fehér kártyát bevezető jogszabály azok számára, akik digitális nomádként dolgoznak, azaz a világ bármely pontjáról el tudják látni munkájukat. A fehér kártyát az Európai Gazdasági Térségen kívülről érkező, Európai Unió kívüli országban fennálló munkaviszonnyal rendelkező személyek igényelhetik, havi 2000 eurós jövedelem igazolása mellett, jövedelemadót viszont nem kell fizetniük. A kérelmezőknek saját országuk magyar nagykövetségén kell benyújtaniuk az igénylést, majd ennek birtokában 30 nap várakozás után léphetnek be az országba. Ekkor személyesen is igényelniük kell a fehér kártyát a tartózkodás alatti munkavégzésre (*Partington–Smith* [2023]).

10.

Tanulságok

Az üzleti inkubációs piac áttekintése azt mutatja, hogy az induló vállalkozásokat felkaroló, s a kockázati tőke-befektetőkkel történő sikeres együttműködésre felkészítő üzleti inkubátorok, akceleratorok, üzleti angyalok, startupstúdiók és közösségi finanszírozási platformok – melyek elnevezése nem feltétlenül tükrözi egyértelműen az általuk ellátott tevékenységeket – a kelet-közép-európai régióban is igen nagy számban vannak jelen. A régióbeli üzleti inkubációs szervezetek sokszínűek – mind tulajdonosi körüket, mind profiljukat, mind pedig működésük eredményességét tekintve. Az üzleti inkubáció területén a régióban tapasztalt intenzív állami szerepvállalást részben tulajdonosként, részben a privát szereplők társfinanszírozása útján teszik lehetővé az Európai Unióból érkező források.

Az üzleti inkubációt végző piac intézményi kiépültségét jelzi, hogy a befektetések számát tekintve immár az akceleratorok váltak a legtöbb cégbe befektető szervezetekké a régióban, miközben a mentorálás képviseli a leghasznosabbnak bizonyuló inkubációs szolgáltatást. Emellett a régióbeli cégalapítók számára különösen fontos a nemzetközi szakértők megismeréséhez, valamint a globális hálózat kiépítéséhez kapott segítség. Általános gyakorlat, hogy az üzleti inkubátorok, akceleratorok a képzés idején túl is fenntartják a kapcsolatot a programokat elvégző csapatokkal, cégekkel, ami a tapasztalatok átadása révén az újabb képzések szakmai színvonalának emeléséhez is jelentősen hozzájárul. A kelet-közép-európai inkubátorok és akceleratorok – Európa fejlettebb térségeiben működő társaikhoz hasonlóan – pusztán a megtelepedésükkel és kapcsolatrendszerük kiépítésével is pozitív hatást gyakorolnak működési környezetükre, hozzájárulva ezáltal a helyi vállalkozási kultúra fejlődéséhez.

Az induló vállalkozások számára a régióbeli üzleti angyalok tevékenysége is egyre fontosabb szerepet tölt be a tőke és szakértelem biztosításában. Európa nyugati feléhez képest azonban a kelet-közép-európai régióban jelentős késéssel indult meg, és lassan halad az egymástól elszigetelten tevékenykedő angyalbefektetők egyesületekbe, szövetségekbe, csoportokba vagy szindikátusokat képviselő alapokba szerveződése. Az egyes régióbeli országok között e téren még jelentősek a különbségek. Szinte minden országban létrejött már az üzleti angyalok egy vagy több szövetsége, több országban pedig az angyalok csoportokba szerveződése szakmai, területi vagy genderalapon a laza szövetségi formánál is előbbre jutott. E piac fejlődését Kelet-Közép-Európában is elősegíti, hogy az üzleti angyalok együttműködése immár szakmai képzési programokra is kiterjed. Ösztönzőleg hatott az Európai Unió többféle formában nyújtott támogatása, amely elsősorban állami kockázatitőke-alapok társbefektetőjeként aktivizálta a helyi üzleti angyalokat, miközben alapok alapja formájában közvetve nyújtott forrásokkal is elősegítette, hogy a régióbeli üzleti angyalok létrehozassák saját intézményes kockázatitőke-alapjaikat is. A fejlett európai piacoktól eltérően azonban Kelet-Közép-Európa országaiban még kevésbé tapasztalható az üzleti angyalok befektetőként történő részvétele a korai fázist finanszírozó kockázatitőke-alapokban, inkább az üzleti angyalok egymással és a kockázatitőke-alapokkal történő együttes befektetései jellemzők. Ugyanakkor a nyugati tendenciáknak megfelelően ebben a régióban is emelkedik az angyalok által szindikáltan végzett befektetések száma, és nő az angyalok csoportos befektetéseinek egyedi értéke.

A közösségi finanszírozást végző platformok kevésbé a képzést és a cégek indulásához szükséges szakmai ismeretek megszerzését szolgálják, céljuk egyértelműen a vállalkozások és a kisbefektetők széles körű összekapcsolása. E platformok a céges kampányok sikeres lebonyolításához inkább csak marketing- és jogi segítséget nyújtanak. A sajáttőke-alapú közösségi finanszírozás a startupok finanszírozását szolgáló tőkepiac legfiatalabb területe. A kelet-közép-európai régióban működő sokféle közösségi finanszírozást nyújtó platform között már létrejött, de még viszonylag kevés az Európában hírnevet szerző sajáttőke-alapú konstrukciót kínáló intézmény. Mivel a sajáttőke-alapú közösségi finanszírozás európai – ezen belül a kelet-közép-európai – elterjedését sokáig akadályozta az egységes európai szabályozás hiánya, az új uniós

rendelet 2021-es hatályba lépése jelentős lökést adott a piac itteni bővülésének is. E rendelet – amely meghatározza az éves maximális befektetési keretet, s megszabja, hogy milyen kritériumok teljesülése esetén vehetnek részt befektetők e piacon, illetve milyen információkat kell a platformok üzemeltetőinek a projektek meghirdetésekor nyilvánosságra hozniuk – egységes szabályrendszer mellett teszi lehetővé a határokon átnyúló tevékenység folytatását is. Várható, hogy a szabályozás egységessé válása a régióbeli sajáttőke-alapú platformok elterjedését és a meglévő platformok nemzetközivé válását is előmozdítja.

Európa fejlettebb területeihez hasonló tendenciát jelez, hogy a kelet-közép-európai régióban is megszorodott a nagyvállalatok által létrehozott technológiai inkubátorok száma. Privát kockázatitőke-alapok is számos akceleratort hoztak létre, sőt ennek fordítottja is előfordult, amikor sikeressé vált akceleratorszervezetek indítottak új kockázatitőke-alapokat. Gyakori megoldás, hogy akceleratorok és kockázatitőke-alapok egymással szerződést kötve segítik az akcelerált vállalkozások fejlődését. A régió piacán is egyértelműen megfigyelhető tendencia a nemzetköziesedés. Ezt a célt szolgálja egyrészt a patinás nemzetközi akceleratorok kihelyezett részlegeinek régióbeli felállítása, másrészt a kelet-közép-európai székhelyű akceleratorok olyan nemzetközi pályázati kiírásai, amelyekben a résztvevők kiválasztását is nemzetközi zsűrire bízják. A kelet-közép-európai vállalkozói csoportok neves nyugati akceleratorokba történő felvétele már maga is jelentősen előmozdítja, hogy az érintett vállalkozások bekerüljenek a nemzetközi befektetők érdekszférájába.

Az ígéretes induló cégek számára a kelet-közép-európai régióban az itt létrehozott kockázatitőke-alapok képviselik a legfontosabb tőkebefektető intézményeket. A kockázatitőke-ágazat az iparág jellegéből adódóan azonban csak globalizált módon működhet. Oly módon, hogy a gyors növekedésre képes, innovatív cégek magvető szakaszában a helyi befektetők vesznek részt a perspektivikus vállalkozások finanszírozásában, majd a fejlődés következő szakaszában külföldi társaikkal közösen fejlesztik tovább az egyre inkább nemzetközivé váló cégeket. A nemzetközi terjeszkedés finanszírozásában már azok a neves nemzetközi befektetési alapok játsszák a főszerepet, amelyek megfelelő mennyiségű tőkével és szakmai tapasztalattal rendelkeznek a cégek sikeres felneveléséhez, tőzsdére juttatásához vagy szakmai felvásárlókkal történő megál-

lapodásokhoz. Ahhoz azonban, hogy a hazai alapoktól nemzetközi szereplők vegyék át a kiemelkedő sikereket ígérő cégek finanszírozását, az ágazatnak a régióban is nemzetközi standardok szerint kell működnie, s az állam szerepvállalásának is ehhez kell illeszkednie.

A régió kockázatitőke-piacán jelentős változás zajlik. Sok startup már kezdettől nemzetközi expanzióra készül, ezért olyan partnereket keres, akik ebben segíteni tudnak nekik. Több startup eleve ki is hagyja a hazai befektetőket, és egyből nemzetközi szereplőkhöz fordul befektetésért. A globálisan érvényesülni kívánó startupok esetében ugyanis az állami részvétel kevésbé képes garantálni a későbbi finanszírozási fordulókat, valamint előmozdítani a nemzetközi kapcsolatrendszer kiépítését, miközben a régiós piacok relatíve kis mérete miatt a nagy tervekkel induló cégeknek eleve nemzetközi léptékben kell gondolkodniuk. Ily módon természetes folyamat a nemzetközi piacra készülő régióbeli startupok finanszírozásának nemzetközivé válása. E folyamat előrehaladását jelzi, hogy a Kelet-Közép-Európában megszületett startupoknak már jelentős hányada rendelkezik valamilyen külföldi kötődéssel, s megnőtt a régió kívülről finanszírozott olyan befektetési ügyletek száma, amelyekben esetenként régióbeli befektetők is részt vesznek. Hátrányos azonban, hogy a kelet-közép-európai régióban létrejövő startupoknak nyugat-európai társaikhoz képest korábban, azaz alacsonyabb fejlettségi stádiumban kell megjelenniük a nemzetközi piacon, ami rendszerint külföldre költözésükkel is együtt jár, s így sikerük csak részben csapódik le anyaországukban. Némi kárpoztást jelent azonban, hogy egyre nagyobb számban fordul elő, hogy a sikeres kiszállás után a cégalapítók a régióbeli anyaországaikban újabb és újabb cégek sikeres piaci megjelenését segítik elő.

A startupok kelet-közép-európai piacán – főleg egyes, e szempontból kevésbé fejlett országokban, így Magyarországon – a startupok egy része a piacról igyekszik megélni, s távol tartja magát az állami támogatásoktól, míg egy másik része az állam segítségével próbál meg boldogulni (*Karsai [2017]*). A régió fejletlen kockázatitőke-iparát erősíteni kívánó, tőkeellátottságát javítani szándékozó állami forrásokat befektető állami alapkezelők rendkívül nagy tőke kínálatot biztosítanak az egészen korai fázisban tartó startupok széles köre számára, a cégek közötti szelekciót azonban nem kizárólag piaci szempontok alapján végzik. Miután az állami beavatkozás a régió több országában is

meghatározó, még nem erősödhetek meg a piaci viszonyok, a piaci magatartási formák. Az állami megrendelésekből, államijáradék-vadászattól élő cégek esetében a siker kulcsa továbbra sem a hatékonyság vagy a megtermelt hozzáadott érték, hanem sokkal inkább az állami döntéshozókkal kialakított megfelelő kapcsolat. Így a startupszektor kiépülését katalizáló, a gazdasági válság hatását kivédeni segítő jelentős állami dominancia fennmaradása nemcsak segítheti, de hátráltathatja is a startupszektor régióbeli fejlődését, mivel a piac természetes szelekciós mechanizmusa nem érvényesülhet tisztán.

Az innovációra alapozott növekedés nehezen képzelhető el a vállalkozás szabadsága és a verseny tisztasága nélkül. Ennek előfeltétele a tulajdonjog védelme és a szerződések kikényszerítése, azaz a jogállamiság érvényesülése. Az üzleti inkubáció intézményeire és ezek szabályozására vonatkozó adatok alapján egyértelműen kirajzolódik, hogy az üzleti inkubációs piac működésének intézményi környezete a kelet-közép-európai régióban nagyon egyenlőtlenül fejlődött. Úgy tűnik, hogy a fő választóvonal az európai integráció elmélyítése iránti elkötelezettség, illetve az ettől való elzárkózás, ennek sokféle egyéb gazdaságpolitikai, piacpártisággal vagy éppen etatizmussal járó következményével.

A régióban a baltikumi országok közül Észtország és Litvánia a piac liberális szabályozását választva, a digitalizálást széleskörűen elterjesztve pezsgő üzleti inkubációs piaccal rendelkezik, nemzetközileg is kiugró eredményekkel. Néhány Balkánhoz tartozó ország, így Románia és Bulgária integrációs törekvései – ami az euró bevezetése melletti állásfoglalásban is megmutatkozik – ugyancsak érzékelhetők az üzleti inkubáció előrehaladásában. A visegrádi országok fejlettségükhöz és méretükhöz viszonyítva szerényebb teljesítményt mutatnak a startupok fejlesztése terén. Különösen kiábrándító a rendszerváltás után a régió kockázatitőkepiacán éllovasnak számító Magyarország startupjainak helyezése a régióbeli rangsorokban (*Digital Poland* [2022]13–14. o.).

Az ígéretes innovatív technológiára épülő vállalkozások felkészítése a kockázati tőke befogadására és a befektetések révén a kockázatitőkeipar működése, innovációt előmozdító szerepe csak akkor lehet eredményes, ha a kelet-közép-európai régió országainak piacán is maradéktalanul érvényesül a vállalkozás szabadsága. Azaz a régióban is olyan jogrendszer működik, amely a nemzetközi befektetők számára is ismert, így megkönnyíti részvételüket a helyi cégekbe történő be-

fektetésekben, amelyek ismert és könnyen kezelhető jogrend szerint működnek. A befektetők és a tőkében részesülő cégek számára ezáltal kényelmessé és jogilag biztonságossá válik az üzletek megkötése és lebonyolítása. Kiegészül a működést segítő infrastruktúra, vagyis az oktatás révén megvalósul a korszerű szaktudással és nyelvtudással rendelkező, a technológiai fejlődés gyors követését lehetővé tevő munkaerő utánpótlása, gördülékennyé válik a vállalkozások indítása, üzemeltetése, valamint a veszteséges cégek piacról történő kivonása, lehetővé válik a részvényopciók vonzó feltételekkel történő alkalmazása, a befektetéseknél részvényre konvertálható hitelek nyújtása, s mindehhez a digitalizáció nyújtotta lehetőségek révén mód nyílik a távoli munkavégzésre, illetve a más országbeli cégek üzemeltetésére, s a felvásárlások engedélyezése csak nemzetstratégiai okokból tagadható meg.

E feltételeket érzékelve a régiós gyökerekkel rendelkező, sikeressé vált cégek alapítói és vezetői megszerzett vagyonuk és tapasztalataik birtokában ismételten saját országaikat választhatják tevékenységük folytatására, ott mentorálnak újabb és újabb kezdő cégeket, fektetnek be „sikergyánús” cégekbe akcelátorok, üzleti angyalok, startupstúdiók, sajáttőke-alapú tömegfinanszírozási platformok vagy kockázatitőke-alapok útján, s ezzel közvetlenül és az általuk nyújtott minta közvetítésével is hozzájárulnak a hazájukban létrejövő újabb és újabb startupok sikeres fejlődéséhez. Amennyiben azonban az ígéretes, gyors növekedésre képes innovatív vállalkozások piacán nem a legjobbakat választják ki, mert az állami támogatások és állami befektetések eltorzítják a megszerzhető jövedelmek forrásait, s ezáltal a járadékvadász viselkedés kerül előtérbe, akkor az üzleti inkubációt elősegítő, a befektetésekre felkészítő, majd azokba befektető kockázatitőke-piaci szereplők nem tudják betölteni gazdaságfejlesztő szerepüket, a rendszer működése eltorzul, s a nemzetközi piacra történő bekapcsolódás az érintett országokban csak lassan és hiányosan következik be.

A befektetések előtt álló szabályozási akadályok megszüntetése annál is inkább fontos, mert a kockázatitőke-ipar ismét világszerte nehéz időszakot él át. Az állam koronavírus-járvány miatti nagyfokú beavatkozása, valamint a 2022-ben Ukrajna ellen megindult orosz invázió hatására átrajzolódó geopolitikai erőviszonyok, az ellátási láncok átrendeződése, az energia-, a részvény- és az adósságpiacok volatilitása, az inflációs környezet, a magas kamatok csökkentik a kockázatitőke-befektetések

tőkevonzó képességét. A befektetői környezet jelentős romlásának világszerte tapasztalható jelei a kelet-közép-európai üzleti inkubációs piacot is érzékenyen érintik, amely földrajzi helyzeténél fogva különösen kitett az orosz–ukrán háborúnak. A startupokat ez inkább távolodásra ösztökéli a régióból, ahelyett hogy e terület a költségelőnyét és a tehetséges szakemberekből álló bő kínálatát érvényesítve magához vonzaná a nemzetközi piacról a vállalkozni kívánó tehetséges alapítók új cégeit. Emiatt – az üzleti inkubációs intézmények nemzetközi trendekhez illeszkedő fejlődése ellenére – egyelőre összességében nem javul a régió esélye, hogy folytatódjon és elmélyüljön a háború kitörését megelőzően megkezdett beépülése a nemzetközi vérkeringésbe.

Hivatkozások

- ACCEL [2023]: Europe and Israel's startup founder factories and the founder journey. Accel, London. <https://www.accel.com/noteworthy/founder-factory>.
- ADMATI, A.–PFEIDERER, P. [1994]: Robust Financial Contracting and the Role of Venture capitalists. *Journal of Finance*, Vol. 49. No. 2. 371–402. o. <https://doi.org/10.2307/2329157>.
- AERNOUDT, R. [2017]: The Scale-Up Gap and How to Address It. *Venture capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, Vol. 19. No. 4. 361–372. o. <https://doi.org/10.1080/13691066.2017.1348724>.
- AFME [2022]: Capital Markets Union Key Performance Indicators – Fifth Edition European Capital Markets: Five years tracking the development of CMU – how much progress has been made? Association for Financial Markets in Europe, november https://www.afme.eu/portals/0/dispatchfeaturedimages/afme%20cmu%20key%20performance%20indicators%20report%20nov%2022.pdf?utm_campaign=cmu&utm_source=afme&utm_medium=email&utm_i=3TYX,1I5V9,2VKSI4,5JU2R,1.
- AGRAWAL, A.–CATALINI, C.–GOLDFARB, A. [2016]: Are Syndicates the Killer App of Equity Crowdfunding? *California Management Review*, Vol. 58. No. 2. <https://doi.org/10.1525/cmr.2016.58.2.111>.
- ALDATMAZ, S.–QUIMET, P.–VAN WESEP, E. D. [2018]: The option to quit: The effect of employee stock options on turnover. *Journal of Financial Economics*, Vol. 127. No. 1.136–151. o.
- ALOIS, J. D. [2022a]: ECSPR European Commission Extends Transition Period for Pan-European Crowdfunding Rules. *Crowdfund Insider*, július 19. <https://www.crowdfundinsider.com/2022/07/193859-ecspr-european-commission-extends-transition-period-for-pan-european-crowdfunding-rules/>.

- ALOIS, J. D. [2022*b*]: Ten Years Ago, a Framework for European Crowdfunding was Revealed, Where are we now? Crowdfund Insider, november 10. <https://www.crowdfundinsider.com/2022/11/198456-ten-years-ago-a-framework-for-european-crowdfunding-was-revealed-where-are-we-now/>.
- ALOIS, J. D. [2022*c*]: SeedBlink Gains ECSPR Approval to Provide Pan-European Investment. Crowdfund Insider, november 7. <https://www.crowdfundinsider.com/2022/11/198336-seedblink-gains-ecspr-approval-to-provide-pan-european-investment/>.
- ALOIS, J. D. [2023]: Here is the list of European Crowdfunding Platforms Approved Under ECSPR. Crowdfund Insider, január 24. <https://www.crowdfundinsider.com/2023/01/201529-here-is-the-list-of-european-crowdfunding-platforms-under-ecspr/>.
- ALOIS, J. D. [2023]: Seedrs: 14,000+ Individuals Have Invested £22+ Million in SEIS Eligible Firms. Crowdfund Insider, április 13. <https://www.crowdfundinsider.com/2023/04/205315-seedrs-14000-individuals-have-invested-22-million-in-seis-eligible-firms/>.
- AMERI, J. [2022]: Celebrating 10 years of Startup Wise Guys. ArcticStartup, február 16. <https://arcticstartup.com/celebrating-10-years-of-startup-wise-guys/>.
- AMIT, R.–BRANDER, J.–ZOTT, C. [1998]: Why do venture capital firms exist? Theory and Canadian evidence. *Journal of Business Venturing*, Vol. 13. No. 6. 441–466. o. [https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(97\)00061-X](https://doi.org/10.1016/S0883-9026(97)00061-X).
- ASERE, A. [2021]: Accelerators Extended by One Year. Labs of Latvia, augusztus 2. <https://labsflatvia.com/en/news/accelerators-extended-by-one-year>.
- ATOMICO [2019]: The State of European Tech, 2019. November 21. <https://2019.stateofeuropeantech.com/chapter/key-findings/>.
- ATOMICO [2020]: The State of the European Tech 2020. Atomico, <https://2020.stateofeuropeantech.com/>.
- ATOMICO [2021]: The State of European Tech 2021, Atomico, december 14. <https://digital-strategy.ec.europa.eu/en/library/state-european-tech-2021>.
- ATOMICO [2022*a*]: State of European Tech22. The definitive take on European tech. https://prismic-io.s3.amazonaws.com/atomico-2022/cdfde802-3ed7-4248-b5db-b4b981741f29_Atomico-Report22_ready-to-upload.pdf vagy <https://stateofeuropeantech.com/>.
- ATOMICO [2022*b*]: State of European Tech22. European tech, a new reality. <https://stateofeuropeantech.com/1.european-teach-a-new-reality>.
- ATOMICO [2023]: State of European Tech First Look 2023. <https://stateofeuropeantech.com/2023-first-look>.

- 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. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2014.01.015>.
- AVDEITCHIKOVA, S. [2012]: The Geographic Organization of Venture Capital and Business Angels. Megjelent: *Landström, H.–Mason, C.* (szerk.): *Handbook of Research on Venture Capital*. Vol. 2. A Globalizing Industry. Edward Elgar Publishing, Cheltenham, 175–208. o. <https://doi.org/10.4337/9781781009116.00017>.
- AVDEITCHIKOVA, S.–LANDSTRÖM, H. [2016]: The Economic Significance of Business Angels: Towards Comparable Indicators. Megjelent: *Landström, H.–Mason, C.* (szerk.): *Handbook of Research on Business Angels*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, 53–75. o. <https://doi.org/10.4337/9781783471720.00008>.
- BAE [2022a]: Angel investing is stronger than ever – but expect a lot more in the years to come. *Business Angels Europe*, február 11. <https://www.businessangelseurope.com/post/angel-investing-is-stronger-than-ever-but-expect-a-lot-more-in-the-years-to-come/>.
- BAE [2022b]: Business Angels Europe: Why VAUBAN offers seamless syndication for your angel network. *Business Angels Europe*, április 21. <https://businessangelseurope.com/post/why-vauban-offers-seamless-syndication-for-your-angel-network/>.
- BAF [2018]: Understanding the Nature and Impact of the Business Angels in Funding Research and Innovation. Final Report. *Business Angel Funding*, http://www.eban.org/wp-content/uploads/2017/11/Final-Report_Understanding-the-Nature-and-Impact-of-the-business-angels-in-Funding-Research-and-Innovation_FV.pdf.
- BAHRAMI, H. –EVANS, S. [1995]: Flexible re-cycling and high-technology entrepreneurship. *California Management Review*, Vol. 37. No. 3. 62–89. o. <http://dx.doi.org/10.2307/41165799>.
- BAI, J.–BERNSTEIN, S.–DEV, A.–LERNER, J. [2022]: The Dance Between Government and Private Investors: Public Entrepreneurial Finance around the Globe. SSRN Working Paper, No. 3834040. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3834040>.
- BAIN & COMPANY [2022]: Private Equity and Venture capital in Central and Eastern Europe. Bain & Company, https://www.bain.com/globalassets/noindex/2022/bain_report-private_equity_and_venture_capital_in_central_and_eastern_europe.pdf.
- BAKER, G. P. –JENSEN, M. C.–MURPHY, K. J. [1988]: Compensation and incentives: Practice vs. theory. *The Journal of Finance*, Vol. 43. No. 3. 593–616. o. <http://dx.doi.org/10.1111/j.1540-6261.1988.tb04593.x>.

- BALCERZAK, M. [2020]: Startup Accelerator of the Month. Statup Wise Guys. Vestbee.com, október 12. <https://www.vestbee.com/blog/articles/startup-accelerator-of-the-month-startup-wise-guys/>.
- BALCERZAK, M. [2021]: Startup Accelerator of the Month. EIT Digital Accelerator. Vestbee.com, március 2. <https://www.vestbee.com/blog/articles/startup-accelerator-of-the-month-eit-digital-accelerator>.
- BÁNÁTI ANNA [2020]: Nincs fiú- vagy lányprojekt, csak jó és rossz. Forbes.hu, szeptember, <https://magazin.forbes.hu/2020-szeptember/nincs-fiu-vagy-lanyprojekt-csak-jo-es-rossz>.
- BARROWS, G. [2017]: Do Entrepreneurship Policies Work? Evidence from 460 Start-Up Program Competitions Across the Globe. FAERE Working Paper, 2018.02. http://faere.fr/pub/WorkingPapers/Barrows_FAERE_WP2018.02.pdf.
- BASU TRIVEDI, N. [2020]: The Rise of the Solo Capitalists. Substack.com, július 8. <https://ntb.substack.com/p/the-rise-of-the-solo-capitalists/>.
- BAUER, S.–OBWEGESER, N.–AVDAGIC, Z. [2016]: Corporate Accelerators: Transferring technology innovation to incumbent Companies. MCIS 2016 Proceedings. 57. <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. <https://doi.org/10.1080/13691066.2016.1259733>.
- BELLEFLAMME, P.–LAMBERT, T. [2014]: Crowdfunding: Some Empirical Findings and Microeconomic Underpinnings. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2437786>.
- BELLEFLAMME, P.–LAMBERT, T.–SCHWIENBACHER, A. [2013]: Individual Crowdfunding practices. Venture Capital, Vol. 15. No. 4. 313–333. o. <https://doi.org/10.1080/13691066.2013.785151>.
- BELLEFLAMME, P.–OMRANI, N.–PEITZ, M. [2015]: The Economics of Crowdfunding Platforms. Information Economics and Policy, 33, C, 11–28. o. <https://doi.org/10.1016/j.infoecopol.2015.08.003>.
- BERGEMANN, D.–HEGE, U. [1998]: Venture Capital Financing, Moral Hazard, and Learning. Journal of Banking and Finance, Vol. 22. No. 6–8. 703–735. o. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(98\)00017-X](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(98)00017-X).
- 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. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2011.03.008>.

- BILBOE, C. [2020]: Poland's top seed investors to know. Get an inside look into Poland's seed investor squad. Sifted EU, július 23. <https://sifted.eu/articles/poland-top-seed-investors>.
- BLACK, B.–GILSON, R. J. [1998]: Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Bank versus Stock Markets. *Journal of Financial Economics*, Vol. 47. No. 3. 243–277. o. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(97\)00045-7](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(97)00045-7).
- 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. <https://doi.org/10.1007/s11187-017-9876>.
- 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. <https://doi.org/10.1007/s10842-007-0029-3>.
- 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. o. 137–175. o. <https://doi.org/10.1080/13691066.2019.1608697>.
- 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. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.12.029>.
- BRADFORD, C. S. [2012]: Crowdfunding and the Federal Securities Laws. *Columbia Business Law Review*, 1, 1–150.
- BRADFORD, C. S. [2018]: The Regulation of Crowdfunding in the United States. Megjelent: *Cumming, D.–Hornuf, L.* (szerk.): *The Economics of Crowdfunding*, Palgrave Macmillan, London, 185–217. o. https://doi.org/10.1007/978-3-319-66119-3_9.
- 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. <https://doi.org/10.1177/0266242617729743>.
- Browne, O. [2021]: European Startup Nations Alliance. Sifted EU, november 11. <https://sifted//dealroom.co/blog/european-startup-nations-alliance>.
- BROWNE, R. [2023]: Europe is producing more startup 'mafias' than ever despite tech rout. CBNC, május 24. <https://www.cnb.com/2023/05/24/europe-and-israel-produce-more-startup-mafias-despite-tech-rout-accel.html>.
- BRUSH, C. G.–EDELMAAN, 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. <https://doi.org/10.1080/13691066.2012.654604>.

- 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. <https://doi.org/10.1111/etap.12143>.
- BUCKSKY PÉTER [2020]: Egy állami program, amit nem az oligarchákra szabtak, és rögtön jobban is az eredmények. G7.hu, május 26. <https://g7.hu/vallalat/20200526/egy-allami-program-amit-nem-az-oligarchakra-szabtak-es-rogton-jobbak-is-az-eredmenyek/>.
- CAPIZZI, V.–CARLUCCIO, E. [2016]: Competitive Frontiers in Equity Crowdfunding: The Role of Venture Capitalists and Business Angels in the Early-Stage Financing Industry. Megjelent: *Bottiglia, R.–Pichler, F. (szerk.): Crowdfunding for SMEs: A European Perspective*. Palgrave Macmillan, London, 117–157. o. https://doi.org/10.1057/978-1-137-56021-6_6.
- CBINSIGHTS [2022]: State of Venture Global 2021. CBInsights, január 12. <https://www.cbinsights.com/research/report/venture-trends-2021/>.
- CBINSIGHTS [2023]: State of Venture. Global 2022. CBInsights, január 11. <https://www.cbinsights.com/research/report/venture-trends-2022/>.
- CCAF [2021]: The 2nd Global Alternative Finance Market Benchmarking Report 2021. Cambridge Centre for Alternative Finance – University of Cambridge Judge Business School, Cambridge, <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/the-2nd-global-alternative-finance-market-benchmarking-report/>.
- CHAN, Y.S. [1983]: On the Positive Role of Financial Intermediation in Allocation of Venture Capital in Market with Imperfect Information. *Journal of Finance*, Vol. 38. No. 5. 1543–1568. o. <https://doi.org/10.2307/2327586>.
- CHANG, X.–FU, K.–LOW, A.–ZHANG, W. [2015]: Non-executive employee ownership and corporate innovation. *Journal of Financial Economics*, Vol. 115. No. 1. 168–188. o. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.09.002>.
- CHEMMANUR, T. J.–KRISHNAN, K.–NANDY, D. K. [2011]: 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. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1025322>.
- CHERNENKO, S.–LERNER, J.–ZENG, Y. [2017]: Mutual Funds as Venture capitalists? Evidence from Unicorns. European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper, No. 675/2020. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2897254>.
- CHOLAKOVA, M.–CLARYSSE, B. [2015]: Does the Possibility to Make Equity Investments in Crowdfunding Projects Crowd Out Reward-Based Investments? *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 39. No. 1. 145–172. o. <https://doi.org/10.1111/etap.12139>.

- CHUONG DEGROTE, A.-T. [2021]: VCs using scouts means founders get the short end of the stick. Sifted EU, november 1. <https://sifted.eu/articles/vc-scout-programme-problems>.
- CLARYSSE, B.–WRIGHT, M.–VAN HOVE, J. [2015]: A Look Inside Accelerators: Building Businesses. Nesta, London, https://media.nesta.org.uk/documents/a_look_inside_accelerators.pdf.
- COHEN, S.–BINGHAM, C. B. [2013]: How to Accelerate Learning: Entrepreneurial Ventures Participating in Accelerator Programs. Academy of Management Annual Meeting Proceedings, No. 1. 14803–14803. o. <https://doi.org/10.5465/AMBPP.2013.14803abstract>.
- COHEN, S.–HOCHBERG, Y. [2014]: Accelerating Startups: The Seed Accelerator Phenomenon. Working Paper, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2418000>.
- COLOMBO, M. G.–CROCE, A.–GUERINI, M. [2013]: The effect of public subsidies on firms' investment–cash flow sensitivity: Transient or persistent? Research Policy 42, 1605–1623. <https://doi.org/10.1016/j.respol.2013.07.003>.
- Colombo, M. G.–Delmastro, M. [2002]: How Effective Are Technology Incubators? Evidence from Italy. Research Policy, Vol. 31. 1103–1122. o. [https://doi.org/10.1016/S0048-7333\(01\)00178-0](https://doi.org/10.1016/S0048-7333(01)00178-0).
- 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. <https://doi.org/10.1111/etap.12118>.
- COMPUTERWORLD [2020]: Több mint kétmilliárd forintos támogatásban részesülnek hazai startup inkubátorok. Computerworld, december 11. <https://computerworld.hu/uzlet/tobb-mint-ketmilliard-forntos-tamogatasban-reszesulnek-hazai-startup-inkubatorok-288038.html>.
- CORDOVA, A.–DOLCI, J.–GIANFRATE, G. [2015]: The Determinants of Crowdfunding Success: Evidence from Technology Projects. Procedia – Social and Behavioural Sciences, Vol. 181. 115–124. o. <https://doi.org/10.1016/j.sbspro.2015.04.872>.
- CORNELLI, F.–YOSHA, O. [2003]: Stage Financing and the Role of Convertible Securities. Review of Economic Studies, Vol. 70. No. 1. 1–32. o. <https://doi.org/10.2139/ssrn.322460>.
- 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. 1. 189–206. o. <https://doi.org/10.1007/s11187-014-9582-4>.
- CUMMING, D. [2006]: Adverse Selection and Capital Structure: Evidence from Venture Capital. Entrepreneurship Theory and Practice, Vol. 30. No. 2. 155–183. o. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.261693>.

- CUMMING, D.–HORNUF, L. (szerk.) [2018]: *The Economics of Crowdfunding. Startups, Portals and Investor Behavior*. Palgrave Macmillan, London, <https://doi.org/10.1007/978-3-319-66119-3>.
- CUMMING, D.–JOHAN, S. [2013]: *Venture Capital and Private Equity Contracting: An International Perspective*. 2. kiadás, Elsevier, Amszterdam.
- CUMMING, D.–JOHAN, S.–ZHANG, Y. [2018]: *Public Policy Towards Entrepreneurial Finance: Spillovers and the Scale-up Gap*. <https://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. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2016.08.022>.
- DAVIDSON, A.–GUTTENTAG, M. [2020]: *Acceleration in Asia-Pacific: Early Impacts on Participating Ventures*. A Knowledge Brief by the Global Accelerator Learning Initiative (GALI). <https://www.galidata.org/publications/acceleration-in-asia-pacific-early-impacts-on-participating-ventures/>.
- DAVIDSON, A.–ROBERTS, P.–GUTTENTAG, M.–HUME, V. [2021]: *A Rocket or a Runway? Examining Venture Growth During and After Acceleration*. Global Accelerator Learning Initiative (GALI), https://www.galidata.org/assets/report/pdf/Rocket%20or%20Runway_EN.pdf.
- DEALROOM [2018]: *The Journey to Series A in Europe*. Fundraising benchmarks for founders of early-stage companies. Part I. <https://blog.dealroom.co/wp-content/uploads/2018/11/The-Journey-to-Series-A-in-Europe.pdf/>.
- DEALROOM [2021a]: *Coming of age: Central and Eastern European startups*. Dealroom, október. <https://www.eban.org/wp-content/uploads/2021/11/Dealroom-report-Google-Atomico-CEE-2021.pdf>.
- DEALROOM [2021b]: *Startup cities in the entrepreneurial age*. Dealroom, július 8. <https://dealroom.co/uploaded/2021/07/Dealroom-sifted-startup-cities-in-the-entrepreneurial-age.pdf>.
- DEALROOM [2022a]: *The state of VC in 2022*. május 31. <https://dealroom.co/reports/the-state-of-vc-in-2022>.
- DEALROOM [2022b]: *Central and Eastern European startups*. November, <https://dealroom.co/uploaded/2022/11/Dealroom-GoogleAtomicCredo-CEE-2022.pdf>.
- DEALROOM [2022c]: *Startupmaffias*. november 1. https://app.dealroom.co/lists/17638?utm_campaign=Weekly%20newsletters&utm_medium=email&_hsmi=224811367.
- DEALROOM [2023]: *The Lithuanian startups ecosystem 2022 review*. Dealroom, február, <https://dealroom.co/uploaded/2023/02/Dealroom-Lithuania-report-2022.pdf?x67701>.

- DEBRECZENI ANNA [2021]: Amikor két világ találkozik: mit keres egy kockázati tőkealap-kezelő az egyetem falain belül? G7.hu, szeptember 3. <https://g7.hu/tamogatoi-tartalom/20210903/amikor-ket-vilag-talal kozik-mit-keres-egy-kockazati-tokealap-kezo-az-egyetem-falain-belul/>.
- DEMPWOLF, C.–AUER, J.–D'IPPOLITO, M. [2014]: Innovation Accelerators: Defining Characteristics among Startup Assistance Organizations. <https://doi.org/10.13140/RG.2.2.36244.09602>.
- DENYSIUK, M. [2022]: Czech DEPO Ventures opens €20M angel fund for early-stage startups from the CEE. AIN.Capital, október 10. <https://ain.capital/2022/10/10/depo-ventures-opens-20m-angel-fund/>.
- DIGITAL POLAND [2022]: Digital Champions CEE 2022. 2. kiadás, Digital Poland Foundation, Varsó, https://digitalpoland.org/assets/publications/Digital_Champions_CEE_2022_221201.pdf.
- DJURICKOVIC, T. [2023]: Key drivers for the innovation of the tech ecosystem – five year predictions from Techstars. Tech.eu, április 17. <https://tech.eu/2023/04/17/key-drivers-for-the-innovation-of-the-tech-ecosystem-predictions-for-the-next-five-years/>.
- DOMOKOS ERIKA [2021]: Magyar befektetőktől is kapott tőkét egy román ígéretes vállalkozás. Napi.hu, november 9. <https://www.napi.hu/tech/magyar-tokebefektetes-mesterseges-intelligencia-bank-startup-romania.739924.html>.
- DOTTA, P. [2020]: 10 European Countries With the Best Tax Reliefs for Startups. Altar.io, április 16. <https://altar.io/incorporating-startup-eu-overview-tax-reliefs-country/>.
- DRAGOV, I. [2022]: Founder factories fuelling next gen startups. Dealroom, november 29. <https://dealroom.co/blog/founder-factories-fuelling-next-gen-startups/>.
- DRORI, I.–WRIGHT, M. [2018]: Accelerators: characteristics, trends and the new entrepreneurial ecosystem. Megjelent: *Wright, M.–Drori, I. (szerk.): Accelerators. Successful Venture Creation and Growth.* Cheltenham, Edward Elgar, 1–20. o. <https://doi.org/10.4337/9781786434098.00005>.
- DROVER, W.–BUSENITZ, L.–MATUSIK, S.–TOWNSEND, D.–ANGLIN, A.–DUSHNITSKY, 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. <https://doi.org/10.1177/0149206317690584>.
- 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. <https://doi.org/10.1525/cm.2016.58.2.44>.

- EBAN [2019]: Statistics Compendium European Early Stage Market Statistics 2018. European Business Angel Network, <http://eban.img.musvcl.net/static/90357/documenti/ConsoleDocuments/Statistics%202018%20Compendium%20-%20FINAL.pdf>.
- EBAN [2020]: EBAN Statistics Compendium 2019. EBAN Secretariat, Brüsszel, <https://www.eban.org/wp-content/uploads/2020/12/EBAN-Statistics-Compendium-2019.pdf>.
- EBAN [2021]: EBAN Statistics Compendium 2020. EBAN, Brüsszel, <https://www.eban.org/statistics-compendium-2020-european-early-stage-market-statistics/>.
- EBAN [2022]: EBAN Statistics Compendium 2021. EBAN, Brüsszel, <https://www.eban.org/wp-content/uploads/2021/12/EBAN-Statistics-Compendium-2021-1.pdf>.
- EC [2021]: Declaration on the EU Startup Nations Standard of Excellence. European Commission, <https://startupnationsstandard.eu/files/SNS-declaration.pdf>.
- EC [2022]: Horizon Europe Programme HORIZON-EIC-2022-START UPEU-01 call: Enhancing synergies between the EIC and Startup Europe. Guidance document. Versuion 1.0. European Commission, Brüsszel, augusztus 19. <https://ec.europa.eu/info/funding-tenders/opportunities/docs/2021-2027/horizon/guidance/guidance-document-horizon-eic-2022-startupeu01-en.pdf>.
- EHRHARD, J. [2018]: The Origin and Evolution of the Startup Studi. Medium, június 8. <https://medium.com/collider/the-origin-and-evolution-of-the-startup-studio-3e442c35d21>.
- EIC [2022]: European Innovation Council Fund set to be fully operational. European Innovation Council, szeptember 29. https://eic.ec.europa.eu/new/european-innovation-council-fund-set-fully-operational-2022-09-29-en?_mtm_campaign=nwl_10_2022.
- EIC [2023]: First EIC Accelerator 2023 cut-off – continued high demand for blended finance. European Innovation Council, január 20. https://eic.ec.europa.eu/news/first-eic-accelerator-2023-cut-continued-high-demand-blended-finance-2023-01-20_en?mtm_campaign=nwl_01_2023.
- EMERGING EUROPE [2019]: Ustream founder launches CEE venture capital fund. Emerging Europe, április 5. <https://emerging-europe.com/business/ustream-founder-launches-cee-venture-capital-fund/>.
- ESOP [2019]: ESOP Economic Performance Report. The Economic Performance Survey. The ESOP Association, <https://assets-tea.s3.us-east-2.amazonaws.com/assets/public/2020-06/2019%20EPS%20Report%20Digital.pdf>.

- EstBAN [2018]: EstBAN launches Nordic Angel Program. EstBAN, 2018. <https://estban.ee/new/nordic-angel-program/estban-launches-nordic-angel-program/>.
- EstBAN [2020]: Annual Review 2020. <https://estban.ee/annual-reviews/>.
- EU [2020]: Az Európai Parlament és a Tanács (EU) 2020/1503 rendelete (2020. október 7.) az európai közösségi finanszírozási üzleti szolgáltatókról, valamint az (EU) 2017/1129 rendelet és az (EU) 2019/1937 irányelv módosításáról. HL, L 347/1. október 20. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/?uri=CELEX:32020R1503>.
- EUROPEAN PARLIAMENT [2020]: Final vote on EU rules for crowdfunding platforms. Press Releases, Plenary Session Econ, október 5. <https://www.europarl.europa.eu/news/en/press-room/20201002IPR88439/final-vote-on-eu-rules-for-crowdfunding-platforms>.
- 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. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2018.03.001>.
- FARRE-MENSA, J.–HEGDE, D.–LJUNGQVIST, A. [2020]: What Is a Patent Worth? Evidence from I.S. Patent 'Lottery'. *Journal of Finance*, Vol. 75. No. 2. 639–682. o. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2704028>.
- FAZEKAS BALÁZS.–BECSKY-NAGY PATRICIA. [2018]: Az állam a kockázati tőkés szerepében. *Közgazdasági Szemle*, 65. évf. 12. sz. 1257–1280. o. <http://dx.doi.org/10.18414/Ksz.2018.12.1257>.
- FEHDER, D. C.–HOCHBERG, Y. V. [2019]: Spillover Effects of Startup Accelerator Programs: Evidence from Venture-backed Startup Activity. Kézirat, <http://yael-hochberg.com/assets/portfolio/FH.pdf>.
- FEHDER, D. C.–HOCHBERG, Y. V. [2019]: Spillover Effects of Startup Accelerator Programs: Evidence from Venture-Backed Startup Activity. <http://yael-hochberg.com/assets/portfolio/FH.pdf>.
- FELIPE, I. J. D. S.–HARRISON, F.–CERIBELI, H. B.–LANA, T. Q. [2017]: Investigating the level of financial literacy of university students. *RACE*, Vol. 16. No. 3. <https://doi.org/10.18593/race.v16i3.13458>.
- FILATOTCHEV, I.–WRIGHT, M.–ARBERK, M. [2006]: Venture Capitalists, Syndication and Governance in Initial Public Offerings. *Small Business Economics*, Vol. 26. No. 4. 337–350. o. <https://doi.org/10.1007/s11187-005-2051-3>.
- FORBES, G. [2021]: Part I: Employee Equity in a Changing Venture Landscape. Medium, január 17. <https://gforbes.medium.com/part-i-employee-equity-in-a-changing-venture-landscape-fae40f707bae>.

- 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. <https://doi.org/10.1177/0266242614547827>.
- G. TÓTH ILDA [2023]: Nem akartam választani. *Forbes*, május. 98–105. o. <https://magazin.forbes.hu/2023-majus/nem-akartam-valasztani>.
- 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. <https://doi.org/10.1145/2530540>.
- 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. 1–10. o.
- GILLET, K. [2021b]: Is equity crowdfunding about to take off in eastern Europe? *Sifted EU*, október 4. <https://sifted.eu/articles/equity-crowdfunding-eastern-europe/>.
- GILLET, K. [2021a]: A peek into Eastern Europe’s biggest female angel investor club. 2021. *Sifted EU*, július 8. <https://sifted.eu/articles/lumus-cee-female-angel/>.
- GIOT, P.–SCHWIENBACHER, A. [2007]: IPOs, Trade Sales and Liquidations: Modelling Venture Capital Exits Using Survival Analysis. *Journal of Banking and Finance*, Vol. 31. No. 2. 679–702. o. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2006.06.010>.
- GIUDICI, G. [2016]: Equity Crowdfunding of an Entrepreneurial Activity. Megjelent: *Audresch, D.–Lehmann, E.–Meoli, M.–Vismara, S.* (szerk.): *University Evolution, Entrepreneurial Activity and Regional Competitiveness*. Springer, New York, 415–425. o. https://doi.org/10.1007/978-3-319-17713-7_20.
- GOLOVICS, M. [2022]: 021: A Year in Review at Day One capital. *Medium*, január 13. <https://medium.com/day-one-capital/2021-a-year-in-review-at-day-one-capital-f58c78058a95>.
- GÓLYA ÁGNES [2023]: Egy szón bukott el a magyar startup világ lényegi előrelépése. *Forbes*, április 13. <https://forbes.hu/uzlet/magyarorszag-esna-startup-kormany-reszletek>.
- GOMPERS, P. [1995]: Optimal Investment, monitoring, and the Staging of Venture Capital. *Journal of Finance*, Vol. 50. No. 5. 1461–1489. o.
- GOMPERS, P. A.–KOVNER, A.–LERNER, J.–SCHARFSTEIN, D. [2010]: Performance Persistence in Entrepreneurship. *Journal of Financial Economics*, Vol. 96. 18–32. o. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2009.11.001>.

- GOMPERS, P. A.–MUKHARLYAMOV, V. [2022]: Transferable Skills? Founders as Venture capitalists. NBER Working Paper, No. 29907. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4074290>.
- 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.
- GONZALES-URIBE, J.–HMADDL, Q. [2022]: The multi-dimensional impacts of business accelerators: what does the research tell us? London School of Economics and Political Science, London, június, <https://doi.org/10.21953/lse.zihldr5uuxhy>.
- GONZALEZ-URIBE, J.–LEATHERBEE, M. [2018]: The effects of business accelerators on venture performance: Evidence from Start-Up Chile. *Review of Financial Studies*, Vol. 31. No. 4. 1566–1603. o. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhx103>.
- GONZALEZ-URIBE, J.–REYES, S. [2021]: Identifying and Boosting “Gazelles”: Evidence from Business Accelerators. *Journal of Financial Economics*, Vol. 139. No. 1. 260–287. o. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2020.07.012>.
- GORDON, J. [2022]: SAFE, Convertible Note, or Equity – Explained. Considerations when Choosing how to Fund a Business? *The Business Professor*, április 15. https://thebusinessprofessor.com/en_US/business-transactions/safe-vs-convertible-note-vs-equity.
- GORMAN, M.–SAHLMAN, W. A. [1989]: What do venture capitalists do? *Journal of Business Venturing*, Vol. 4. No. 4. 231–248. o. [https://doi.org/10.1016/0883-9026\(89\)90014-1](https://doi.org/10.1016/0883-9026(89)90014-1).
- 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. <https://doi.org/10.2307/23464456>.
- GRIFFIN, Z. J. [2012]: Crowdfunding: Fleecing the American Masses. *Journal of Law, Technology and the Internet*, Vol. 4. No. 2. 375–410. o. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2030001>.
- GROSZKOWSKA, K. [2022]: Top Business Angel Networks in CEE. *Vestbee*, június 29. <https://www.vestbee.com/blog/articles/top-business-angel-networks-in-cee>.
- GSSN [2019]: Rise of the Startup Studio. White Paper, Global Startup Studio Network, <https://morrow.co/rise-of-startup-studios/>.
- GUENTHER, C.–JOHAN, S.–SWEITZER, D. [2018]: Is the crowd sensitive to distance? – how investment decision differ by investor type. *Small Business Economy*, Vol. 50. No. 2. 289–305. o. <https://doi.org/10.1007/s11187-016-9834-6>.

- HAECK, P.–COI, G. [2021]: EU tries on new role as venture capitalist. Politico, november 24. <https://www.politico.eu/article/eu-technology-role-startup-investor-venture-capital/>.
- HALLEN, B. L.–BINGHAM, CB.–COHEN, S. [2016]: Do Accelerators Accelerate? A Study of Venture accelerators as a Path to Success. Academy of Management Annual Meeting Proceedings, No. 1. 1295–12955. o. <https://doi.org/10.5465/AMBPP.2014.185>.
- HALLEN, B. L.–COHEN, S. L.–BINGHAM, C. B. [2020]: Do Accelerators Work? If So, How? Organization Science, Vol. 31. No. 2. 378–414. o. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2719810>.
- HANSFORD R. [2019]: Capital Markets Union. Key Performance Indicators. Second Edition, Association for Financial Markets in Europe (AFME), London, <https://www.afme.eu/publications/reports/details/capital-markets-union--key-performance-indicators-second-edition>.
- HARRISON, R. T. (szerk.) (2016): Crowdfunding and Entrepreneurial Finance. Paperbacked edition, Routledge, London, <https://doi.org/10.4324/9781315682440>.
- HARRISON, R. T.–DON, K.–GLANCEY-JOHNSON, K.–GREIG, M. [2010]: 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. <https://doi.org/10.1080/13691066.2010.486149>.
- HARRISON, R. T.–MASON, C. M. [1992]: International Perspectives on the Supply of Informal Venture capital. Journal of Business Venturing, Vol. 7. No. 6. 459–475. o. [https://doi.org/10.1016/0883-9026\(92\)90020-r](https://doi.org/10.1016/0883-9026(92)90020-r).
- 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. <https://doi.org/10.1080/13691066.2019.1562627>.
- 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. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2005.06.007>.
- HELLMANN, T.–PURI. M. [2002]: Venture capital and professionalization of start-ups firms: Empirical evidence. Journal of Finance, Vol. 57. No. 1. 167–197. o. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00419>.
- HIVENTURES [2021]: Már 350 vállalkozás részesült tőkebevonásban a Hiventures portfóliójában. Hiventures, február 23. <https://www.hiventures.hu/hirek/mar-350-vallalkozas-reszesult-tokebevonasban-a-hiventures-portfoliojaban>.
- Hochberg, Y. V. [2016]: Accelerating Entrepreneurs and Ecosystems: the Seed Accelerator Model. Innovation Policy and the Economy, Vol. 16. 25–51. o. <https://doi.org/10.1086/684985>.

- HOCHBERG, Y. V.–FEHDER, D.C. [2015]: Entrepreneurship. Accelerators and Ecosystem. *Science*, Vol. 348. No. 6240. 1202–1203. o. <https://doi.org/10.1126/science.aab3351>.
- HOCHBERG, Y. V.–LINDSEY, L. A. [2010]: Incentives, targeting, and firm performance: An analysis of non-executive stock options. *The Review of Financial Studies*, Vol. 23. No. 11. 4148–4186. o. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1267393>.
- HODGSON, L. [2022a]: How VC scout networks are gaining traction in Europe. Pitchbook, február 11. <https://pitchbook.com/news/articles/vc-scout-networks-startup-sourcing-europe/>.
- HODGSON, L. [2022b]: Plural taps Europe’s seasoned founders to find early-stage opportunities. Pitchbook, június 27. <https://pitchbook.com/news/articles/early-stage-investment-platform-europe-plural/>.
- HODGSON, L. [2023]: The 10 most active VCs in European early-stage deals. Pitchbook, március 22. <https://pitchbook.com/news/articles/top-vc-investor-europe-early-stage>.
- HOFFMAN, D. L.–RADOJEVICH-KELLEY, N. [2012]: Analysis of Accelerator Companies: An Exploratory Case Study of Their Progras, 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. <https://www.ifo.de/DocDL/dice-report-2016-2-hornuf-schmitt-june.pdf>.
- HORNUF, L.–SCHMITT, M.–STENZHORN, E. [2020]: Does a Local Bias Exist in Equity Crowdfunding? Max Planck Institute for Innovation & Competition Research Paper No. 16-07, CESifo Working Paper No. 8154. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3555581>.
- HORNUF, L.–SCHWIENBACHER, A. [2016]: Crowdfunding – Angel Investing for the Masses? Megjelent: *Landström, H.–Mason, V.* (szerk.): Handbook of Research on Venture Capital. Vol. 3. Business Angels. Edward Elgar, Cheltenham, 381–397. o. <https://ssrn.com/abstract=2401515>.
- HORNUF, L.–SCHWIENBACHER, A. [2017]: Should securities regulation promote equity crowdfunding? *Small Business Economics*, Vol. 49. No. 3. 579–593. o. <https://doi.org/10.1007/s11187-017-9839-9>.
- HORNUF, L.–SCHWIENBACHER, A. [2018]: Market Mechanisms and Funding Dynamics in Equity Crowdfunding. *Journal of Corporate Finance*, Vol. 50 C. 556–574. o. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2017.08.009>.
- 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. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2012.01085.x>.

- HUET, E. [2022]: Would You Invest \$10,000 in a Friend's Startup? Bloomberg, szeptember 29. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-09-29/silicon-valley-turns-angel-investing-into-a-social-currency/>.
- IBRAHIM, D. M. [2008]: The (Not So) Puzzling Behavior of Angel Investors. *Vanderbilt Law Review*, Vol. 61. No. 5. 1405–1452. o. <https://ssrn.com/abstract=984899>.
- ILLÉS RICHÁRD–LOVAS ANITA [2018]: A hazai kockázati tőke-befektetések értékelése, különös tekintettel a Jeremie-alapok befektetéseire. *Külgazdaság*, 62. évf. 7–8. sz. 30–55. o. <https://doi.org/10.47630/KULG.2018.62.7-8.30>.
- INSEAD [2017]: Micro-VCs: A Worthwhile Investment? Insead, <https://www.insead.edu/sites/default/files/assets/dept/centres/gpei/docs/insead-student-micro-vcs-a-worthwhile-investment-dec-2017.pdf>.
- INSIDERBLOG.HU [2019]: 23 startup kapott mentorálást a hazai Accelerator programban. május 27. <https://insiderblog.hu/blogzine/2019/05/29/23-startup-kapott-mentoralt-a-hazai-accelerator-programban/>.
- ISENBERG, D. [2010]: The Big Idea: How to Start an Entrepreneurial Revolution. *Harvard Business Review*, június. <https://hbr.org/2010/06/the-big-idea-how-to-start-an-entrepreneurial-revolution/>.
- IVANOV, T. [2022]: Top 10 Crowdfunding Platforms for Your Southeast European Startup. *The Recursive*, november 2. <https://therecursive.com/top-10-crowdfunding-platforms-for-your-southeast-european-startup/>.
- IVANOVNA, E. [2022]: Icanpreneur Ex-Telerik Vesko Kolev on a Mission to Smooth the Transition to Entrepreneurship. *The Recursive*, július 21. <https://therecursive.com/ex-telerik-vesko-kolev-on-a-mission-to-smooth-the-transition-to-entrepreneurship/>.
- Ivanovna, E. [2023]: What Should IT Companies Know About Doing Business in Bulgaria in 2023? *The Recursive*, január 30. <https://therecursive.com/what-should-it-companies-know-about-doing-business-in-bulgaria-in-2023>.
- IVKOVIC, Z.–WEISBENNER, S. [2005]: Local does as local is: information content of the geography of individual investors' common stock investments. *Journal of Finance*, Vol. 60. No. 1. 267–306. o. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00730.x>.
- IVER, R.–KHWAJA, A. I.–LUTTNER, E. F. P.–SHUE, K. [2016]: Screening Peers Softly: Interfering the Quality of Small Borrowers. *Management Science*, Vol. 62. No. 6. 1533–1841. o. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2015.2181>.
- JÁNOSKA RITA [2022]: Kritikus időszakban fordult nyereségbe az OXO technologies Holding Nyrt. gazdálkodása. *OXOblo*, szeptember 15. <https://oxoblog.eu/archives/270/>.

- KÁLLAY, LÁSZLÓ–JÁKI ERIKA. [2019]: The impact of state intervention on the Hungarian venture capital market. *Economic Research-Economiska Istrazivanja*, No. 1.–1–16. <https://doi.org/10.1080/1331677X.2019.1629979>.
- KANNAN, S.–PETERMAN, M. [2022]: *Venture Studios Demystified: How venture studios turn the elusive art of entrepreneurship into repeatable success*. Independently published.
- KAPLAN, S.–LERNER, J. [2010]: It Ain't Broke: The Past, present, and Future of Venture Capital. *Journal of Applied Corporate Finance*, Vol. 22. No. 2. 36–46. o. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2010.00272.x>.
- KAPLAN, S.–LERNER, J. [2016]: *Venture Capital Data: Opportunities and Challenges*. NBER Working Paper, No. 22500. https://www.nber.org/system/files/working_papers/w22500/w22500.pdf.
- KAPLAN, S.–STRÖMBERG, P. [2003]: Financial Contracting Theory Meets the Real World: Evidence from Venture Capital Contracts. *Review of Economic Studies*, Vol. 7. No. 281–315. o. <https://www.hhs.se/contentassets/662e98040ed14d6c93b1119e5a9796a4/kaplanstrombergres2003-published-version.pdf>.
- KAPLAN, S.–STRÖMBERG, P. [2004]: Characteristics, contracts, and actions: Evidence from venture capital analyses. *Journal of Finance*, Vol. 59. No. 5. 2177–2210. o. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2004.00696.x>.
- KARSAI JUDIT [2012]: *A kapitalizmus új királyai. Kockázati tőke Magyarországon és a közép-kelet-európai régióban*. Közgazdasági Szemle Alapítvány–MTA KRTK KTI, Budapest.
- KARSAI JUDIT [2017]: *Furcsa pár. Az állam szerepe a kockázati tőke-piacon Kelet-Európában*. Közgazdasági Szemle Alapítvány–MTA KRTK KTI, Budapest.
- KARSAI JUDIT [2018]: Government venture capital in central and eastern Europe. *Venture Capital*, Vol. 20. No. 1. 73–102. o. <https://doi.org/10.1080/13691066.2018.1411040>.
- KAUFFMAN FELLOWS [2020]: *A Better LP Model for Micro-VC and Emerging Managers*. Kauffman Fellows, április 24. <https://www.kauffmanfellows.org/journal/lp-model-for-micro-vc-and-emerging-managers>.
- KEELEEN, M. [2022]: *European Innovation Council heavily criticized in parliament report*. Euractive.com, július 14. <https://www.euractiv.com/section/digital/news/european-investment-council-heavily-criticised-in-parliament-report/>.
- KERÉNYI ÁDÁM [2019]: *Üzleti angyalokkal, technológiai inkubátorok vezetőivel és kockázati tőkésekkel készített interjúk*. Kézirat, KRTK KTI, Budapest.

- KERÉNYI ÁDÁM [2021]: Esettanulmányok üzleti angyal és akcelerátor szervezetekről. Kézirat, KRTK KTI, Budapest.
- 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. <https://doi.org/10.3386/w15831>.
- KIM, K.–HANN, I.-H. [2019]: Crowdfunding and the Democratization of Access to Capital – An Illusion? Evidence from Housing Prices. *Information Systems Research*, Vol. 30. No. 1. on 276–290. o. <https://doi.org/10.1287/isre.2018.0802>.
- KIRBY, E.–WORNER, S. [2014]: Crowd-Funding: An Infant Industry Growing Fast. IOSCO Staff Working paper, SWP3/2014. <https://www.iosco.org/research/pdf/swp/Crowd-funding-An-Infant-Industry-Growing-Fast.pdf>.
- KIS JUDIT [2023]: 13 milliárdért adta el cégét, most beállt a magyar közösségi finanszírozó ötletpiac mögé. Így épülnek a Brancs régiós álmái. *Forbes*, február, 14. https://forbes.hu/uzlet/brancs-tokeportal-befektetes-startup-otlet/?ct=t%28N_COPY_09%29/.
- 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. <https://doi.org/10.17877/DE290R-12790>.
- KLEYNER, M. [2021]: The Evolution of Venture Capital: Past, present c Future – A birds-eye view. *Medium.com*, február 9. <https://medium.com/flashpointvc/the-evolution-of-venture-capital-past-present-future-a-birds-eye-view-part-1-25a3edbb6c68>.
- KLONOWSKI, D. [2013]: *The Venture Capital Investment Process: Principles and Practice*. Palgrave MacMillan, <https://doi.org/10.1057/9780230110076>.
- KLÖHN, L.–HORNUF, L. [2012]: Crowdinvesting in Deutschland: Markt, Rechtslage und Regulierungsperspektiven. *Journal of Banking Law and Banking*, Vol. 24. No. 4. 237–266. o. <https://doi.org/10.15375/zbb-2012-0401>.
- KLÖHN, L.–HORNUF, L.–SCHILLING, T. [2016]: Financial Contracting in Crowdinvesting: Lessons from the German Market. *German Law Journal*, Vol. 19. No. 3. 509–578. o. <https://doi.org/10.1017/S2071832200022781>.
- KOHLER, T. [2016]: Corporate Accelerators: Building Bridges between Corporations and startups. *Business Horizons*, Vol. 59. No. 3. 347–357. o. <https://doi.org/10.1016/j.bushor.2016.01.008>.
- KONCEREWICZ, K. [2022]: VC Of The Month – Day One Capital, *Vestbee*, november 15. <https://www.vestbee.com/blog/articles/vc-of-the-month-day-one-capital>.

- KOSTADINOVA, R. [2022a]: Romanian TechAngels tripled its investments in 2022, reaching €2.4M. Trending Topics, április 19. <https://www.trendingtopics.eu/romanian-techangels-tripled-its-investments-in-2022-reaching-e2-4m/>.
- KOSTADINOVA, R. [2022b]: European investment platform SeedBlink opens a branch in Bulgaria. Trending Topics, március 28. <https://www.trendingtopics.eu/european-investment-platform-seedblink-opens-a-branch-in-bulgaria/>.
- KOSTANIC, A. M. [2021]: What can international teams gain from Croatia's first AI incubator? Netorcraticija, szeptember 6. <https://www.netocratic.com/bird-incubator-poslovna-inteligencija-111962>.
- KOVÁCS BÁLINT [2016]: Angyal befektetők Romániában. Thinkonomy, <https://thinkonomy.ro/angyal-befektetok-2/>.
- KRONENBERGER, C. [2021]: Accelerators vs Startup Studio. Medium, február 19. <https://medium.com/startup-studio-insider/startup-studios-vs-accelerators-82b8545aba0a>.
- KUPPUSWAMMY, 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. május, <https://www.mbda.gov/sites/default/files/migrated/files-attachments/433-Crowdfunding-Performance-and-Outside-Capital.pdf>.
- KUTI MÓNKA–BEDŐ ZSOLT–GEISZL DOROTTYA [2017]: A tulajdonosi tőke alapú közösségi finanszírozás. Hítelintézeti Szemle, 16. évf. 4. sz. 187–200. o. <https://doi.org/10.25201/HSZ.16.4.187200>.
- KUTI MÓNKA–GALAMBOSNÉ TISZBERGER MÓNKA–CZIGLER ENIKÓ [2018]: Magyarországról indított közösségi finanszírozású kampányok. Közgazdasági Szemle, 65. évf. 2. sz. 206–225. o. <http://dx.doi.org/10.18414/KSZ.2018.2.206>.
- KUTI MÓNKA–HORNYÁK MIKLÓS [2017]: A technológiai közösségi finanszírozás trendjei, Közgazdaság, 61. évf. 5–6. sz. 28–45. o. <https://doi.org/10.47630/KULG.2017.61.5-6.28>.
- LACZYNSKI, M. [2022]: ESOP For Startups: What is ESOP and how does it benefit startups? Vestbee, február 18. <https://www.vestbee.com/blog/articles/esop-for-startups:-what-is-esop-and-how-does-it-benefit-startup>.
- LAHTI, T.–KEINONENE, H. [2016]: Business Angel Networks: a Review and Assessment of Their Value to Entrepreneurship. Megjelent: *Landstöm, H.–Mason, C. E.* (szerk.): Handbook of Research on Business Angels. Edward Elgar Publishing, Cheltenham, 354–380. o.

- LAMBERT, T.–RALCHEVA, A.–ROSENBOOM, P. [2018]: The Crowd-Entrepreneur Relationship in Start-Up Financing. Megjelent: *Cumming, D.–Hornuf, L.* (szerk.): *The Economics of Crowdfunding*. Palgrave Macmillan, London, 57–78. o. https://doi.org/10.1007/978-3-319-66119-3_4.
- LAMBERT, T.–SCHWIENBACHER, A. [2010]: An Empirical Analysis of Crowdfunding. Social Science Research Network, No. 1578175/1. 23 o.
- LANDSTÖM, H.–PARHANKANGAS, A.–MASON, C. (szerk.) (2019): *Handbook on Research on Crowdfunding*. Edward Elgar, Cheltenham. <https://doi.org/10.4337/9781788117210>.
- LANDSTRÖM, H.–MASON, C. [2016]: Business Angels as a Research Field. Megjelent: *Landstöm, H.–Mason, C.* (szerk.): *Handbook of Research on Business Angels*. Edward Elgar Publishing, Cheltenham, 1–24. o. <https://doi.org/10.4337/9781783471720.00005>.
- LASRADO, V.–SIVO, S.–FORD, C.–O'NEAL, T.–GARIBAY, I. [2016]: Do Graduated University Incubator Firms Benefit from Their Relationship with University Incubators? *The Journal of Technology Transfer*, Vol. 41. No. 2. 205–219. o. <https://doi.org/10.1007/s10961-015-9412-0>.
- LEBOEUF, G.–SCHWIENBACHER, A. [2018]: Crowdfunding as a New Financing Tool. Megjelent: *Cumming, D.–Hornuf, L.* (szerk.): *The Economics of Crowdfunding*, Palgrave Macmillan, London, 11–28. o. https://doi.org/10.1007/978-3-319-66119-3_2.
- LELEUX, B.–SURLEMONT, B. [2003]: Public Versus Private Venture Capital: Seeding or Crowding Out? A Pan-European Analysis. *Journal of Business Venturing*, Vol. 18. No. 1. 81–104. o. [https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(01\)00078-7](https://doi.org/10.1016/S0883-9026(01)00078-7).
- LERNER, J. [1994]: The Syndication of Venture Capital Investments. *Financial Management*, Vol. 23. No. 3. 16–27. o.
- LERNER, J. [2009]: *Boulevard of Broken Dreams: Why Public Efforts to Boost Entrepreneurship and Venture Capital Have Failed—and What to do About It*. Princeton University Press, <https://doi.org/10.1515/9781400831630>.
- LERNER, J. [2022]: Government Incentives for Entrepreneurship. Innovation and Public Policy. NBER Conference (2020. március 13.), Megjelent: *Goolsbee, A.–Jones, B.* (szerk.): *Innovation and Public Policy*. University of Chicago Press, 213–235. o. <https://www.nber.org/system/files/chapters/c14426/c14426.pdf>.
- LERNER, J.–NANDA, R. [2020]: Venture capital's Role in Financing Innovation: What We Know and How Much We Still Need to Learn. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 34. No. 3. 237–261. o. <https://doi.org/10.1257/jep.34.3.237>.

- LERNER, J.–TABAKOVIC, H.–TIROLE, J. [2016]: Patent Disclosures and Standard-Setting. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2851539>.
- LEVY, S. [2021]: How Y Combinator Changed the World. *Wired*, december 21. <https://www.wired.com/story/how-y-combinator-changed-the-world>.
- LEWIN, A. [2021]: Inside Accel's scout programme in Europe. *Sifted EU*, május 14. <https://sifted.eu/articles/accel-scouts-europe/>.
- LEWIN, A. [2022a]: Meet Europe's growing crowd of solo GPs. *Sifted EU*, november 17. <https://sifted.eu/articles/europe-solo-gps/>.
- LEWIN, A. [2022b]: What did VCs do before they became VCs? *Sifted.eu*, szeptember 16. <https://sifted.eu/articles/vc-careers-jobs-tech/>.
- LEWIN, A. [2022]: Inside Taavet plus Sten: not your typical startup investor. *Sifted EU*, április 28. <https://sifted.eu/articles/taavet-sten-startup-fund/>.
- LEWIN, A.–BRITTON, A. O. [2021]: European scout programmes: the complete list. *Sifted EU*, november 29. <https://sifted.eu/articles/scout-programmes-europe-vc-angels/>.
- LEWIN, A.–NICOL-SCHWARZ, K. [2023]: The European founders who've set up funds. *Sifted EU*, április 5. https://sifted.eu/articles/founder-funds-storonsky-ek-niel-pousaz?utm_medium=social&utm_source=linkedin&utm_campaign=content&utm_content=amy_lewin.
- 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. C. 185–201. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2016.04.002>.
- LIAA [2021]: Significant changes in startup law gives a boost for startup environment in Latvia. Investment and Development Agency of Latvia (LIAA), június 22. <https://startuplatvia.eu/article/significant-changes-startup-law-gives-boost-startup-environment-latvia>.
- LOVAS ANITA–RIZ NIKOLETT [2016]: Akcelerátor vagy inkubátor. *Gazdaság és Pénzügy*, 3. évf. 4. sz. 305–322. o. <https://bankszovetseg.hu/Public/gep/2016/GP4-305-322-lovas-riz.pdf>.
- 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. <https://doi.org/10.1080/13691066.2016.1252510>.
- M-ACCELERATOR [2022]: Micro VCs in 2022: What to Expect from the Future of Funding. *Maccelerator.la*, május 9. <https://maccelerator.la/en/blog/fundraising/micro-vcs-in-2022-what-to-expect-from-the-future-of-funding/>.

- 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. <https://doi.org/10.1080/1369106042000316341>.
- MÄE, I. [2022]: Estonia's Founderbeam has set up a unique global marketplace for startup investments. Invest in Estonia, július, <https://investestonia.com/estonias-funderbeam-has-set-up-a-unique-global-marketplace-for-startup-investments/>.
- MAKRA ZSOLT (szerk.) [2007]: A technológia-orientált kisvállalkozások jellegzetességei és fejlesztése Magyarországon. Universitas Szeged Kiadó, Szeged.
- MALEK, K.–MAINE, E.–MCCARTHY, I. P. [2014]: A Typology of Clean Technology Commercialization Accelerators. *Journal of Engineering and Technology Management*, Vol. 32. 26–39. o. <https://doi.org/10.1016/j.jengtecman.2013.10.006>.
- 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. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2006.00115.x>.
- MAO, C. X.–ZHANG, C. [2018]: Managerial risk-taking incentive and firm innovatin. Evidence from FAS 123R. *Journal of Financial and Quantitative Aanalysis*, Vol. 53. No. 2. 867–898. o. <https://doi.org/10.1017/S002210901700120X>.
- MASCARENHAS, N. [2022]: AlngelList takes on rare capital at a \$4 billion valuation. TechCrunch, március 8. <https://techcrunch.com/2022/03/08/angellist-series-c/>.
- MASON, C. [2007]: Venture capital: a geographical perspective. Megjelent: *Landström, H. (szerk.) Handbook of Research on Venture Capital*. Edward Elgar Publishing, 86–112. o. <https://doi.org/10.4337/9781847208781.00010>.
- MASON, C. [2009]: Venture Capital in Crisis. *Venture Capital*, Vol. 11. No. 4. 279–285. o. <https://doi.org/10.1080/13691060903303775>.
- MASON, C. [2016]: Researching Business Angels: Definitional and Data challenges. Megjelent: *Landstöm, H.–Mason, C.E (szerk.): Handbook of Research on Business Angels*, 2016, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, 25–52. <https://doi.org/10.4337/9781783471720.00007>.
- 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. <https://doi.org/10.1177/0266242600184001>.

- MASON, C. M.–HARRISON, R. T. [2006]: After the exit: Acquisitions, entrepreneurial recycling and regional economic development. *Regional Studies*, Vol. 40. No. 1. 55–73. o. <https://doi.org/10.1080/00343400500450059>.
- MASON, C. M.–HARRISON, R. T. [2010]: Annual report on the Business Angel Market in the United Kingdom: 2008/09. Department for Business, London, Innovation Skills. https://assets.publishing.service.gov.uk/government/uploads/system/uploads/attachment_data/file/32214/10-994-annual-report-business-angel-market-2008-2009.pdf.
- MASON, C. M.–HARRISON, R. T. [2011]: Annual report on the Business Angel Market in the United Kingdom: 2009/10, Department for Business, Innovation Skills, London, https://www.bvca.co.uk/Portals/0/library/Files/News/2011/2011_0041_business_angel_report.pdf.
- MASON, C.–BOTELHO, T.–HARRISON, R. T. [2013]: The Transformation of the Business Angel Market: Evidence from Scotland. University of Glasgow, Adam Smith Business School. https://www.gla.ac.uk/media/Media_302219_smxx.pdf.
- MASON, C.–BOTELHO, T.–HARRISON, R. T. [2016]: The transformation of the business angel market: empirical evidence and research implications. *Venture Capital*, Vol. 18. No. 4. 321–344. o. <https://doi.org/10.1080/13691066.2016.1229470>.
- MEMON, K. R. [2014]: Effects of Leadership Styles on Employee Performance: Integrating the Mediating Role of Culture, Gender and Moderating Role of Communication. *International Journal of Management Sciences and Business Research*, Vol. 3. No. 7. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2727634.
- METCALF, L.–KATONA, T.–YORK, J. [2020]: University Startup Accelerators: Startup Launchpads or Vehicles for Entrepreneurial Learning? *Entrepreneurship Education and Pedagogy*, Vol. 4. No. 4. <https://doi.org/10.1177/2515127420931753>.
- METRICK, A.–YASUDA, A. [2010]: The Economics of Private Equity Funds. *Review of Financial Studies*, Vol. 23. 6. 2302–2341. o. <https://ssrn.com/abstract=996334>.
- MICHAEL [2023]: The continued rise of European venture. Why Europe's VC fund ecosystem is compelling. Substack.com, március 30. <https://altgoesmainstream.substack.com/p/the-continues-rise-of-european-venture/>.
- MICHELSON, A. [2018]: Future of manufacturing Startup Estonia. Internationalisation policy measure. Working Paper, European Foundation for Improvement of Living and Working Conditions, Eurofund, <https://eua.genda.eu/upload/publications/untitled-191856-ea.pdf>.

- MILLER, P.–BOUND, K. [2011]: The Startup Factories: The Rise of Accelerator Programs to Support New Technology Ventures. NESTA Discussion Paper, június, <https://www.nesta.org.uk/report/the-startup-factories/>.
- MITCHELL, L. [2010]: Beyond Licencing and Incubators: Next-Generation Approaches to Entrepreneurial Growth at Universities. Ewing Marion Kauffman Foundation, Report. <https://www.scribd.com/document/13220935/Beyond-Licencing-and-Incubators>.
- MOLLIK, E. [2014]: The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study. *Journal of Business Venturing*, Vol. 29. No. 1. 1–16. o. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2088298>.
- 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. <https://doi.org/10.1108/QRFM-07-2014-0021>.
- MURRAY, G.–COWLING, M.–LIU, W.–KALINOWSKA-BESZCZYNSKA, O. [2012]: Government co-financed ‘Hybrid’ Venture Capital programmes: generalizing developed economy experience and its relevance to emerging nations. Kauffman International Research and Policy Roundtable, Liverpool. <https://www.semanticscholar.org/paper/Government-co-financed-‘Hybrid’-Venture-Capital-and-Murray-Cowling/2e24b15f50b2341bfa9d0704251bcb6c6268546c#paper-header>.
- MUSGROVE, A. [2021]: Baltic startup ecosystem will bloom thanks to new stock option policies, says Index Ventures. Tech.eu, január 12. <https://tech.eu/2021/01/12/baltic-startups-stock-policies/>.
- MUZYKA, D.–BIRLEY, S.–LELEUX, B. [1996]: Trade-offs in the Investment Decision of European Venture Capitalists. *Journal of Business Venturing*, Vol. 11. No. 4. 273–287. o. [https://doi.org/10.1016/0883-9026\(95\)00126-3](https://doi.org/10.1016/0883-9026(95)00126-3).
- NAGY VIKTOR [2023]: Nagy segítséget kapnak a hazai vállalkozások. Gyorsul és egyszerűbbé válik a tőkebevonás. *Portfolio.hu*, június 22. <https://www.portfolio.hu/uzlet/20230622/nagy-segitseget-kapnak-a-hazai-vallalkozasok-gyorsul-es-egyszerubbe-valik-a-tokebevonas-622538>.
- NAVAS, M. [2022]: Serial Entrepreneurs Raise More capital, but at What Costs? PitchBook Data Inc., szeptember 1. <https://pitchbook.com/news/reports/q3-2022-pitchbook-analyst-note-serial-entrepreneurs-raise-more-capital-but-at-what-cost>.
- NEPELSKI, D.–PIROLI, G.–DE PRATO, G. [2016]: European Startup Hotpots: An Analysis based on VC-backed Companies. JRC Science for Policy report, European Commission, Joint Research Centre, <https://data.europa.eu/doi/10.2791/39207>.

- NICOL-SCHWARZ, K. [2022]: It's like networking on steroids': Sifted readers share their experiences of startup accelerators. Sifted EU, december 5. <https://sifted.eu/articles/sifted-readers-startup-accelerators/>.
- NKFI [2021]: Exkluzív interjú az új lendületet kapó startup ökoszisztémáról. Nemzeti Kutatási Fejlesztési és Innovációs Hivatal, szeptember 19. <https://nkfih.gov.hu/hivatalrol/online-sajto/exkluziv-interju-uj>.
- NOT OPTIONAL [2021a]: European startup CEOs and founders urge countries to adopt the EU's Startup nations Standard. Not Optional, március 16. <https://www.notoptional.eu/en/news/article/european-startup-ceos-and-founders-urge-countries-to-adopt-the-eus-startup-nations-standard>.
- NOT OPTIONAL [2021b]: Six policy recommendations to encourage employee ownership in startups. Megjelent: Use your influence to nurture the next generation of European businesses. Not Optional, március 17. <https://www.notoptional.eu/en/policymakers>.
- NOT OPTIONAL [2023]: Not Optional campaign drives €5 billion more into the hands of European startup employees. Not Optional, február 7. <https://www.notoptional.eu/en/news/article/not-optional-campaign-drives-5-billion-more-into-the-hands-of-european-startup-employees>.
- NOWSHIN, S. [2022]: There are only two accelerators European VCs care about. Sifted EU, december 2. <https://sifted.eu/accelerators-european-vcs/>.
- NOWSHIN, S. [2023]: This startup is ending the need for angel investor WhatsApp groups. Sifted EU, március 21. <https://sifted.eu/articles/roundtable-raise-angelnews/>.
- NÖVEKEDÉS.HU [2021]: Tízmilliárdos startup programot indít a Széchenyi Alapok. Növekedés.hu, július 26. <https://novekedes.hu/tozsde/tizmilliardos-startup-programot-indit-a-szechenyi-alapok>.
- NUGENT, T. [2022]: Are we in a downturn? What the data tells us about European tech in 2022. Sifted EU, augusztus 8. <https://sifted.eu/articles/tech-downturn-european-startups-2022-h1/>.
- O'BRIEN, C. [2023]: France looks to the UK for lessons on boosting business angels. Sifted EU, május 8. <https://sifted.eu/articles/france-uk-forboosting-business-angels/>.
- OECD [2011]: Financing High-Growth Firms: The Role of Angel Investors. 2011. OECD Publishing, Párizs, <https://www.oecd.org/sti/financinghigh-growthfirmstheroleofangelinvestors.htm>.
- OECD [2017]: Business and Finance Outlook 2017. OECD Publishing, Párizs, <https://www.oecd.org/daf/oecd-business-and-finance-outlook-2017-9789264274891-en.htm>.

- ORIGO [2017]: Indul a „Startup- és Angyal-lajstrom”. Origo, november 29. <https://www.origo.hu/jog/20171129-sbgk-ugyvedek-szabdalmi-ugyvivok-startup-angyallajstrom.html>.
- OSCROFT, A. [2022]: Pre-seed funding 101: What startup founders need to know in 2022. Sifted EU, szeptember 23. <https://sifted.eu/articles/pre-seed-funding-101/>.
- 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. <https://doi.org/10.1177/0263774X16667072>.
- OWEN, R.–MASON, C. [2019]: Emerging trends in government venture capital policies in smaller peripheral economies. Lessons from Finland, New Zealand, and Estonia. *Strategic Change*, Vol. 28. No. 1. 83–93. <https://doi.org/10.1002/jsc.2248>.
- PALMER, M. [2022]: The state of corporate venturing in 6 charts. Sifted EU, március 29. <https://sifted.eu/articles/european-corporate-venturing-charts/>.
- PARTINGTON, M. [2021]: These are Europe’s top angel syndicates started by operators. Angel investors are joining forces to bring more capital and expertise to European startups. Sifted EU, október 19. <https://sifted.eu/articles/angel-syndicates-europe>.
- PARTINGTON, M. [2022]: VC firm Atomico launches fourth angel programme – and switches things up. Sifted EU, április 14. <https://sifted.eu/articles/atomico-fourth-angel-programme/>.
- PARTINGTON, M.–SMITH, T. [2023]: Which European countries have digital nomad visas? Sifted EU, május 29. <https://sifted.eu/articles/europe-digital-nomad-visas/>.
- PAUL, M. [2022]: Backed by Bolt, Veriff and Vinted founders, Specialist VC unveils €50 million fund to support startups in Baltics and beyond. Tech.eu, február 10.
- PAUL, S.–WHITTAM, G. [2010]: Business Angel Syndicates: An Exploratory Study of Gatekeepers. *Venture Capital*, Vol. 12. No. 3. 241–256. o. <https://doi.org/10.1080/13691061003711438>.
- 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. <https://doi.org/10.1016/j.technovation.2015.09.003>.
- 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. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2009.01.007>.

- PICHLER, F.–TEZZA, I. [2016]: Crowdfunding as a New Phenomenon: Origins, Features and Literature Review. Megjelent: *Bottiglia, R.–Pichler, F. (szerk.): Crowdfunding for SMEs*. Palgrave Macmillan Studies in Banking and Financial Institutions. Palgrave Macmillan, London, 5–43. o. https://doi.org/10.1057/978-1-137-56021-6_2.
- PILECKA-JUDA, T. [2022]: ESOP For Startups: Silicon Valley Standards And CEE Realities. Vestbee, március 18. <https://www.vestbee.com/blog/articles/esop-for-startups:-silicon-valley-standards-and-cee-realities>.
- PITCHBOOK [2019]: Serial Entrepreneurs: Does Lightning Strike Twice? How entrepreneurial experience affects VC financings, valuations and exits. PitchBook Data Inc., december 17. https://files.pitchbook.com/website/files/pdf/PitchBook_4Q_2019_Analyst_Note_Serial_Entrepreneurs_Does_Lightning_Strike_Twice.pdf#page=1.
- 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. <https://doi.org/10.1080/13691060801946147>.
- PORTFOLIO [2021]: Tőkeemelést hajt végre az OXO Technologies. Potrfolio, június 21. <https://www.portfolio.hu/befektetes/20210621/tokeemelest-hajt-vegre-az-oxo-technologies-489088>.
- PORTFOLIO [2022]: Így tarolná le a piacot a magyar Kickstarter: bejöhet a digitális nomádok húzása? Portfolio, május 19. <https://www.portfolio.hu/uzlet/20220519/igy-tartolna-le-a-piacot-a-amagyar-kickstarter-bejohet-a-digitalis-nomadok-huzasa-545819/>.
- POTEPA, D. [2021]: Best Startup Accelerators and Incubators in Hungary. Vestbee.com, blog articles, május 27. <https://www.vestbee.com/blog/articles/best-startup-accelerators-and-incubators-in-hungary>.
- PRACTICAL LAW [2019]: What tax incentive schemes exist to encourage PE/VC investment? Thomson Reuters, január 1. [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/3-525-3665?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/3-525-3665?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)).
- PROHOROV, A. [2020]: Unicorn exits as a trigger for the development of small countries' startup ecosystems. *Forbes*, No. 16. 14–19. o. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3726135.
- PUTINJA, I. [2021]: Meet Croatia's first official 'digital nomad' as country opens its doors with special visa. Euronews, január 29. <http://www.euronews.com/travel/2021/01/28/meet-croatia-s-first-official-digital-nomad-as-country-opens-its-doors-with-special-visa/>.
- RALSTON, G. [2022]: YC Year in Review. Y Combinator, december 20. <https://ycombinator.com/blog/2022-yc-year-in-review>.

- ROBERTS, P.–EDENS, G.–DAVIDSON, A.–THOMAS, E.–CHAO, C.–HEIDKAMP, K.–YEO, J. H. [2017]: Accelerating Start-Ups in Emerging Markets: Insights from 43 Programs. Global Accelerator Learning Network (GALI), <https://www.galidata.org/assets/report/pdf/Accelerating%20Startups%20in%20Emerging%20Markets.pdf>.
- RYAN, P. [2022]: Y Combinator Progress Machine, 1–2. The Odin Times, augusztus 17. és 24. <https://blog.joinodin.com/p/y-combinator-progress-machine-12>.
- SAHLMAN, W. A. [1990]: The Structure and Governance of Venture Capital Organizations. *Journal of Financial Economics*, Vol. 27. No. 2. 473–524. o. [https://doi.org/10.1016/0304-405X\(90\)90065-8](https://doi.org/10.1016/0304-405X(90)90065-8).
- SÁNDOR KRISZTIÁN [20019]: Fehér Gyula otthagyja az IBM-et, milliárdosokkal és ismert startupcokkal indít befektetőcéget. *Forbes*, április 3. <https://forbes.hu/penz/octogon-ventures-forbes-2019/>.
- SCHRIEBER, J. [2022a]: Lack of convertible notes and SAFEs – an interview with Jared Schrieber. *Hungarian Startup Report*, 53–55. o. <https://www.startuphungary.io/#startup-report>. SCHRIEBER, J. [2022b]: Trabantok vs. McLarenek: Három éve költöztem ide a Szilícium-völgyből, már látom, min lenne érdemes változtatni. *Forbes.hu*, február 15. <https://forbes.hu/uzlet/startup-valtoztatas-jogi-problema-befekteto-akadaly/>.
- SCHWIENBACHER, A.–LARRALDE, B. (2010): Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures. Megjelent: *Cumming, D. (szerk.): Handbook of Entrepreneurial Finance*. Chapter 13. Oxford, University Press. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1699183>.
- SCUTAK, R. [2021]: How Venture capital’s New Crop of Micro Funds Punch Above Their Weight. *Forbes*, június 3. <https://forbes.com/sites/rebeccaszkutak/2021/06/03/how-venture-capitals-new-crop-of-micro-funds-punch-above-their-weight/>.
- SEBE, C. [2022]: Scaling Lessons from SeedBlink CEO after Acquiring the Oldest Crowdfunding Platform in Europe. SeedBlink, augusztus 16. <https://seedblink.com/press-room/2022-08-16-scaling-lessons-from-seed-blink-ceo-after-acquiring-the-oldest-crowdfunding-platform-in-europe>.
- SEEDBLINK [2022]: Creating a regional footprint in uncertain times. SeedBlink’s Annual report, <https://assets.seedblink.com/reportPage/SeedBlink%203Years%20Report.pdf>.
- SIGNORI, A.–VISMARA, S. [2016]: Returns on Investments in Equity Crowdfunding. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2765488>.
- SILA, L. [2020]: The Baltics – small, but mighty. *Startup Wise Guys*, december 14. <https://startupwiseguys.com/news/baltic-startup-scene-report-2020/>.

- SOHL, J. E. [2007]: The Organisation of the Informal Venture Capital Market. Megjelent: *Landstöm, H.–Mason, C. E.* (szerk.): Handbook of Research on Business Angels, 2016. Edward Elgar, Cheltenham, 347–368. o. <https://doi.org/10.4337/9781847208781.00023>.
- SORENSEN, O.–STUART, T. E. [2001]: Syndication networks and the spatial distribution of venture capital investments. *American Journal of Sociology*, Vol. 10. No. 6. 1546–1588. o. <https://doi.org/10.1086/321301>.
- SÖDERBLOM, A.–LEPENDREVEN, B.–VERBOUW, J. [2023]: Practice of European Venture Capitalist. <https://www.calameo.com/read/00013720638802630c2f1>.
- STANDAERT, T. [2019]: To the Rescue: Government Intervention in Venture Capital markets. Megjelent: *Quas, A.–Alperovych, Y.–Cristiano, B.* (szerk.): New Frontiers in Entrepreneurial Finance Research. World Scientific, 51–91. o. https://doi.org/10.1142/9789811202766_0003.
- STANFORD, K. [2000]: Angels: Foundational Investors to VC. PitchBook, <https://pitchbook.com/news/reports/q3-2020-pitchbook-analyst-note-angels-foundational-investors-to-vc>.
- START UP AND PLECES [2019]: The most International Startup Accelerators in Europe. Start Up and Peces, május 12. <https://startupsandplaces.com/the-most-international-startup-accelerators-in-europe/>.
- STARTUP HUNGARY [2023]: Hungarian Startup Report, 2022. Startup Hungary, <https://uploads.strikinglycdn.com/files/bb6028bb-3bff-43ad-80cb-8dda1de8d879/Startup%20Hungary%20-%20Hungarian%20Startup%20Report%202022.pdf?t=1680187132?id=4002877>.
- STARTUPCAFE [2019]: Ismét várja a jelentkező csapatokat az OTP Bank startup programja. StartupCafe, október 14. <http://startupcafe.hu/cikkek/2019/10/14/ismet-varja-a-jelentkezo-csapatokat-az-otp-bank-startup-programja>.
- STEIGERTAHL, L.–MAUER, R. [2018]: EU Startup Monitor, 2018 report. European Commission, <http://startupmonitor.eu/EU-Startup-Monitor-2018-Report-WEB.pdf>.
- STEINSCHADEN, J. [2023]: Hungary does not want to sign startup declaration because of „gender diversity”. Trending Topics, április 6. <https://www.trendingtopics.eu/hungary-does-not-want-to-sign-startup-declaration-because-of-gender-diversity/>.
- STOJKOVSKI, B. [2022]: Sofia Angels Venture Helps UK Medtech Startup Digistain Raise \$ 1 M to Fight Breast Cancer. The Recursive, augusztus 8. <https://therecursive.com/uk-medtech-digistain-breast-cancer-investment-sofia-angels-ventures/>.

- SWIENBACHER, A. [2019]: Equity crowdfunding: Anything to Celebrate? *Venture Capital*, Vol. 21. No. 1. 65–74. o. <https://doi.org/10.1080/13691066.2018.1559010>.
- SZIGETI ATTILA [2016]: *Anatomy of Startup Studios*. <https://www.amazon.com/Anatomy-Startup-Studios-successful-builders-ebook/dp/B01BQOE89M>.
- TAYLOR, D. [2023]: Belgium’s Roundtable looks to take on AngelList, raises €3 million from 100 angel investors. *Tech.eu*, március 21.
- TEARE, G.–KUNTHARA, S. [2020]: [2019]: European Venture report. VC Dollars Rise in 2019. *Crunchbase*, január 14. <https://news.crunchbase.com/venture/european-venture-report-vc-dollars-rise-in-2019/>.
- TEMKIN, M. [2023]: Micro-fund managers feel deflated as LPs cool on VC. *PitchBook*, április 21. <https://pitchbook.com/news/articles/micro-funds-vc-fundraising-decrease-LPs/>.
- TIAN, X. [2011]: The Causes and Consequences of Venture Capital Stage Financing. *Journal of Financial Economics*, Vol. 101. No. 1. 132–159. o. <https://doi.org/10.2139/ssrn.965803>.
- TOM, M. [2016]: One-third of U.S. startups that raised a Series A in 2015 went through an accelerator. *PitchBook*, február 5. <https://pitchbook.com/news/articles/one-third-of-us-startups-that-raised-a-series-a-in-2015-went-through-an-accelerator>.
- TRACTION KEYS [2023]: Traction Keys: The Venture Studio that Puts Eastern European Startups on the Path to Success. *The Recursive*, március 30. <https://therecursive.com/traction-keys-the-venture-studio-that-puts-eastern-european-startups-on-the-path-to-success/>.
- TREIJA, I. [2021]: Startups and investors expects more certinty regarding Latvian startup visa program. *Labs of Latvia*, október 24. <https://labsoflatvia.com/en/news/startups-and-investors-expects-more-certainty-regarding-latvian-startup-visa-program/>.
- TRENDING TOPICS [2021a]: TechAngels Romania Invests EUR 4m in 75 Startups in 2020. *Trending Topics*, március 5. <https://www.trendingtopics.eu/techangels-romania-invests-eur-4m-in-75-startups-in-2020/>.
- TRENDING TOPICS [2021b]: Alternative Models. Vol. 1.: What Can Startup Studios Bring to the SEE Ecosystem? *Trending Topics*, január 12. <https://www.trendingtopics.eu/alternative-models-vol-1-what-can-startup-studios-bring-to-the-see-ecosystem-qa-with-battlepass-studio/>.
- TUPIKOV, K. [2022]: SeedBlink Wraps Up Two Years and Shaeres Future Plans. *ITKeyMedia*, március 11. <https://itkey.media/seedblink-wraps-up-two-years-and-shares-future-plans>.

- VADAN, M. [2020]: Overview and news for the Romanian Startup Ecosystem (August – December 2019). Activize, január 6. <https://activize.tech/overview-and-news-for-the-romanian-startup-ecosystem-august-december-2019/>.
- VALANCIENE, L.–JEGELEVICIUTE, S. [2013]: Valuation of Crowdfunding: Benefits and Drawbacks. *Economics and Management*, Vol. 18. 1. 9–48. o. <https://doi.org/10.5755/j01.em.18.1.3713>.
- 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.
- VÁRADI IBOLYA [2021]: Simó György interjú: a startup ökoszisztéma legfontosabb eleme a közösség, aminek a közepén van. *Forbes*, április 22. <https://forbes.hu/uzlet/simo-gyorgy-a-startup-okosztizteta-legfontosabb-eleme-a-kozosseg-aminek-a-kozepen-van/>.
- VISMARA, S. [2016]: Equity Retention and Social Network Theory in equity Crowdfunding. *Small Business Economics*, Vol. 46. No. 4. 579–590. o. <https://doi.org/10.1007/s11187-016-9710-4>.
- VISMARA, S. [2018a]: Signaling to Overcome Inefficiencies in Crowdfunding Markets. Megjelent: *Cumming, D.–Hornuf, L.* (szerk.): *The Economics of Crowdfunding*. Palgrave Macmillan, London, https://doi.org/10.1007/978-3-319-66119-3_3.
- VISMARA, S. [2018b]: Information Cascades Among Investors in Equity Crowdfunding. *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 43. No. 3. 467–497. o. <https://doi.org/10.1111/etap.12261>.
- VISMARA, S. [2018b]: Information Cascades Among Investors in Equity Crowdfunding. *Entrepreneurship Theory and Practice*, Vol. 43. No. 3. 467–497. o. <https://doi.org/10.1111/etap.12261>.
- VRABIE, E. [2021a]: SeedBlink, the Romanian crowdfunding platform, received €1.2M to accelerate its EU expansion. *The Recursive*, július 9. <https://therecursive.com/seedblink-the-romanian-crowdfunding-platform-received-e1-2m-to-accelerate-its-eu-expansion/>.
- VRABIE, E. [2021b]: Romania moves forward with a digital nomad visa to become a hot spot for remote working in Europe. *The Recursive*. október 11. <https://therecursive.com/romania-moves-forward-with-a-digital-nomad-visa-to-become-a-hot-spot-for-remote-working-in-europe/>.
- VRABIE, E. [2022a]: Unicorn founder Daniel Dines participates in the €50M Series B of health tech startup Avi Medical. *The Recursive*, május 7. <https://therecursive.com/unicorn-founder-daniel-dines-participates-in-the-e50m-series-b-of-health-tech-startup-avi-medical/>.

- VRABIE, E. [2022*b*]: UiPath Ventures Is Scouting Startups. That Complement Their Fully Automated Enterprise Vision. *The Recursive*, június 21. <https://therecursive.com/uipath-ventures-support-innovation-automation-enterprise-sector/>.
- WALLMEROOTH, J. [2019]: Investor Behavior in Equity Crowdfunding. *Venture Capital*, Vol. 21. No. 2–3. 273–300. o. <https://doi.org/10.1080/13691066.2018.1457475>.
- WALLMEROOTH, J.–WIRTZ, P.–GROH, P. [2018]: Venture Capital, Angel Financing, and Crowdfunding of Entrepreneurial Ventures: A Literature Review. *Foundations and Trends in Entrepreneurship*, Vol. 14. No. 1. 1–129. o. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2967271>.
- WANAT, Z. [2022]: Startup Wise Guys’ Lithuanian team forms its own VC, FIRSTPICK. *Sifted EU*, november 11. <https://sifted.eu/articles/startup-wise-guys-lithuania-vc-firstpick/>.
- WANAT, Z. [2023*a*]: Hungary refuses to join European startup group because it supports gender diversity. *Sifted EU*, április 6. <https://sifted.eu/articles/hungary-european-startup-group-gender-diversity-news>.
- WANAT, Z. [2023*b*]: From Germany to the Baltics: How stock options compare across Europe. *Sifted EU*, február 7. <https://sifted.eu/articles/germany-baltics-stock-options-europe-index-news>.
- Warnock, E [2022*b*]: Why having dozen of angel investors is the new hot trend. *Sifted EU*, augusztus 26. <https://sifted.eu/articles/angel-investing-cap-table-tech/>.
- WARNOCK, E. [2022*a*]: Europe’s VC funds are getting bigger. But how big is too big? *Sifted EU*, december 16. <https://sifted.eu/articles/vc-fund-size-too-big/>.
- WEIBLEN, T.–CHESBROUGH, H. W. [2015]: Engaging with Startups to Enhance Corporate Innovation. *California Management Review*, Vol. 57. No. 2. 66–90. o. <https://doi.org/10.1525/cmr.2015.57.2.66>.
- WESTHEAD, P.–WRIGHT, M. [1998]: Novice, portfolio and serial founders: are they different? *Journal of Business Venturing*, Vol. 13. No. 3. 173–204. o. [https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(97\)90002-1](https://doi.org/10.1016/S0883-9026(97)90002-1).
- WHITE STAR CAPITAL [2021]: Diving into Poland’s Venture Capital Landscape in 2021. *Medium*, szeptember 23. <https://medium.com/venture-beyond/diving-into-polands-venture-capital-landscape-in-2021-9de287580d52>.
- 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. *University of Colorado–Ewing Marion Kauffman Foundation Crowd-Funding Conference*, Boulder, Colorado, július 12–13. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2298875>.

- WOODFORD, I. [2021]: Meet the TransferWise 'mafia': The employees turned entrepreneurs. Sifted EU, február 17. <https://sifted.eu/articles/the-transferwise-mafia>.
- WRIGHT, M.–ROBBIE, K. [1996]: Venture Capitalists and Unquoted Equity Investment Appraisal. *Accounting and Business Research*, Vol. 26. No. 2. 153–170. o. <https://doi.org/10.1111/1468-036X.00130>.
- WRIGHT, M.–ROBBIE, K.–ENNEY, W. C. [1997]: Serial entrepreneurs. *British Journal of Management*, Vol. 8. No. 3. 251–268. o. <https://doi.org/10.1111/1467-8551.00064>.
- 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.
- YASAR, B. [2021]: The new investment landscape: Equity crowdfunding. *Central Bank Review*, Vol. 21. No. 1. 1–16. o. <https://doi.org/10.1016/j.cbrev.2021.01.001>.
- YOUNKIN, P.–KASHKOOL, K. [2016]: What problems does crowdfunding solve? *California Management Review*, Vol. 58. No. 2. 20–43. o. <https://doi.org/10.1525/cm.2016.58.2.28>.
- YOVCHEV, E. [2020]: New Angel-Powered Bulgarian VC Launches to Co-invest €26m in Seed-Stage Startups. *Trending Topics*, október, 22. <https://www.trendingtopics.eu/new-angel-powered-bulgarian-vc-launches-to-co-invest-e26m-in-seed-stage-startups/>.
- Yovchev, E. [2021]: Everything you need to know about Bulgaria's new startup visa. *The Recursive.*, március 2. <https://therecursice.com/everything-you-need-to-know-about-bulgatia-s-new-startup-visa/>.
- YU, S. [2019]: How Do Accelerators Impact the Performance of High-Technology Ventures? *Management Science*, Vol. 66. No. 2. <https://doi.org/10.1287/mnsc.2018.3256>.
- ZACHARAKIS, A. L.–MEYER, G. D. [1998]: A Lack of Insight: Do Venture Capitalists Really Understand Their Own Decision process? *Journal of Business Venturing*, Vol. 13. No. 1. 57–76. o. [https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(97\)00004-9](https://doi.org/10.1016/S0883-9026(97)00004-9).
- ZASOWSKI, N. [2021]: Startup Studios At last. An Asset Class Achieving High Ownership at Low Cost. *Angel Insights Blog*, Angel Capital Association, február 19. <https://www.angelcapitalassociation.org/blog/at-last-an-asset-class-achieving-high-ownership-at-low-cost>.
- ZSIBORÁS GERGŐ [2017]: Oszkó: volt egy illúzió a piacon, hogy a Jeremie-ből csak a hülye nem tud pénzt csinálni. *Forbes*, november 14. <https://forbes.hu/uzlete/oszko-interju-oxo-alap-startup/>.

ZSIBORÁS GERGŐ [2018]: Mi adjuk az üzemanyagot a tehetségeknek. 22 millió eurót osztanak ki magyar befektetők a régióban. Forbes, december 21. <https://forbes.hu/uzlet/mi-adjuk-az-uzemanyagot-a-tehetsegeknek-22-millio-eurot-osztanak-ki-magyar-befektetok-a-regioban/>.

ZSIBORÁS GERGŐ [2023]: STRT Holding Balogh Petya tőzsdére viszi a tudását és a kapcsolatrendszerét, konkurenst kap az állami tőkealap. Forbes, március 8. <https://forbes.hu/penz/balogh-petya-strt-holding-tozsde>.

A könyv a startupokat világszerte segítő és finanszírozó intézmények működését tekinti át. Így bemutatja az üzleti inkubátorok, akcelrátorok, üzleti angyalok, startupstúdiók, sajáttőke-alapú közösségi finanszírozási platformok, valamint a kockázati tőke-alapok nemzetközileg jellemző működését, majd ennek a kelet-közép-európai régióban tapasztalható jellegzetességeit. Az elemzés nagyszámú konkrét példa és statisztikai adat alapján azt vizsgálja, hogy miként hat egymásra az üzleti inkubációs szakaszban elérhető értékteremtő szolgáltatásokat nyújtó, valamint a tőkeellátást biztosító intézmények tevékenysége. A könyv egyúttal arra is választ keres, hogy az említett intézmények e régióban mennyire képesek érdemi segítséget nyújtani az itt megszülető ígéretes technológiaalapú, induló vállalkozások megerősödéséhez, nemzetközi sikereihez, hogyan képesek csökkenteni a régióból induló cégek azon tudásbeli és finanszírozási hátrányát, amely a piacgazdaság megkésett kiépüléséből, a vállalkozási tudás generációs átadásának nehézségeiből s a kockázati tőke-ágazat fejletlenségéből adódik.