

IKT startupok legfontosabb pénzügyi kérdései pénzügyi és adóátvilágítás tapasztalatai alapján

A tanulmány konklúziója, hogy az információs és kommunikációs technológia (IKT) fókuszú startup-oknál, más startup-okhoz hasonlóan, a pénzügyi és számviteli kérdéseiknek hangsúlyosabban kellene megjelenie mind a szakirodalomban, mind a gyakorlatban, mert a nem megfelelő pénzügyi menedzsment meg tudja nehezíteni a startup-ok tőkebevonását és így a további növekedésüket. A jelen tanulmány mintáját magyar IKT fókuszú startup-ok pénzügyi- és adó átvilágításai adták.

Kulcsszavak: *innovatív vállalatok, startup, kockázati tőke, pénzügyi- és adó átvilágítás, adózás, számvitel, információs és kommunikációs technológia*

Szerzői információ:

Bethlendi András PhD, 1977-ben született Budapesten. A Budapesti Közgazdaságtudományi és Államigazgatási Egyetem diplomázott Pénzügy főszakirányon és Vállalatértékelés mellékszakirányon. Doktoriját a BME Gazdaság és Társadalomtudományi Kar (GTK) Műszaki Menedzser PhD programjának keretében szerezte. 15 éven át dolgozott a pénzügyi szektorban különböző pozíciókban, döntően elemzési és kockázatkezelési területeken. 2018-tól docens a BME GTK Pénzügyek tanszéken. Kutatási területei: pénzügyi és fiskális stabilitás; pénzügyi szabályozás; kockázatkezelés; biztosítás; innovatív vállalatok finanszírozása. ([linkedin.com/in/bethlendi-andrás-47752418](https://www.linkedin.com/in/bethlendi-andrás-47752418))

Így hivatkozzon erre a cikkre:

Bethlendi András, „IKT startupok legfontosabb pénzügyi kérdései pénzügyi és adóátvilágítás tapasztalatai alapján”, *Információs Társadalom* XIX, 2. szám (2019): 7–22.

<https://dx.doi.org/10.22503/inftars.XIX.2019.2.1>

A folyóiratban közölt művek

*a Creative Commons Nevezd meg! – Ne add el! – Így add tovább! 4.0
Nemzetközi Licenc feltételeinek megfelelően használhatók.*

IKT startupok legfontosabb pénzügyi kérdései pénzügyi és adóátvilágítások tapasztalatai alapján

Bevezető

A startupokra vonatkozó szakirodalmat kettősség jellemzi a kutatási témánkkal kapcsolatban. A korai fázisú, gyors növekedési lehetőségét magában rejtő vállalkozások (startupok) pénzügyi és számviteli kérdéseire a gyakorlatorientált irodalom figyelmet fordít, míg az akadémiai tanulmányokból gyakorlatilag hiányzik ez a téma. Véleményünk szerint a tárgykörnek nagyobb hangsúlyt kellene kapnia, mert a nem megfelelő pénzügyi menedzsment meg tudja nehezíteni a startupok esetleges későbbi tőkebevonást, mely így a további növekedésüket gátolja. Ilyen szempontból bővíteni kívánjuk a szakirodalmat a startupok legfontosabb pénzügyi és számviteli kérdéseinek bemutatásával.

A startupok jelentős részének termékeiben, szolgáltatásaiban, üzleti modelljében jelentős hangsúlyt kapnak az információs és kommunikációs technológiák (IKT). A tanulmány mintájában csak ilyen cégek szerepelnek. Ennek ellenére az IKT-fókusz iparági szempontból egy diverzifikált portfóliót eredményezett a digitalizáció általános és gyors térnyerése következtében. Az IKT ma már az innováció általános motorja a gazdaságban. (Nemeslaki 2018). Mintánkban találunk média, e-kereskedelem és B2B platform, precíziós mezőgazdaság, life science, e-sport, szállítmányozás stb. területeken tevékenykedő vállalatokat egyaránt.

A startupok több lépcsőben és szempontból történő átvilágítása a kockázati tőkepiac meghatározó jellemzője. Amennyiben üzleti és humán szempontból már átmentek a potenciális befektetők szűrőjén (a koncepció, üzleti modell validációja megtörtént, a menedzsment rátermett), csak ezt követően kerül sor a pénzügyi és adóátvilágításra.

Az elvégzett pénzügyi és adóátvilágítások közül kiválasztottuk az IKT-fókuszú cégeket. Így a jelen tanulmány mintáját 19 (18 Magyarországon és 1 Hongkongban bejegyzett cég) átvilágítás tapasztalata adja.¹ A hazai kockázati tőkebefektetési piacon az elmúlt években – a HVCA statisztikái alapján² – 100-130 db befektetés történik évente. A mintánkban szereplő cégek mind startupok (korai fázisú vállalatok) és az átvilágítást követően mind sikeresen tudtak kockázati tőkét bevonni. A minta kicsi, de figyelembe véve a magyar startup befektetések piacának nagyságát, véleményünk szerint, jól megragadja eme vállalati kör jellemzőit.

A nemzetközi irodalom összefoglalását követően tanulmányunk két szempontból vizsgálja a kérdéskört. Egyrészt a mintánkban szereplő startupok főbb pénzügyi mutatóit gyűjtöttük össze, hogy a leíró statisztika módszerével elemezzük őket, másrészt ugyanerre a körre beazonosítjuk azokat a tipikus pénzügyi és számviteli kockázatokot, mellyel az alapítók és befektetők³ általában szembesülnek. Tipológiai megközelítést alkalmazunk az

¹ Az átvilágításokat az utóbbi években a hazai piacon az egyik legaktívabb kockázati tőkealapkezelőnek végeztük.

² <http://www.hvca.hu/statisztika/>

³ A dolgozatban a tulajdonosi kört kettébontottuk: alapítók és külső befektetők. Ez utóbbiak jellemzően pénzügyi befektetőként viselkednek, míg az alapítók viszik aktívan a céget.

induló vállalkozások főbb pénzügyi és számviteli kérdéseinek meghatározására. A tanulmányunkban azon beazonosított problémák bemutatásra törekszünk, melyek általánosabban, így sok kezdő és kisvállalatot is érintenek. Célunk egyben az is volt, hogy az átvilágítási tapasztalataink alapján jó gyakorlatokat is megfogalmazzuk.

Irodalmi összefoglaló

Általában a korai fázisú, gyors növekedés lehetőségét magában rejtő vállalkozásokat nevezük startupnak. Bár egyes szerzők (Ries 2011) nem szűkítik le a startup fogalmát az induló vállalkozásokra, a startupok alapvető természete az új termékek, illetve szolgáltatások létrehozására irányuló innováció, mely jelentős kockázatot hordoz. Írásunkban a korai fázisú, gyors növekedés lehetőségét magában rejtő és a kockázati tőke befektetők által a ténylegesen befektetésre érdemes cégekkel foglalkozunk, melyet véleményünk szerint bátran hívhatunk startupnak.

A fenti jellemzőkkel bíró vállalkozások azonban már léteztek régebben is, csak nem használták rájuk a startup kifejezést. Ki kell emelnünk Schumpeter vállalkozói koncepcióját XX. század elejéről. Schumpeter (1980 [1912]) klasszikus írásában a vállalkozó a tettek embere a gazdaság területén, aki új célok szolgálatába állítja az erőforrásokat, a gazdasági dinamika hordozója, a fejlődés motorja, a modern gazdasági növekedés hőse.

Megjegyezzük, hogy Schumpeter vállalkozó-innováció felfogása a 40-es évek elejére megváltozott. Ekkor már úgy vélte, hogy ez a társadalmi funkció a huszadik században egyre veszít jelentőségéből, az innováció rutinná válik, a technikai fejlesztést (a nagyvállalatokon belüli) képzett specialisták csoportmunkája valósítja meg (Madarász 2014). A szakirodalomban azóta is vita tárgya, hogy az innovációnak milyen mechanizmusok – állami, vagy a piaci – igazán letéteményesei, illetve a piaci kategórián belül az innováció alapvetően a nagyvállalatokhoz vagy kisebb vállalkozókhoz kötődik-e (Berlinger 2017). A másik fontos vitakérdés az innovációs ipar magán-, illetve közösségi jellegének ütköztetése. Erre vonatkozó ellentmondásra hívja fel a figyelmet Mazzucato, szerinte az innovációs kockázatokat és költségeket jórészt a közösség viseli, míg a nyereséget a magánszektor egyes kitüntetett szereplői kapják meg (Mazzucato 2018, Kolozsi 2018).

Mindenesetre abban egyetértés van, hogy a kockázati tőke és az innováció finanszírozás között pozitív a kapcsolat (Schröder 2013), illetve e vállalati körnek gazdaságpolitikai szempontból is fontos szerepe van, ugyanis az új munkahelyek egy jelentős részét a kicsi és/vagy fiatal, dinamikusan fejlődő cégek hozzák létre a világban (Békés és Muraközy 2011).

A vállalatok életciklus szerinti felosztására több modell létezik, leggyakrabban a gyorsan növekvő vállalkozások életszakaszainak meghatározásához Timmons tipológiáját használják (Timmons 1977), melyet mi további szakaszokra bontottunk. Dolgozatunkban az első 3-5 év problémáira fókuszálunk, mely során – sokszor jelentős – K+F tevékenységet követően befejezik a termékfejlesztést, piacutatást, menedzsmentépítést és megtörténik a piacra lépés. E szakaszok (K+F, magvető és startup) jellemzői, hogy a vállalatnak folyamatos finanszírozási igénye van, ugyanakkor az új termék/szolgáltatás piaci sikere még nagyon bizonytalan, így összességében nagyon nagy a vállalat megítélése körüli bizonytalanság, magas a bukási arányuk is. Ezért ezt a szakaszt a „halál völgyének” is nevezik. Fejlett országokban általános és hosszú távú tapasztalat az, hogy az új cégek felének a működése (függetlenül attól, hogyan definiáljuk őket) nem éri meg az öt évet (Gonzalez 2017b).

A startupokra vonatkozó szakirodalmat kettősség jellemzi a kutatási témánkkal kapcsolatban. A gyakorlatorientált irodalom (különböző útmutatók, honlapok) figyelmet fordít a pénzügyi és adózási megfelelés szükségességének. Míg az akadémiai tanulmányok kevés figyelmet szentelnek ennek a témának.

A gyakorlatias útmutatókban – például a KPMG által a startupoknak készített útmutatóban – felhívják a figyelmet arra, hogy a naprakész és pontos pénzügyi információk kritikus jelentőségűek adózási, külső befektetőktől való tőkebevonás, valamint a már meglévő befektetők felé történő riportálás szempontjából egyaránt (KPMG 2014).

Kiterjedt az irodalma annak, hogy a kockázati tőkebefektetők milyen kiválasztási-döntési folyamat szerint működnek (lásd például Silva 2004). Ezeknél megjelenik a múltbeli pénzügyi és adó kérdések átvilágítása. A fő átvilágítási területek a következők (Camp 2002):

- Előszűrés: célja, hogy a befektetési lehetőségek közül kezelhető számúra csökkentse le az ügyleteket.
- Menedzsment és alapítók átvilágítása, az iparág jellemzője, hogy jelentős mértékben „emberekbe” fektet.
- Üzleti modell (értékteremtési folyamat) validálása.
- Pénzügyi átvilágítás (múltbeli teljesítménynek, illetve az üzleti tervnek).
- Jogi átvilágítás, melynek a kiemelten témái: a szellemi tulajdon megfelelő védelme, társasági forma, adózási kérdések, meglévő elsőbbségi jogosítványok stb.

A fentieket a gyakorlatban eltérő módon is csoportosítják. Az üzleti modell validálása gyakran az üzleti tervek átvilágítását is jelenti, míg a pénzügyi átvilágítás alatt alapvetően a múltbeli beszámolók és adózási kérdések vizsgálatát értik. A dolgozatunkban is ez utóbbi módon használjuk a pénzügyi és adóátvilágítás fogalmát.

A hibásan vagy hiányosan készített pénzügyi kimutatásokat, illetve ha a startup nem rendelkezik aktuális számokkal, általában negatívan értékelik a befektetők a döntéseiknél. A gyenge pénzügyi kimutatások ugyanis egyfajta jelzés a menedzsment minőségével (nem képesek a számokat kezelni, számok nyelvén beszélni), illetve megbízhatóságával kapcsolatban (valamit takarnak, elnagyoltan kezelik a pénzügyeket) (Camp 2002). A mi tapasztalataink is ezt a „minőségi jel” hatást támasztják alá. Ugyanis a rövid működési időszakból kifolyólag a pénzügyi hibák még többnyire könnyen kijavíthatók, bár bizonyos időigényük van. Ezért mindenképpen le tudják lassítani a tőkebevonás folyamatát.

A fejletlen kockázati tőkepiac sok tényezőre visszavezethető. Ezek közül az egyik a vállalkozók kockázati tőke iparágra és folyamatra vonatkozó tudás- és információhiánya, beleértve az elégtelen pénzügyi kompetenciát (például képtelen üzleti tervet készíteni) (Rajchlová és Svatošová 2016).

A professzionális kockázati tőke befektetők mellett megjelent az úgynevezett tőke alapú közösségi finanszírozás (Kuti et al. 2017). Még ennél a kevésbé formális és professzionális finanszírozási módnál is megjelent az átvilágítások iránti igény a befektetők részéről. Az utóbbi években teret nyert az úgynevezett szindikátusi formája a tőke ági közösségi finanszírozásnak. Amelynek keretében a vezető befektetők offline elvégzik az alapítók és a projekt átvilágítását és a befektetést követően a monitoringot. Így amennyiben jó a vezető befektető reputációja, akkor az egyes projektek földrajzilag távolabbi befektetőktől is be tudnak vonni forrást. Sok esetben a befektetők a vezető befektetőt követik és nem feltétlen az adott tranzakciót (Agrawal et al. 2015).

A kutatások egyik iránya a startup üzleti tervezés módszertana és gyakorlata (Gonzalez 2017a). Ezen a területen ki kell emelnünk az úgynevezett Lean irányzatot. Ez a mo-

dell az új termék vagy szolgáltatás minél korábbi piacra vitelét célozza. A rendelkezésre álló, működő tőkét erre kívánja fordítani, az általános infrastruktúrára csak a legszükségesebbet (például a könyvelésre) fordítja (Ries 2011). Ugyanakkor ez a modell is impliciten elismeri, hogy startupoknak el kell érnie az alapvető pénzügyi és riportálási sztenderdeket.

Összességében a startupok általában rövid működési múlttal jellemezhetők és a befektetők nagyon erősen a jövőbeli tervekbe, üzleti modellbe és emberekbe fektetnek. Ezért a múltbeli teljesítmény értékelése a befektetési döntés szempontjából kevésbé meghatározó. Ugyanakkor az látható, hogy materiális hibák a múltbeli pénzügyi kimutatásokban, illetve az adózás terén már negatívan befolyásolják a kockázati tőkések befektetési döntéseit, illetve lelassíthatják a tőkebevonás folyamatát. A naprakész és pontos pénzügyi kimutatások egyfajta szakmai minimumkövetelménynek tekinthetők.

A korai vállalati fázisokban a vezetői számvitel szerepe gyorsan változik. Kezdeti fázisban a szervezeten belüli kontrollok általában nagyon informálisak, nagyfokú a bizonytalanság. A pozitív piaci teszt, a vállalati növekedés és a kockázati tőkefinanszírozás célként való kitűzése mind a szervezeti folyamatok formalizálásához vezet, ideértve a vezetői számvitelt is. A vezetői számvitel formális fejlesztése külső okokkal is bír. Először is szerződéskötési okból kifolyólag szükséges a vezetői számvitel kialakítása annak érdekében, hogy lehetővé váljon a külső érdekelt felekkel (kockázati tőkésekkel és más partnervállalatokkal) való együttműködés. Másodszor a vállalati működést hitelesebbé kell tenni külső felek számára, melynek fontos eszköze egy vezetői számviteli rendszer (Davila et al. 2009). Granlund és Taipaleenmäki (2005) szerint a vállalkozók kevés figyelmet szentelnek a teljesítménymérésnek, a stratégiai tervezésnek, és bizonyos esetekben még a belső pénzügyi elemzéseknek is a műszaki startupoknál. Megállapították, hogy a számviteli és kontrolling funkciók szerepe változik egy startup életciklusa során. A legkisebb startupok tipikusan kiszervezik a könyvelést, és nem rendelkeznek CFO-val. A pénzügyi kalkulációkért általában a vállalkozó/vezérigazgató felel. Amint a vállalatok növekednek, a társaságok, a törvényi és kontrolling feladatok ellátását már pénzügyi vezetőre (CFO) bízzák. Amikor a CFO kapacitása már nem elegendő, külön kontrollert vesznek fel a CFO segítségével.

A fentiek mellett a szakirodalom még a következő – tanulmányunk szempontjából releváns – megállapításokat találjuk (Schröder 2013):

- A banki finanszírozás kevésbé járható út a startupok számára. A kockázati tőkések – tulajdonosként – nagyobb kontrollt tudnak szerezni a céltársaság felett, pozitív kimenet esetén a kockázati tőkések magas hozamot tudnak realizálni, míg a bankok csak a fix kamatot, mely jelentősen csökkenti a kockázatvállalásukat.⁴
- A Ezért az erősebben banki alapú pénzügyi rendszerek esetében e vállalati kör kisebb kockázati tőkebefektetéshez jut, valamint a banki finanszírozás kizorító hatása jelentkezhet.

Módszerek

A tanulmányunkban két módszertani megközelítést alkalmazunk. Először összegyűjtjük a mintánkban szereplő vállalatok mérleg- és eredménykimutatás információit (az átvilágítást megelőző teljes év adatai). Ezután a kapott pénzügyi mutatókat leíró statisztikák segítségével elemezzük, hogy meghatározzuk az induló vállalkozások főbb pénzügyi jellemzőit.

⁴ A bankok növekvő kockázatok esetén a kamatemelés helyett inkább a hiteladagolást (kínálat csökkentését) választják (lásd Stiglitz-Weiss 1981).

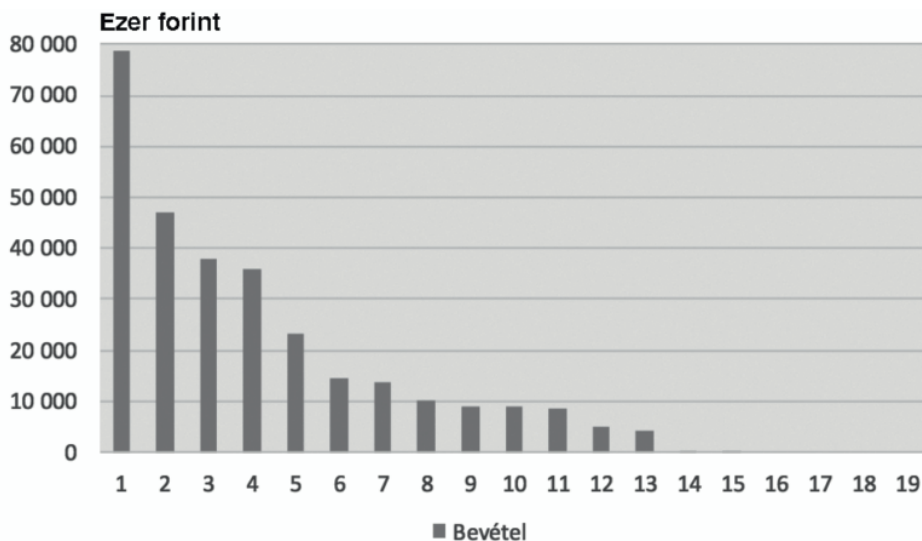
Másodszor, egy újabb adatbázist állítottunk össze a megállapításokról (azonosított kockázati tényezők), amelyek átvilágításokból származnak. Ezekre tipológiai megközelítést alkalmazunk a kezdő vállalkozások főbb pénzügyi és számviteli kockázatainak a meghatározására.

A tanulmányban szereplő számviteli adatok a helyi pénzügyi beszámolási sztenderdek (magyar és hongkongi) szerint készülnek. A mérleg és az eredménykimutatás fő elemeire összpontosítottunk, ezért a különböző sztenderdek csak korlátozott torzulást okoznak.⁵

Leíró statisztika

A mintánk, véleményünk szerint, jól megragadja e magyar vállalati kör – startupok – jellemzőit. A hazai kockázati tőkebefektetési piacon az elmúlt években – a HVCA statisztikái alapján⁶ – 100-130 befektetés történik. Alapvető statisztikai összefüggés, hogy kisebb alapsokaságnál nagyobb arányban kell mintát kiválasztani a statisztikai reprezentativitás elérése érdekében. Tekintve az alapsokaság nagyon kis méretét (kockázati tőkét bevont startupok éves száma) reprezentativitás statisztikai pontossággal (valószínűségi alapon, standard hibával) nehezen meghatározható. Ezért használtuk a „reprezentativitás” helyett a „jól megragadja” kifejezést.

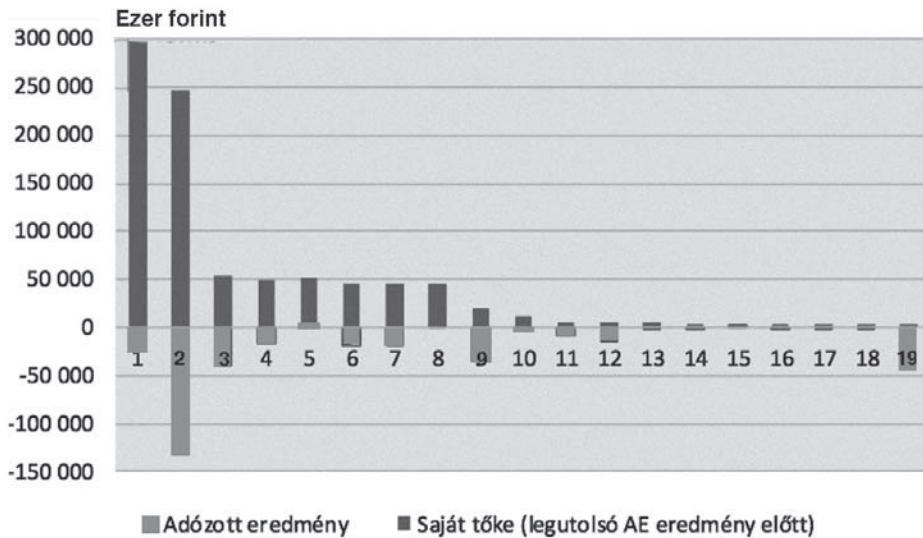
A mintánkba bevont vállalatok méretét egyrészt az éves bevétellel, másrészt az adott eredmény és saját tőke alapján mutatjuk be (lásd 1. és 2. ábrákat).



1. ábra: Az átvilágítást megelőző év teljes bevétele a mintánkban szereplő társaságoknál

⁵ Az egyetlen kivétel a saját fejlesztésű immateriális eszköz, amely fontos gazdasági tényező lehet az induló vállalkozások számára. A magyar számviteli szabályok szerint, csakúgy, mint az IFRS-ben, a saját fejlesztésű immateriális javakat el lehet ismerni, ha 1) várhatóan megtérül a kapcsolódó jövőbeni gazdasági haszonból, és 2) az eszköz költsége megbízhatóan mérhető. A hongkongi számviteli szabályok szigorúbbak ezen a területen, és néhány kivételtől eltekintve korlátozzák a saját fejlesztésű immateriális javak elszámolását a mérlegben. Csak egy vállalatot érint ez a számviteli standard különbség a mintánkban, ezért ez a torzítás nem jelentős.

⁶ <http://www.hvca.hu/statisztika/>



2. ábra: Adózott eredmény és saját tőke (adózott eredmény előtt) a mintánkban szereplő társaságoknál

A mintánkban szereplő két nagyobb árbevételű cégtől eltekintve a vizsgált vállalatok éppen hogy megjelentek a piacon, tehát igazi startupfázisban voltak (az árbevétel medián értéke 9 M Ft volt). Négy vállalat az átvilágítást megelőző évben még egyáltalán nem rendelkezett bevétellel.⁷ Ezenkívül öt vállalatnál a bevételek döntő részét az aktivált teljesítmény adta. Működési múltjukat tekintve tipikusan az átvilágítást megelőző 2–3 évben alapították őket.

A vizsgált vállalatok közül csupán három rendelkezett pozitív eredménnyel. A vállalatok jelentős mértékben felérték a vizsgált évben a saját tőkéjüket az induló startupokra jellemző módon. Nem véletlenül hívja a szakirodalom ezt a szakaszt a „halál völgy”-ének. Az előbbieik eredményeként a saját tőke öt társaságnál negatívvá vált, illetve további kettőnél ugyan pozitív volt az értéke, de nem érte el a jegyzett tőke felét.

A mintában szereplő vállalatok ráfordítás és mérlegszerkezetét az 1. táblázat mutatja. A ráfordításokat az anyagjellegű ráfordítások jellemzik (medián értéke 77%). A személyi jellegű kifizetések aránya alacsony (medián értéke 20%) a ráfordításokon belül. Ugyanígy a medián statisztikai létszám mindössze 1 fő. E cégekre jellemző, hogy az alapítók általában térítés nélkül vagy minimális bér mellett dolgoznak. Alkalmazottak helyett pedig tipikusan rugalmasabban, valamilyen alvállalkozói formában vannak be külső munkaerőt (gyakran egyéni vállalkozókat).

A kockázati tőkebefektetők által preferált startupok és a K+F+I közötti pozitív kapcsolatot jól alátámasztotta a mintánk összhangban a szakirodalommal. A mérlegfőösszegen belül a pénzeszközök és az immateriális javak a két legjellemzőbb eszköztípus. Az immateriális javaknak jelentős az aránya (medián 25%), annak ellenére, hogy sok vállalatnál éppen az volt az átvilágítás eredménye, hogy a cég még nem vonta be a társaságba a kifeje-

⁷ Ezek közül az átvilágítás évében már 3 piacra lépett és rendelkezett árbevétellel.

lesztett immateriális javakat, vagy a vonatkozó költségeket nem, vagy nem teljes mértékben aktiválta (7 eset). Ha ezeket kiszűrjük a mintából, tehát csak azokat vizsgáljuk, ahol megfelelően a cégbe kerültek ezek az értékek, akkor az immateriális javak aránya jelentősen nagyobb, a medián értéke 43%-ra emelkedik. Ezenkívül a mintánkban szereplő vállalkozások 26%-a nyert valamilyen innovációhoz vagy fejlesztéshez kötődő, vissza nem térítendő EU-s támogatást. Ez is alátámasztja innovációs tevékenységüket.

PÉNZÜGYI INDIKÁTOR	Min.	Medián	Átlag	Max.
Átlagos statisztikai létszám	1,0	1,0	2,9	16,0
BEVÉTELEK (e Ft)	-	9 007	15 679	78 704
Árbevétel	0%	99%	66%	100%
Aktívált saját teljesítmény értéke	0%	0%	32%	100%
Adózott eredmény (e Ft)	- 132 323	- 7 585	- 18 955	3 352
Ráfordítások (e Ft)	225	63	109	666
Anyagjellegű ráfordítások	22%	77%	73%	100%
Személy jellegű ráfordítások	0%	20%	22%	78%
Értékcsökkenés	0%	2%	4%	23%
Egyéb ráfordítás	0%	0%	1%	6%
Mérlegfőösszeg (e Ft)	411	23 329	49 590	351 645
Mérlegfőösszegen belüli arány				
Immateriális javak	0%	25%	29%	81%
Tárgyi eszközök	0%	0%	3%	43%
Készlet	0%	0%	3%	28%
Követelés	0%	7%	14%	62%
Pénzeszközök	8%	39%	47%	100%
AIE	0%	0%	4%	32%
Saját tőke (e Ft)	43 687	3 964	28 017	275 2
Saját tőke /mérlegfőösszeg	367%	76%	27%	100%
Idegen forrás / mérlegfőösszeg	0%	22%	71%	467%
tulajdonosi kölcsön / mérlegfőösszeg	0%	12%	61%	482%

1. táblázat: mintánk fő mutatói (saját felmérés és szerkesztés)

E vállalati kört a tulajdonosi önfinanszírozás jellemzi. A magas pénzeszköz állomány a folyamatos tulajdonosi finanszírozás eredménye. A már említett negatív, saját tőkéjű cégek ellenére a medián értéke a saját tőke/mérlegfőösszeg mutatónak magas (76%). Az idegen forrásokon belül jelentős a tulajdonosi kölcsön aránya. Pénzügyi hitellel egyik mintánkban szereplő vállalkozás sem rendelkezett. Ez is alátámasztja, hogy az ilyen jellegű kockázatokat a bankok nem tudják kezelni, ezért a hitelfinanszírozás nem járható út e vállalati kör számára. Az úgynevezett 3F⁸ mellett csak a tőkepiaci finanszírozási módok jelenthetnek megoldást számukra.

Empirikus elemzés

A növekedés eme szakaszaira jellemző kritikus pénzügyi-számviteli kérdéseket a következő fő gazdasági témakörök szerint csoportosítva tárgyaljuk (lásd a 2. táblázatot):

- tőke- és likviditás menedzsment,
- tulajdonosi kapcsolódások,
- adózási kérdések,
- egyéb kérdések.

A tőke- és likviditás menedzsmentnek és a tulajdonosi kapcsolódásoknak van egy gyakori közös metszete a tulajdonosi kölcsönök esete, ezért ezt külön kategóriaként szerepeltetjük. A 19 átvilágítás nagyszámú kockázati tényező beazonosításával zárult. Ezek közül a nagyon egyedi és az inkább jogi jellegű megállapításokat kivettük a mintából, így 68 darab megállapítás maradt. Ezeket a fenti csoportokba, illetve ezeket további alcsoportokba beosztva a következő megoszlását kapjuk a kockázatoknak.

A mintánk azt mutatja, hogy a startupvállalkozók általában a korlátolt felelősségű társaság (ritkábban részvénytársaság) vállalkozási formát választják a következő okok miatt:

- Általában több alapító alapítja és működteti a startupokat, melynek számos oka van: a gyors siker érdekében különböző kompetenciákat szükséges a projekt szolgálatába állítani; elején nem igazán tudnak szakértőket megfizetni, ezért tulajdoni hányadot ajánlanak fel cserébe; a befektetők is szívesebben fektetnek „csapatokba”.
- A külső tőkebevonást egyéb társasági formák nem támogatják (betéti társaság, szövetkezet).
- Adminisztratív teher és költség vonzata miatt a korlátolt felelősségű társasági forma a leggyakoribb.

A következő fejezetek a 2. táblázatban szereplő struktúrát követik.

Kezdeti veszteséges évek tőke- és likviditási problémáinak kezelése

Ahogy már említettük, a startupok sajátossága, hogy nagyobbik részük a működés megkezdését követő négy-öt éven belül megszűnik. Más, hagyományos tevékenységű, kezdő vállalkozásokhoz (például egy új pékséghez) képest a startupnak nagyobb a bukási aránya az új, vagy újszerű innovatív tevékenysége (sokszor nincs piaci tapasztalat az adott területen) és relatíve tartósabb (K+F és termékfejlesztés miatt) finanszírozási igénye következtében.

⁸ Founders, Family, Friends.

Fő gazdasági terület		Kockázattípus	Érintett startupok száma	
Tőke- és likviditásmenedzsment	41%	<i>Immateriális javak, vagyoni értékű jogok és szellemi termékek nem kerültek be a társaságba, vagy a fejlesztéseket nem atkiválta</i>	10%	6
		<i>Apporttal, illetve K+F tevékenység aktiválásával kapcsolatos egyéb problémák</i>	7%	4
		<i>Lejárt szállítók</i>	7%	5
		<i>A készpénz állomány 1-2 hónapos működésre elegendő</i>	6%	4
		<i>Saját tőke negatív, vagy nem éri el a jegyzet tőke felét</i>	10%	7
Tőke- és likviditásmenedzsment + Tulajdonosi kapcsolódások	13%	<i>Tulajdonosi kölcsönök</i>	13%	9
Tulajdonosi kapcsolódások	24%	<i>Célvállalat és tulajdonosok egyéb érdekeltései között aktív gazdasági kapcsolat áll fenn</i>	9%	6
		<i>Olyan tulajdonos megléte, akinek jelenlegi vagy korábbi vállalkozói vagy vezető tisztségviselői tevékenységéről negatív információ érhető el</i>	9%	5
		<i>Tulajdonos egyéb kötelezettségvállalásai</i>	6%	4
Adózás	6%		6%	4
Egyéb	16%	<i>EU-s támogatáshoz kapcsolódó fedezeti és fenntartási kötelezettségek</i>	9%	6
		<i>Egyéb</i>	7%	4
Összesen	100%	Összesen	100%	-

2. táblázat: A beazonosított pénzügyi és adózási kockázatok megoszlása
(Megjegyzés: a fenti táblázatban 68 megállapítás megoszlása látható.)

Számviteli szempontból a veszteséges működés és a folyamatos likviditási gondok felvetik, hogy az ilyen vállalkozások mennyire tudnak megfelelni a vállalkozás folytatása elvnek. Az egyszerűsített éves beszámoló vagy éves beszámoló aláírásával a cégvezetők „nyilatkoznak” arról is, hogy a belátható jövőben fenn tudják tartani működésüket. Ugyanakkor mi történik, ha már nem tudnak pótlólagos pénzügyi forrásokat bevonni, illetve a fejlesztendő termék/szolgáltatás piaci tesztjei nem kielégítőek és a beszámoló aláírását követő hónapokban a startup csődbe, illetve felszámolásba megy? A vezetők elkövetek-e

csődbüntettet?⁹ Az általunk vizsgált startupok több mint fele gyakorlatilag ilyen helyzetben volt az átvilágításunkkor. A következő problémák legalább egyikével szembesültek: negatív saját tőkével, jelentősebb lejárt szállítókkal, csak 1-2 hónapra elegendő likviditással rendelkeztek. Az előbbiek miatt különösen fontos a saját tőke megfelelő menedzselése és a saját tőke megfelelésre vonatkozó szabályok betartása.

A startupokra jellemző, hogy az alapítást követő feltőkésítések leginkább tőketartalékként jelennek meg, a jegyzett tőkét csak minimálisan emelik (áziós tőkeemelés). A mintánkban szereplő startupok is mind ezt a gyakorlatot követték. Ennek az az oka, hogy a kezdeti veszteségekre a tőketartalék nyújt fedezetet. Amennyiben a tőkeemelés teljes mértékben a jegyzett tőke emelése útján történne, a saját tőke a veszteségek miatt könnyen a jegyzett tőke alá csökkenhet. A saját tőke minimális nagyságának védelme törvényileg szabályozott. A mintánkban szereplő startupok harmada nem felelt meg ennek a szabálynak. E szabályoknak való megfelelésre törekvésnek igazából egy csődbüntett bírósági vizsgálatakor lehet jelentősége.

A startup sikertelensége esetén a vállalkozás többféle módon – jogutódlással, jogutód nélkül – megszűnhet. A startupoknál a kezdeti veszteségek miatt az alultőkésítettség nagy eséllyel kialakulhat. A végelszámolással történő megszűnés esetében nem állhat fenn a csődbüntett, illetve nem eredményezhet a vállalkozó jövőbeli tevékenységét negatív befolyásoló cégbírósági döntést (például ügyvezetéstől való eltiltás). A gyakorlatban ezért is érdemes a startupvállalkozóknak jogutódlással vagy végelszámolással lezárni a sikertelen startupot, az ehhez szükséges összeget tervezetten félretenni, illetve az eljárási időt rászáni.

Tőkemenedzsment

Az előzőekben már bemutattuk az áziós tőkeemelés jelentőségét a tőkemenedzsment szempontjából. A következőkben még azokat a technikákat szeretnénk ismertetni, melyek hozzá tudnak járulni a tőke megőrzéséhez a kezdeti veszteségterhelő időszakban.

A mintánk is megmutatta, hogy a startupok sokszor jelentős K+F-et, illetve termékfejlesztéseket hajtanak végre. A tőkehelyzet szempontjából kétféle optimalizációra látunk gyakorlatot:

1. Kezdeti fázisban, magánszemély alapítók esetében, a vállalatban belüli és kívüli (magán) finanszírozás közötti választás lehetősége is fenn áll. Magánszemélyek különböző fejlesztéseket saját magánforrásaikból, akár saját maguk is elvégezhetik, és csak akkor viszik be az így elkészült értékeket (a bevétel módját lásd a következő fejezetben) a startupvállalatba, ha a vállalat további finanszírozása (például egy befektető bevonásával), piacra lépése már megoldottnak látszik. Ez teljesen racionális választás, hiszen a tulajdonos magánszemélyek adózott forrásaikat minek vonják be a formális vállalati számviteli-adózási keretekbe, amikor még nagyon bizonytalan a startup sorsa. Így ezek a tevékenységek nem terhelik a vállalat mérlegét.

⁹ A magyar jog szerint a csődbűncselekmény azonban szándékos tényállás, az elkövető bűnössége kizárólag akkor állapítható meg, ha tudhatta, hogy a társaság fizetési képtelenséggel fenyegető helyzetben van. Ez utóbbi az az időpont, ameltől kezdve a gazdálkodó szervezet vezetői előre látták vagy vélelmezhetően előre láthatták volna, hogy a gazdálkodó szervezet nem lesz képes esedékességek kielégíteni a vele szemben fennálló követeléseket (Böcskei és Deres 2015). Ilyen helyzet például a tőkére vonatkozó szabályok megsértése.

2. A startup K+F és termékfejlesztési tevékenységének költségeit érdemes – a lehetőségek adta keretben – minél nagyobb értékben aktiválni kísérleti fejlesztés aktivált értékeként, vagy a már elkészült terméket vagyoni értékű jogként vagy szellemi terméként. Így a költségekből immateriális jószág válik, évek között szétosztva a költségeket (értéksökkenésként), javítva a kezdeti időszak tőkehelyzetét. Az aktiválás tipikus hibái a mintánkban szereplő vállalatoknál a következők voltak:
- nem, nem, vagy alig él a lehetőséggel, folyó ráfordításként számolja ezeket, akár jelentősen negatív saját tőkét eredményezve;
 - túl sokat aktivál: szinte mindent, olyan tételeket is, melyek mindenképpen működési költségnek tekinthetők (például székhelybérlet), mely egy külső auditnál, adóvizsgálatnál nem alátámasztható;
 - aktiválási jegyzőkönyv nem készül, utólag csak nehezen igazolható az aktiválás gazdasági alátámasztottsága;
 - a számviteli törvény értelmében az eredménytartalékból kell lekötöni és a lekötött tartalékba átvezetni a kísérleti fejlesztés aktivált értékéből még le nem írt összeget, akkor is, ha emiatt az eredménytartaléknak negatív egyenlege lesz vagy negatív egyenlege nő. Ez jelentősen változtatni tudja a saját tőke összetételét. Ennek megképzése esetenként elmarad.

A fentiek mellett az alapítással, illetve tőkeemeléssel kapcsolatos költségeket is célszerű aktiválni alapítás-át szervezés aktivált értékeként. Egy részvénytársaság esetében már az alapítás is jelentősebb tétel lehet, valamint egy tőkeemelés is jelentős jogi és átvilágítási költségekkel járhat. Így az ilyen jellegű költségekből egy immateriális jószág válik, melynek eredményhatása a tárgyév helyett amortizációként jelenik meg, és évekre eloszlik.

Eszközök bevitele a társaságba

Ahogy már említettük, a startupok jellemzői, hogy a társaság megalakítása előtt már gyakran végeznek a tulajdonosok K+F tevékenységet. Gyakori eset, hogy a külső befektetést megelőzően ezek még nincsenek beemelve a startupvállalkozásba. Ennek mindenképpen – jogilag (például egy szellemi tulajdon átruházási szerződéssel) és számvitelileg is – megnyugtató módon kell megtörténnie, e nélkül egy külső befektető nem fog beszállni az adott vállalkozásba. Ezek az értékek apporttal, térítés nélküli átadással vagy értékesítéssel kerülhetnek be a társaságba. Relevanciája miatt az első két esetet tárgyaljuk.¹⁰

Apportálni a dolog tulajdonjogát vagy vagyoni értékű jogot lehet. Az apport értékét valós forgalmi értéken kell megjelölni, az érték meghatározása a társasági formától függ. Fontos szempont, hogy a könyvvizsgáló vagy szakértő által megállapított apport értéktől felfelé nem lehet eltérni, attól kisebb értéken viszont lehet szerepeltetni.

A térítés nélkül átvett immateriális javak, tárgyi eszközök piaci értékét az egyéb bevételek között kell elszámolni, és ezt el kell határolni halasztott bevételként. A tárgyi eszköz értéksökkenésének elszámolása után, azzal arányosan kell az időbeli elhatárolást feloldani.

Amennyiben számvitelileg indokolható, szélsőséges esetben arra is van gyakorlat (például know-how, arculati elemek, domain nevek¹¹ stb. esetében), hogy a térítés nélkül

¹⁰ Értékesítés nem jellemző módja, hiszen, ha a startupalapítók eladják ezeket az eszközöket a startupnak, akkor forrást vonnak ki belőle.

¹¹ A domainnév éves előfizetéssel őrizhető meg. Tehát ebben az esetben ez a domain fenntartási kötelezettség is átkerül a használatának jogával. Így akár jogos lehet ennek nulla értéken történő szerepeltetése.

megkapott eszközt gyakorlatilag nulla értékkel kerüljön be a társaság könyveibe. Ugyanis ilyen esetekben nehezen lehetne megállapítani ezeknek a jogoknak a valós értékét. Ezen eszközök átadása alapvetően a jogbiztonságot, a termék, illetve szolgáltatás másolásának a megakadályozását szolgálja. A nulla értéken átvett immateriális javak, vagyoni értékű jogok és szellemi termékek esetében lehetőség van értékhelyesbítéssel a piaci értékre felértékelni ezen eszközöket, mely javítja a startup tőkehelyzetét.

Tulajdonosi kölcsönök

A mintánkban szereplő startupok 63%-a rendelkezett az átvilágításkor kisebb-nagyobb tulajdonosi kölcsönnel. Az ilyen kölcsönök fő célja a folyamatos likviditás biztosítása. A tulajdonosi kölcsönrel kapcsolatos jellemző problémák a következők:

- Nem, vagy hiányosan dokumentált, nem derül ki egyértelműen a kölcsön kamatfizetésének módja és tőketörlesztésének ütemezése.
- Nem alárendelt, a tőketulajdonosok előtti pénzáramlásból részesül a kölcsönadó.

Egy új külső befektető a tőkeinjekcióját a startup továbbfejlesztése érdekében nyújtja és nem azért, hogy a korábbi tulajdonosok kölcsönei megtérüljenek. Ezért a tőkebefektetéskor mindenképpen szerződésben fogják leszabályozni, hogy (i) a kölcsön lejáratkor történő visszafizetése (terv szerint) milyen forrásból történik (árbevétel, tőkeemelés, stb.); (ii) a kölcsön alá- vagy mellérendelésre kerül-e a befektető befektetésnek.

Tulajdonosi kapcsolódások

A startupba befektetőknek kulcsfontosságú a megfelelő szakmai háttérrel és reputációval rendelkező tulajdonosi és menedzsment kör megléte. Ez sokszor jóval többet számít egy külső befektetés szempontjából, mint maga az innovatív ötlet. Ugyanis az ötlet piaci sikere még nagyon bizonytalan, egy jó szakmai háttérű és megbízható tulajdonosi-menedzsmeri réteg tudja leginkább garantálni az üzleti sikert.

A tulajdonosi kockázatokat a következőképpen lehet csökkenteni:

- A tulajdonosi szerkezetben lehetőleg ne legyen olyan személy, akinek jelenlegi vagy korábbi vállalkozói vagy vezető tisztségviselői tevékenységéről nyilvános negatív információ (például végrehajtás, felszámolás, adótartozás, nem teljesítő hitelek) érhető el.
- A tulajdonosoknak jelentősebb egyéb kötelezettségvállalásai vannak (például készfizető kezes egy hitel után), vagy beltágként érdekeltek egy betéti társaságban (egyetemlegesen felel a társaság kötelezettségei után). Ebben az esetben a kötelezettségvállalás érvényesítésekor a társaságban lévő tulajdonjoga egy külső harmadik félhez kerülhet.

A fenti kockázatok legalább egyike a mintánkban szereplő startupok közel felénél előfordult.

Szintén gyakori eset, hogy a startup valamelyik tulajdonosának gazdasági érdekeltiségeivel a startupnak aktív üzleti kapcsolata van. A kapcsolt vállalkozások kezelése mind adózási szempontból, mind egy külső befektető esetén nagy jelentőséggel bír, melyre nem mindig ügyelnek kellően a társaságok. Külső befektető szempontjából az ilyen gazdasági kapcsolat lehetőséget biztosít arra, hogy az alapítók a külső befektető általa rendelkezésre bocsátott forrást rosszhiszeműen kivonják a startupból. A kapcsolt vállalkozások esetére külön számviteli és adózási követelmények is vonatkoznak, melyeknek szintén meg kell

felelni. A fentiek miatt az ilyen kapcsolatoknál különösen ügyelni kell a gazdasági tranzakciók megfelelő dokumentáltságára és a jogszabályoknak való megfelelésre.

Adózási kérdések

A magyar adózási rendszerben nem az adó mértéke jelenti a problémát, hanem a komplex szabályoknak való megfelelés információ és adminisztrációs igénye. A Worldbank and PwC Paying Taxes 2018 című kiadványa nyomatékosítja, hogy míg a magyar vállalkozások átlagosan évi 277 órát, addig az EU-ban 161 órát töltenek adózáshoz köthető adminisztrációval. Ezért nem meglepő, hogy a mintánkban viszonylag gyakori volt az adózáshoz köthető, nem megfelelő gyakorlatok száma, illetve a társaságok gyakran nem használták ki a különböző pozitív adózási lehetőségeket (adóformák, kedvezmények).

Megjegyezzük, hogy anekdotikus információk alapján a Magyarországról induló startupok egy része – melyek eleve a globális piacon kívánnak megjelenni – már rögtön külföldi bejegyzésű cégekkel kezdik meg a működésüket (egy ilyen példa a mintánkban is található, a hongkongi cég) részben az egyszerűbb és kedvezőbb adózási szabályok miatt. Ehhez még hozzájárul az a hatás is, hogy a fő célpiacokhoz közelebb lévő és ismertebb helyen lévő adóilletőség az értékesítést is megkönnyíti.

Egyéb kérdések – EU-s támogatások

Az általunk vizsgált startupok közel negyede nyert valamilyen vissza nem térítendő EU-s támogatást, átlagban 37 millió Ft értékben. Az ötből két esetben történt csak meg a támogatás felhasználása. Az EU-s támogatások másik típusa a támogatott tőkefinanszírozási programokban (általában JEREMIE programok) való részvétel volt.

Fontos kérdés az ezekhez kapcsolódó különböző EU-s követelményeknek való megfelelés. Ezek a követelmények egyrészt irányulhatnak a kapott források felhasználására, másrészt fenntartási kötelezettségekkel is járhatnak. A nem megfelelő forrásfelhasználás korlátozására pedig esetenként fedezeti követelményeket is előírnak (például tulajdonosi kezesség).

Az EU-s források nem megfelelő felhasználása felveti annak a kockázatát, hogy a hatóságok visszafizettetik a támogatást. Amennyiben ez jelentős kockázat, akkor önmagában ez megakadályozhatja a külső befektető megjelenését a startupban.

Egyéb – további tényezők

A következőkben három 7% körüli gyakorisággal előforduló problémát fogunk ismertetni.

A saját termelésű készletállomány változását (a magyar számviteli követelményeknek megfelelően) jelenleg évente egy alkalommal (év végén) kötelező kimutatni. Külső befektető számára azonban ez gyakran nem kellően átlátható. Ugyanis évközben a saját termelésű készletek, félkész termékek, nyersanyagok értéke a folyamatos mozgások miatt nem lekövethető. Ezért javasolt a termelő startupoknál minél előbb bevezetni legalább egy belső kontrolling riport a saját termelésű készletek folyamatos nyomon követésére, a készletállomány azonnali lekérdezése érdekében.

A relatíve magas készpénz (házipénztár) állomány egy külső befektető számára nem túl transzparens. Ezt a kockázatot egy megfelelő pénzkezelési szabályzat, illetve annak használata kezelni tudja.

A lejárt vevőállomány aktív kezelése már ebben a vállalati fázisban is a szükséges. Sőt talán még ennek nagyobb is a jelentősége, mint egy bejáratott piaci működés esetében, hiszen a vállalat csak „ismerkedik” a vevőkörével.

Összegzés

A startupokra vonatkozó szakirodalmat kettősség jellemzi a kutatási témánkkal kapcsolatban. A startupok pénzügyi és számviteli kérdéseire a gyakorlatorientált irodalom figyelmet fordít, míg az akadémiai irodalomban gyakorlatilag hiányzik ez a téma. Célunk ez utóbbi bővítése volt. Ugyanis véleményünk szerint a témának hangsúlyosabban kellene megjelenie, mert a nem megfelelő pénzügyi menedzsment meg tudja nehezíteni a startupok későbbi tőkebevonást, mely gátolja a további növekedést.

A startupok több lépcsőben és szempontból történő átvilágítása a kockázati tőkepiac meghatározó jellemzője. Amennyiben üzleti és humán szempontól már átmentek a potenciális befektetők szűrőjén, csak ezt követően kerül sor a pénzügyi és adóátvilágításra. A jelen tanulmány mintáját 19 darab pénzügyi és adóátvilágítás tapasztalata adja. A mintánk kisméretű, véleményünk szerint mégis jól megragadja eme vállalati kör jellemzőit.

A vizsgált vállalatok 15%-a rendelkezett pozitív eredménnyel, a vállalatok jelentős mértékben felélték a vizsgált évben a saját tőkájukat az induló startupokra jellemző módon. A startupok és a K+F+I közötti pozitív kapcsolatot jól alátámasztotta a mintánk. Az immateriális javaknak jelentős az aránya a mérlegükben, annak ellenére, hogy sok vállalatnál éppen az volt az átvilágítás eredménye, hogy a cég még nem vonta be a társaságba a kifejlesztett immateriális javakat, vagy a vonatkozó költségeket nem, vagy nem teljes mértékben aktiválta.

E vállalati kört a tulajdonosi önfinanszírozás jellemzi. Pénzügyi hitellel egyik mintánkban szereplő vállalkozás sem rendelkezett. Ez is alátámasztja, hogy az ilyen jellegű kockázatokat a bankok nem tudják kezelni, ezért a hitelfinanszírozás nem egy járható út e vállalati kör számára.

A mintánkban szereplő cégek átvilágításai alapján, megállapíthatjuk, hogy az összetett pénzügyi-számviteli szabályrendszernek való megfelelés jelentős kihívást jelent a startupok számára is, mint minden kezdő vállalkozás számára. A startupok szempontjából az ezeknek való megfelelés és a szabályok által megengedett optimalizáció legalább két szempontból is kiemelt fontosságú. Egyrészt a jelentős kezdeti veszteségek és negatív cash flow miatt a megfelelő tőke- és likviditásmenedzsment nagy jelentőségű számukra. Másrészt mindent meg kell tenniük annak érdekében, hogy a kívánt külsős befektető minél könnyebben tudjon tulajdont szerezni a társaságban, annak pénzügyi-számviteli működése, illetve az ezekből fakadó kockázatok ne nehezítsék ezt meg.

A gyakorlatban több nem megfelelő gyakorlatot azonosítottunk be, melyekre fel kívántuk hívni a figyelmet. Ezek egy része a gazdasági jogszabályok összetett voltára vezethető vissza.

Irodalom

- Agrawal, Ajay, Christian Catalini, and Avi Goldfarb, *Are Syndicates the Killer App of Equity Crowdfunding?*, MIT Sloan Research Paper No. 5126–15, 2015. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2569988>
- Békés Gábor és Muraközy Balázs, *Magyar gazellák: gyors növekedésű vállalatok jellemzői és kialakulásuk elemzése Magyarországon*, Budapesti Munkagazdaságtani Füzetek 2011/9, Budapesti Corvinus Egyetem, Emberi Erőforrások Tanszék, 2011.
- Berlinger Edina, „A piac és az állam szerepe az innovációban – Kornai János versus Joseph E. Stiglitz”, *Közgazdasági Szemle*, LXIV. évf. (2017) április, 377–393. old. <https://dx.doi.org/10.18414/KSZ.2017.4.377>
- Böcskei Elvira és Deres Petronella, „Saját tőke vizsgálata – fizetésképtelenség versus csődbüntetés?” *Glossa Iuridica Budapest*, (2015) 1–2. szám, 240–260. old.
- Camp, Justin J., *Venture Capital due diligence. A Guide to Making Smart Investment Choices and Increasing Your Portfolio Returns*, John Wiley & Sons, Inc., New York, 2002.
- Davila, Antonio, George Foster and Mu Li, “Reasons for management control systems adoption: Insights from product development systems choice by early-stage entrepreneurial companies.” *Accounting, Organizations and Society*, Vol. 34. (2009) Issue 3–4., pp. 322–347. <http://doi.org/10.1016/j.aos.2008.08.002>
- Gonzalez, Gilbert, “Startup Business Plans: Do Academic Researchers and Expert Practitioners Still Disagree?”, *Muma Business Review*, Vol. 1. (2017a) No. 15., pp. 189–197. <https://doi.org/10.28945/3848>
- Gonzalez, Gilbert, “What Factors Are Causal to Survival of a Startup?”, *Muma Business Review*, Vol. 1. (2017b) No. 9., pp. 97–114. <https://doi.org/10.28945/3845>
- Granlund, Markus and Jani Taipaleenmäki, *Management control and controllership in new economy firms – a life cycle perspective*. Management Accounting Research, 16(1), 21–57. (2005) <https://doi.org/10.1016/j.mar.2004.09.003>
- KPMG, *Startup Success, A guide to growing your business*, KPMG, Delaware, 2014. <https://home.kpmg/content/dam/kpmg/pdf/2015/04/startup-success-guide-growing-your-business.pdf>
- Kolozsi Pál Péter, „Itt az ideje másként nézni az államra! – Értékkeremtés és innováció a 21. században”, *Hitelintézet Szemle*, 17. évf. (2018) 4. szám, 140–145. old.
- Kuti Mónika, Bedő Zsolt és Geiszl Dorottya, “Equity-based Crowdfunding. Financial and Economic Review”, Vol. 16. (2017) Issue 4. <http://doi.org/10.25201/FER.16.4.187200>
- Madarász Aladár, „Hogyan született a vállalkozó? (Fogalomtörténeti töredékek Schumpeter vállalkozóelméletéhez)”, *Közgazdasági Szemle*, 58. évf. (2014) 7–8. szám, 3–29. old
- Mazzucato, Mariana, *The Value of Everything: Making and Taking in the Global Economy*, Public Affairs, New York, 2018.
- Nemeslaki András, *ICT Driven Public Service Innovation: Comparative Approach Focusing on Hungary*, National University of Public Service Institute of International Studies, Budapest, 2014.
- Rajchlová, Jaroslava and Veronika Svatoaová, “Benchmarking study on the venture capital market in the Czech Republic, Hungary and the Netherlands”, *Investment Management and Financial Innovations*, Vol. 13. (2016) Issue 3., pp. 191–202. [http://dx.doi.org/10.21511/imfi.13\(3-1\).2016.05](http://dx.doi.org/10.21511/imfi.13(3-1).2016.05)
- Ries, Eric, *The lean startup: How Today's Entrepreneurs Use Continuous Innovation to Create Radically Successful Businesses*, Crown Business, New York, 2011.
- Silva, Jorge, “Venture capitalists’ decision-making in small equity markets: a case study using participant observation”, *Venture Capital*, Vol. 6. (2004) Issue 2–3., pp. 125–145. <https://doi.org/10.1080/13691060410001675974>
- Schröder, Christian, “Does the Financial System Affects Early Stage Venture Capital Investments?”, *Banks and Bank Systems*, Vol. 8. (2013) Issue 1., pp. 23–35.
- Schumpeter, Joseph, *A gazdasági fejlődés elmélete. Vizsgálódás a vállalkozói profitról, a tőkéről, a hitelről, a kamatról és a konjunktúraciklusról*, Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest, 1980. [1912]

-
- Stiglitz, Joseph and Andrew Weiss, "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information", *American Economic Review*, Vol. 71. (1981) No. 3., pp. 393–410.
- Timmons, Jeffrey A., *New venture creation: a guide to small business development*, 1977, R. D. Irwin, Homewood, 1977.
- Yung, Chris, "Entrepreneurial Financing and Costly Due Diligence", *The Financial Review*, Vol. 44. (2009) Issue 1., pp. 137–149. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6288.2008.00213.x>
- Worldbank and PwC, *Paying Taxes* 2018. <https://www.pwc.com/payingtaxes>