
MAGYAR KOCKÁZATI ÉS MAGÁNTŐKE EGYESÜLET

KOCKÁZATI ÉS MAGÁNTŐKE IPARÁGI JAVASLATCSOMAG

Az elmúlt néhány évtized során világszerte a pénzügyi közvetítő rendszer fontos részévé váltak a kockázati tőke (venture capital) és magántőke (private equity) alapok és alapkezelők. A pénzügyi közvetítő rendszer e szereplői az elmúlt bő két évtized során a magyar gazdaságban is egyre jelentősebb szerepet játszottak: ez alatt az idő alatt több mint 400 magyar vállalkozásba több mint 3 milliárd dollárt fektettek be.

Ugyanakkor a kockázati és magántőkében rejlő lehetőségek még korántsem kerültek teljes mértékben kiaknázásra: a magyar vállalkozásoknak mindössze 0,2 ezreléke jutott kockázati vagy magántőke finanszírozáshoz.

A Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület úgy véli, hogy a kockázati és magántőke iparág és a kormányzat közös erőfeszítésével lényegesen növelhető lenne a hazai vállalkozások hozzáférése ezen finanszírozási formához, ami jelentősen hozzájárulhatna a magyar gazdaság növekedéséhez, a foglalkoztatás növeléséhez és Magyarország versenyképességének javításához. Különösen igaz ez egy olyan időszakban, amikor a vállalkozások céljaik eléréséhez egyre nehezebben és drágábban jutnak hagyományos banki finanszírozáshoz. Továbbá a kockázati és magántőke befektetések ösztönzése magában az iparágban is új munkahelyek teremtéséhez vezethetne, így is hozzájárulva a magyar gazdaság növekedéséhez.

Jelen javaslatcsomag célja, hogy felvázoljon néhány olyan területet, ahol a kormányzat tenni tudna azért, hogy a kockázati és magántőke iparág a jelenleginél nagyobb szerepet tudjon játszani a gazdaság fellendítésében. A javaslatcsomag a következő témákban tartalmaz javaslatokat:

- adózási kérdések
- üzleti inkubációs programok a magyar kockázati tőkealapok és alapkezelők jogi szabályozása

A javaslatcsomag az Egyesület Stratégiai és Jogalkotási Munkacsoportja közreműködésével készült, amelynek munkájához elsősorban a **Primus Capital Kockázati Tőke-alapkezelő**, az **Ernst & Young Tanácsadó Kft.**, a **Mazars**, a **BDO Magyarország Tanácsadó Kft.**, a **Faludi Wolf Theiss Ügyvédi Iroda**, az **Allen & Overy Budapest Ügyvédi Iroda**, a **Siegler Weil Gotshal Ügyvédi Iroda**, a **CMS Cameron McKenna Ügyvédi Iroda**, a **Réciczka White & Case LLP Ügyvédi iroda** és a **Szecskey Ügyvédi Iroda** nyújtottak szakmai segítséget, akiknek a munkájáért az Egyesület köszönettel tartozik.

A jelen javaslatcsomagon túl a Munkacsoport vállalta, hogy folyamatosan figyelemmel kíséri a kockázati tőke és magántőke iparágat érintő jogi környezetet (így pl. a társasági jogot, a polgári jogot és tőkepiaci szabályozást), és azzal kapcsolatosan javaslatokat tesz. Ennek keretében a Munkacsoport 2012. márciusában észrevételeket tett az Új Polgári Törvénykönyv tervezetére, mely észrevételek a honlapunkon külön dokumentumban érhetőek el.

Bethlen Miklós,
a Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület elnöke

2012. május 21.

(Jelen javaslatcsomag a 2011. november 10-én és első felülvizsgálatát követően 2012. márciusában az NGM-nek már benyújtott anyag felülvizsgált változata.)

ÁLTALÁNOS BEVEZETŐ

A KOCKÁZATI ÉS MAGÁNTŐKE IPARÁG RÖVID BEMUTATÁSA

A kockázati és magántőke, mint új társasági finanszírozási és pénzügyi közvetítési forma a második világháborút követő évtizedekben alakult ki. A „magántőke” elnevezés arra utal, hogy a tőkebefektetés tőzsdére be nem vezetett, zártkörűen működő társaságokban való részesedésszerzésre irányul. A „kockázati tőke” a szakzsargonban a magántőke azon válfajára utal, amely kezdeti illetve fejlődési szakaszban lévő fiatal vállalkozásokra fókuszál, míg a „magántőke” kifejezés sokszor az érettebb, már régebb óta eredményesen működő vállalatokra fókuszáló magántőke-alapokra utal.

Az üzleti modell általánosságban a következő:

- egy alapkezelő a befektetendő összegeket intézményi befektetőktől (vagy nagy vagyonú magánszemélyek vagy családok vagyonkezelő cégeitől) egy kockázati vagy magántőke-alapban összegyűjti;
- azokat az alap befektetési politikájának megfelelő zártkörűen működő társaságok részvényeibe illetve üzletrészeibe fekteti be. Ezen társaságokat hívják a befektetést követően az alap portfólió társaságainak;
- a befektetés részben vagy egészben tőkeemelés formáját ölti, amelynek összegét a portfólió társaság elérni kívánt céljai megvalósítására fordítja (pl. termékfejlesztés és marketing, a sorozatgyártás beindítása, a nyereséges működés eléréséig szükséges működési költségek fedezése, a társaság növekedési stratégiájának megvalósítása);
- mivel tőkejuttatásról van szó, az alap számára a megtérülést az jelenti, ha a portfólió társaság a (jellemzően 3-5 éves) befektetési időtartam során befektetett tőkének és a befektető aktív szakmai közreműködésének köszönhetően sikeresen működik, ezáltal felértékelődik, és a befektető részesedését nyereséggel tudja értékesíteni akár egy másik befektető részére, akár egy tőzsdéi részvénykibocsátás (IPO) során;
- mivel az alap a hozamát a részesedése értékesítése útján realizálja, azt (a hitelfinanszírozástól eltérően) nem a portfólió társaságnak kell kitermelnie, hanem azt a befektetés értékesítésekor a részesedést megvásárló új befektető fizeti meg;
- a részesedés értékesítését követően az alapkezelő az alapból az alap befektetőinek kifizeti a befektetésük hozammal növelt és az alapkezelőt megillető nyereségrészesedéssel csökkentett összegét;
- az alap befektetői az alap létrehozásakor nem teljesítenek befizetéseket az alap részére, hanem csak akkor, amikor az alap

befektetést eszközöl. Az alap létrehozásakor az alap befektetői erre kötelezettséget vállalnak.

A kockázati és magántőke befektetések a banki finanszírozáshoz képest előnyös alternatívát jelentenek a vállalkozásoknak a céljaik eléréséhez szükséges források előteremtéséhez. Egyrészt ezen a csatornán keresztül olyan – jellemzően korai fázisban lévő – vállalkozások is forrásokhoz tudnak jutni, amelyeknek a bankok a magas kockázatra tekintettel nem hiteleznének. Másrészt ilyen módon forráshoz tudnak jutni olyan érettebb vállalkozások is, amelyek már több bankhitelt nem tudnának felvenni (pl. mert már minden eszközüket a finanszírozó bankok felé biztosítékként lekötötték) vagy nem tudnák kigazdálkodni a hitel törlesztését.

Napjainkban a bankok jelentősen csökkentik illetve csökkenteni tervezik hitelezési tevékenységüket, és a rendelkezésre álló hitelek kamatlábai is meredeken emelkednek. Ebben a helyzetben még nagyobb szükség van az olyan alternatív finanszírozási csatornákra mint a kockázati és magántőke. A kockázati és magántőke befektetések növelése e nehéz pénzügyi környezetben nagymértékben hozzájárulhat a kormányzati szinten is megfogalmazott munkahely-teremtési és gazdasági növekedési célok teljesítéséhez.

A KOCKÁZATI ÉS MAGÁNTŐKE SZEREPE A MAGYAR GAZDASÁGBAN

Az utóbbi mintegy 20 évben a kockázati- és magántőke befektetések összértékének GDP-hez viszonyított éves aránya alapján Magyarország nemcsak a régióon belül, de az EU tagországai között is igen előkelő helyen szerepelt. Ez alatt az idő alatt a kockázati és magántőke alapok több mint 400 magyar vállalkozásba közel 4 milliárd dollárt fektettek be.

Azonban ezen befektetések összértékének kb. kétharmadát a már évek óta nyereségesen működő érett társaságokban való részesedésszerzésre irányuló, úgynevezett kivásárlási (buy-out) ügyletek tették ki. A kezdeti, illetve expanzív szakaszban lévő társaságokba való befektetések értéke ettől jelentősen elmaradt. Az expanzív szakaszban lévő társaságokba a befektetések összértékének mintegy 30%-a, a kezdeti szakaszban lévő társaságokba pedig kevesebb mint 5%-a irányult.

Ezt tükrözi az is, hogy az elmúlt mintegy két évtized során a kockázati és magántőke befektetések összértékének alig több mint 10%-a származott a viszonylag korai szakaszban lévő vállalkozásokra fókuszáló kockázati tőkealapoktól, a maradék közel 90%-ot, a már jelentős gazdasági erőt képviselő, érett vállalatokra fókuszáló magántőke alapok fektették be.

Az ügyletek számát tekintve az expanzív szakaszban lévő társaságokba történt a legtöbb kockázati és magántőke befektetés, az ilyen célú befektetések képviselték a hazai befektetési ügyletek számának közel 60%-át. A korai fázisban lévő vállalkozásokba az ügyletek számát tekintve a befektetések közel egyharmadát eszközölték. A kivásárlási célú befektetések az ügyletek mintegy 10%-át tették ki.

Az ügyletek száma és a befektetett összeg szerinti megoszlásban való eltérések abból adódnak, hogy – természetesen – minél korábbi fázisában van egy vállalkozás, annál kisebb az az összeg, amihez a továbblépéshez szüksége van, és ez fordítva is így van.

Ezekkel az értékekkel azonban a kezdeti és fejlődő életszakaszban lévő vállalkozásokba (és különösképpen a kezdeti szakaszban lévő vállalkozásokba) befektetett összegek tekintetében Magyarország Európában az utolsó helyezettek között szerepel. A kockázati illetve magántőke finanszírozáshoz jutó cégek aránya Magyarországon kevesebb, mint 0,2 százalék.

Szintén érdekes adat, hogy a korai fázisban lévő vállalkozásokba fektetett összeg igen jelentős része magyar állami háttérű befektetőtől érkezett, és a magyar állami háttérű befektetők befektetései tranzakciószám szerint az összes kockázati és magántőke befektetés mintegy 50%-át, a befektetett összeg szerint pedig 17,5%-át tették ki.

A főként uniós források felhasználásával működő JEREMIE program alapján létrehozott kockázati tőkealapok által eszközölt befektetések, ígéretes lendületet adnak az elsősorban kezdeti stádiumban lévő vállalkozások alternatív, a hitelpiaci hiányt pótló finanszírozásának.

A JEREMIE kockázati tőkeprogram forrásközvetítője, a Magyar Vállalkozásfinanszírozási Zrt. (MV Zrt.) friss adatai szerint 2011 végéig összességében 12,2 milliárd forintról született befektetési döntés az alapkezelőknél, 44 társasággal szerződtek le, vagyis az egy vállalatra jutó tőke 277 millió forint volt. A program 2010-es indulását követően csaknem egy évnek kellett eltelnie, hogy a befektetések megindulhassanak, viszont 2011 eleje óta dinamikus tudott nőni a befektetett vagyon, ami annak is köszönhető, hogy az alapkezelők ekkora tudták felépíteni azt a kapcsolati hálót, ami szükséges a jó projektek kiválasztására.

Azonban a JEREMIE program alapján rendelkezésre álló források korlátozottak. Eddig 8 alapkezelő összesen mintegy 31,5 milliárd HUF forrást nyert el az MV Zrt. közvetítő útján és ahhoz összesen mintegy további 13,4 milliárd HUF összeget tudott gyűjteni. Egy további tervezett JEREMIE kockázati tőkeprogramban az MV Zrt. közvetítésével további 28,5 milliárd forintos EU-s visszatérítendő támogatásra lehet majd pályázni, ami, kiegészülve a magánbefektetők által befektetett tőkével, 41 milliárd forintos friss forrást tenne elérhetővé.

Véleményünk szerint a magyar gazdaság szempontjából nagyon fontos lenne, hogy a privát szféra magyarországi kockázati tőke aktivitása fokozódjon, és minél több magyar vállalkozás férhessen hozzá ehhez a finanszírozási csatornához. Ezt véleményünk szerint elsősorban a kockázati tőke befektetések piaci szereplőinek ösztönzésén keresztül, az ilyen befektetések piaci környezetének javításával lehetne elérni.

AZ IPARÁGBAN REJLŐ EGYÉB LEHETŐSÉGEK

A magyarországi kockázati és magántőke befektetések ösztönzésének kedvező gazdasági hatásain túl szeretnénk felhívni a figyelmet egy további, a globális kockázati és magántőke iparágban rejlő lehetőségre.

Mint az ismeretes, a külföldi kockázati és magántőke-alapkezelők a konstrukció által nyújtott előnyök maximalizálása érdekében mind az alapok, mind az alapok által eszközölt befektetések struktúrájának kialakításánál olyan tulajdonosi szerkezeteket

alkalmaznak, amelyek sokszor luxemburgi, holland, ciprusi, máltai vagy Európai Unión kívüli országokban bejegyzett társaságokat és alapokat tartalmaznak. A fő szempontok e struktúrák kialakításánál az adóhatékonyság és a társaságokkal és az alapokkal kapcsolatos kellően rugalmas szabályozás, ami biztosítja annak a lehetőségét, hogy az adott alap illetve befektetés struktúráját maximálisan az érdekelt felek szempontjai szerint lehessen kialakítani.

Tekintettel a kockázati és magántőke iparág hatalmas méretére globális viszonylatban, Magyarország számára komoly lehetőség rejlene abban, ha kedvező szabályozási és adózási környezet kialakításával e struktúrákban a magyar társaságok, illetve kockázati tőkealapok használata versenyképessé válna a globális piacon jelenleg használt külföldi társaságokkal és alapokkal. Ha a globális iparági szereplők legalább valamekkora részben magyar elemeket is alkalmaznának alap illetve tranzakciós struktúráikban, az Magyarországot számos munkahely teremtéséhez és jelentős pótlólagos adóbevételhez segíthetné hozzá.

A JAVASLATOK ÖSSZEGRZÉSE

Az alábbiakban egy rövid áttekintést nyújtunk javaslatainkról. A részletes javaslatok a javaslatcsomag következő fejezeteiben kerülnek bemutatásra.

ADÓZÁS

Annak érdekében, hogy a kockázati és magántőke eszközökbe történő befektetés fellendülhessen, és a magyar alapok és magyar elemeket tartalmazó befektetési struktúrák a nemzetközi kockázati és magántőke-alapkezelők számára vonzóvá válhassanak, a következő intézkedéseket javasoljuk az adózás terén:

- a bejelentett részesedésből származó előnyök kiterjesztése magánbefektetőkre;
- adókiegyenlítés lehetővé tétele magánbefektetők számára kockázati tőkealapokba történő befektetéseknél;
- bejelentett részesedés esetén a minimális részesedési küszöb 30%-ról 10%-ra történő leszállítása;
- a fejlesztési tartalék felhasználásának lehetővé tétele jogi személyek számára kockázati tőkealapokba történő befektetés esetén;
- a társasági adó kapcsán az adócsoport intézményének bevezetése;
- az olyan eszközátruházás mentesítése az ÁFA alól, ami üzletág-értékesítés keretében történik;
- a fiatal és innovatív vállalkozások számára helyi adó kedvezmények bevezetése; valamint
- a fiatal és innovatív vállalkozások által alkalmazott, kutatással és fejlesztéssel foglalkozó munkavállalókkal kapcsolatos társadalombiztosítási hozzájárulások csökkentése.

ÜZLETI INKUBÁCIÓ

A magyar szellemi tőke bősége és az azt létrehozó személyek üzleti tudása között jelenleg tapasztalható szakadék áthidalása érdekében javasoljuk, hogy a kormány vezessen be egy az üzleti inkubátorok létrehozásának előmozdítására irányuló, a kormány támogatásával és a magánszektor finanszírozásával működő programot. Egy ilyen program megszüntetné a magyar innovációk kereskedelmi hasznosítása előtt álló legnagyobb akadályt.

A KOCKÁZATI TŐKEALAPOK ÉS ALAPKEZELŐK INTÉZMÉNYI SZABÁLYOZÁSA

A magyar kockázati tőkealapok és alapkezelők létrehozására és működésére vonatkozó szabályozás kapcsán több módosítást javasolunk. Javaslataink célja a szabályozás jelentette terhek csökkentése, ezáltal a külföldi alapokkal és alapkezelőkkel szembeni, a magyar kockázati tőkealapokat és alapkezelőket a jelen

szabályozási környezet miatt érintő versenyhátrány megszüntetése. Javaslataink az alábbiak:

- a magyar kockázati tőkealapok kezelőinek legyen lehetőségük értékpapír forgalmazó közreműködése nélkül tőkét bevonni;
- kerüljön megszüntetésre az a követelmény, mely szerint a magyar kockázati tőkealapok részére azok létrehozásakor tőkebefizetést kell teljesíteni;
- kerüljön megszüntetésre az a követelmény, mely szerint a magyar kockázati tőkealapok alapkezelési szabályzatához a PSZÁF jóváhagyása szükséges;
- a magyar kockázati tőkealapokra vonatkozó befektetési korlátozások kerüljenek lazításra;
- a magyar kockázati tőkealapokról hozzanak létre közhiteles nyilvántartást, és a kockázati tőkealapok képviseleti joga kerüljön egyértelmű szabályozásra;
- a magyar kockázati tőkealapok megszűnésével kapcsolatos szabályok kerüljenek pontosításra;
- a kockázati tőkealap-kezelési tevékenység törvényi definíciója kerüljön pontosításra;
- az alapkezelői díjak fizetésének esetkörei kerüljenek tisztázásra;
- a magyar kockázati tőkealapokra vonatkozó jelentéstételi kötelezettségek kerüljenek egyszerűsítésre és legyenek költségkímélőbbek;
- a szavazásra vonatkozó szabályok kerüljenek egyszerűsítésre azon kockázati-tőkejegy tulajdonosok vonatkozásában, akik nem fizették még be a teljes hozzájárulásukat az alap részére.

ADÓZÁSI KÖRNYEZETET JAVÍTÓ JAVASLATOK

BEVEZETŐ

Mind a kockázati és magántőke alapokba befektetni szándékozó befektetők, mind a kockázati és magántőke alapok befektetéseire alkalmazott finanszírozási/holding struktúrák szempontjából vannak olyan adózási megoldások, amelyekkel Magyarország adórendszere a kockázati és magántőke befektetések szempontjából még kedvezőbbé tehető.

Az alábbiakban összefoglaljuk:

- azokat az adózási szempontokat, amelyek jelenleg a kockázati és magántőke befektetők magyarországi befektetéseit visszafogják, és hogy miként lehetne a hazai kockázati és magántőke befektetőket ösztönözni;
- Hogyan teremthető vonzóbb környezet a kockázati és magántőke alapok és alapkezelők számára Magyarországon az innovatív vállalati befektetésekhez; és
- Hogyan ösztönözhető a fiatal innovatív vállalkozások létrehozása, fejlesztése és eredményes működése.

1. A BEJELENTETT RÉSZESEDÉSBŐL SZÁRMAZÓ ELŐNYÖK KITERJESZTÉSE MAGÁNBEFECTETŐKRE

PROBLÉMAFELVETÉS

A jelenlegi adórendszer alapján a bejelentett részesedésből származó előnyök csupán vállalati befektetők számára érhetőek el. A jelenlegi szabályozás¹ 30%-os részesedést és 1 éves tartási időt ír elő a társasági adómentesség igénybe vételéhez.

Magánszemélyek tartós befektetése kedvezőbb adóterhet visel, ha a jövedelem tartós befektetésből származó jövedelemnek minősül². Továbbá, a személyi jövedelemadó (a továbbiakban: szja) kulcsa a tartós befektetésből származó jövedelem esetében 10%-ra, illetve 0%-ra csökkenthető az eszköz tartási időszakának hosszától függően (3, illetve 5 év). Azonban a kockázati tőkealapokba történő befektetésekre nem alkalmazhatóak a tartós befektetésből származó jövedelemmel kapcsolatos kedvező adószabályok.

JAVASLATTÉTEL

Ebből következően javasoljuk a bejelentett részesedés fogalmának bevezetését a magánszemélyek adózásával kapcsolatban, az Szja törvény keretén belül.

Ami a részesedésszerzés minősítő küszöbét illeti, javasoljuk a 10%-ra csökkentett határérték alkalmazását a magánszemélyekre vonatkozóan. Véleményünk szerint a vállalati befektetők esetében alkalmazott 30%-os határérték nem megfelelő

¹ A társasági adóról és az osztalékadóról szóló 1996. évi LXXXI. törvény

² A személyi jövedelemadóról szóló 1995. évi CXVII. törvény 67/B §

magánszemélyek számára, mivel a KKV-kba történő befektetés magas kockázatot hordoz, különösen induló, illetve innovatív, új technológiákra fókuszáló társaságok esetében.

A magánszemélyek közvetlenül lehetnének kötelezettek a tőkerészesedések bejelentéséért, így nem lenne szükséges pénzügyi közvetítő intézményekhez fordulniuk.

KONKLÚZIÓ

A magánszemélyek által tulajdonolt részesedések értékesítéséből származó jövedelem adómentessé tétele közvetve jelentős forrásokat teremtene a KKV-knak, ami elősegítené a KKV-k innovációs tevékenységének fejlesztését és ezen keresztül a munkahelyteremtést.

2. ADÓKIEGYENLÍTÉS LEHETŐVÉ TÉTELE MAGÁNBEFECTETŐK SZÁMÁRA KOCKÁZATI TŐKEALAPOKBA TÖRTÉNŐ BEFECTETÉSEKNÉL

PROBLÉMAFELVETÉS

A jelenleg hatályos Szja szabályozás értelmében az adókiegyenlítés csak az ellenőrzött tőkepiaci ügyletek esetében alkalmazható. Ennek keretében a nettó veszteségek elhatárolhatók a következő adóévekre.

JAVASLATTÉTEL

Javasoljuk az adókiegyenlítés kockázati tőkealapokba történő tartós befektetésekre vonatkozó kiterjesztését. Figyelembe véve a fent megnevezett befektetések magas kockázati profilját, javasoljuk, hogy tegyék lehetővé az adott befektetéseken realizált veszteségek adóalap meghatározása során történő konszolidálását.

A kockázati tőkealap-kezelőknek nyomon kell követniük az alap befektetőinek személyében történő változásokat, ezáltal éves igazolást tudnának adni a befektetőknek a befektetői kapcsolat meglétéről.

KONKLÚZIÓ

A fenti intézkedésekkel jelentősen mérsékelhető lenne a kockázati tőkealapokba befektető magánszemélyek adóterhelése, ami ellensúlyozná ezen befektetések átlagon felüli kockázatát, és ösztönözná az ilyen jellegű befektetéseket, így további forrásokat teremtve a KKV-k részére.

3. A FEJLESZTÉSI TARTALÉK HASZNOSÍTÁSÁNAK ENGEDÉLYEZÉSE KOCKÁZATI TŐKEALAPOKBA TÖRTÉNŐ BEFECTETÉSEK ESETÉN

PROBLÉMAFELVETÉS

A magyar kockázati tőkealapokba történő befektetések népszerűbbek lennének a társaságok körében, ha a befektetések értéke egy meghatározott szintig csökkentené a társaságiadó-alapjukat a befektetés évében, illetve az azt megelőző években.

JAVASLATTÉTEL

A fenti cél elérhetővé válna, ha a befektető társaságoknak lehetővé tennék, hogy fejlesztési tartalékuk egy részét kockázati tőkealapokba történő befektetés céljából felhasználhassák. További előnnyel járna, ha az adott befektetések értékesítésekor az eszköz nyilvántartás szerinti értéke illetve az értékesítésből származó bevétel különbözete adómentes árfolyamnyereségnek minősülne.

KONKLÚZIÓ

Álláspontunk szerint a fenti intézkedés révén a magyar kockázati tőkealapok jelentős forrásokhoz juthatnának, ami elősegítené befektetési tevékenységük növekedését.

4. A BEJELENTETT RÉSZESEDÉSHEZ KAPCSOLÓDÓ MINIMUM TULAJDONI HÁNYAD CSÖKKENTÉSE

PROBLÉMAFELVETÉS

Innovatív, illetve induló társaságokhoz kapcsolódó befektetési kockázat csökkentésének jellemző eszköze, hogy a magántőke befektetési célú holding társaságok egy adott társaságban kevesebb, mint 30%-os részesedést szereznek. Ezért a holding társaságok jellemzően nem tudják igénybe venni a Tao törvény által meghatározott bejelentett részesedéshez kapcsolódó adóelőnyöket.

JAVASLATTÉTEL

Ennek megfelelően, a magántőke célú holding társaságokba történő befektetések ösztönzése érdekében szükséges lenne módosítani a bejelentett részesedésre vonatkozó Tao szabályokat úgy, hogy meghatározott befektetések esetében a minősítő küszöb 10%-ra csökkenjen.

KONKLÚZIÓ

Ez az intézkedés elősegítené, hogy a kockázatosabbnak minősülő társaságok (jellemzően KKV-k) is forrásokhoz jussanak és ez által új munkahelyeket hozzanak létre.

5. ADÓCSOPORT LÉTREHOZÁSA TÁRSASÁGI ADÓZÁSI SZEMPONTBÓL

PROBLÉMAFELVETÉS

Magyarország vonzóbb lehetne külföldi befektetők számára, ha a társasági adóalap konszolidálására lehetőség nyílna egy adócsoporthoz tartozó keretén belül.

JAVASLATTÉTEL

Potenciális konszolidációs módszer lehetne, ha egy magyar illetőségű anyavállalat leányvállalatai csökkenthetnék az adóalapjukat az anyavállalat által realizált veszteségekkel.

KONKLÚZIÓ

Ez a módszer elősegítené, hogy a külföldi befektetők kedvező holding lokációként tekintsenek Magyarországra.

6. ÁFA MENTESSÉG BIZTOSÍTÁSA ÜZLETÁG-ÁTRUHÁZÁS ESETÉN

PROBLÉMAFELVETÉS

A jelenlegi magyar szabályozás értelmében egy adott üzletág eszközeinek értékesítése a különálló eszközök értékesítésével megegyező módon ÁFA köteles tevékenységnek minősül. Ezzel szemben, meghatározott európai szabályozások (például az Egyesült Királyságbeli) lehetővé teszik az üzletág-átruházás adott feltételek mellett történő ÁFA mentessé nyilvánítását, ami kompetitív versenyhátrányt jelent Magyarország számára.

JAVASLATTÉTEL

Az üzletág-átruházás ÁFA mentes tevékenységgé tétele elősegítené az üzletágak lehetséges vevői cash flow-jának javulását, valamint az ÁFA köteles eszközök külön értékeléséből származó adminisztratív terhek elkerülését. Ezért javasoljuk az ÁFA törvénynek az Európai Unió hozzáadott-értékesítő szabályokkal összhangban történő megfelelő módosítását.

KONKLÚZIÓ

Ha az üzletág részét képező eszközök megvétele ÁFA-mentes tevékenységnek minősülne, a befektetőknek nem kellene az üzletág részét képező eszközök értékesítése után jelenleg felszámított ÁFÁ-t finanszírozniuk. Ez nagyban megkönnyítené az ilyen eszközök vevői részére a vételár finanszírozását, ami egyúttal megkönnyítené a kockázati tőkealapok részére a befektetéseikből való kiszállást (exitet) a befektetési időszak végén. Ezáltal javulna a kockázati tőkealapok befektetéseinek megtérülése, ami a befektetők számára vonzóbbá tenné a kockázati tőkealapokba történő befektetést.

7. FIATAL INNOVATÍV VÁLLALKOZÁSOK SPECIÁLIS KEZELÉSE

PROBLÉMAFELVETÉS

Azok a társaságok, amelyek 6 évnél fiatalabbak, és az árbevételük legalább 15%-át kutatás-fejlesztési tevékenységre költik, fiatal innovatív vállalkozásnak minősülnek az Európai Unióban. Az Európai Bizottság állami támogatás-nyújtásra vonatkozó szabályai az állami támogatások igényléséhez szükséges kritériumként ismerik el a fiatal innovatív vállalkozás státuszt, összhangban az Európai Bizottság Európai Unió belüli kutatás-fejlesztési és innovációs célra irányuló források felhasználásának növelésével. A fiatal innovatív vállalkozások várhatóan hozzájárulnak a gazdaság modernizálásához, új munkahelyek teremtéséhez, illetve a gazdasági növekedés gyorsításához. A magyar jogrendszer még nem vezetett be különleges szabályozást a fiatal, innovatív vállalkozások kezelésére.

JAVASLATTÉTEL

A magyar szabályozásnak részletesebben meg kellene határoznia a helyi jogosultsági kritériumokat.

Mivel a legtöbb érintett szervezet mikro- és kisvállalkozásnak minősül, ezért egy egyszerű ösztönző program jelentené a legjobb megoldást, amely kevés adminisztratív terhet jelent a társaságok számára. A jelenlegi adórendszer lehetővé teszi a kutatás-fejlesztési költségekkel kapcsolatos adókedvezmények igénybevételét¹. Javasoljuk a megnevezett adókedvezmények igénybevételének egyszerűsítését, és a lehetőségek kibővítését.

- Helyi adó kedvezmények bevezetése a fiatal innovatív vállalkozások működésének első öt évében

Javasoljuk a fiatal innovatív vállalkozások helyi adó fizetési kötelezettség alóli mentesítését a működésük első három évében, továbbá a helyi adóalapjuk 50%-kal való csökkentését a működésük 4. és 5. évében. A javaslat egyszerű adómérséklést jelent, amely nem eredményez magas adminisztratív terhet az adózó számára. Az érintett önkormányzatoknál ezt kompenzálná az, hogy területükön új munkahelyek jönnének létre, tekintettel arra, hogy a fiatal innovatív vállalkozások nagy számban alkalmaznak kutató-fejlesztő munkatársakat.

- A fiatal innovatív vállalkozások kutatás-fejlesztési kiadásaival kapcsolatos társadalombiztosítási költségek csökkentése

A fiatal innovatív vállalkozások jelentős része nagy valószínűséggel mikro- és kisvállalkozásnak minősül, és feltételezhetően cash-flow problémákkal küzd. A társaságok fejlődése érdekében javasoljuk az általuk alkalmazott kutatók és műszaki szakemberek fizetésének, illetve bérének a munkáltató által fizetendő társadalombiztosítási járulékok alól történő mentesítését. Az említett társadalombiztosítási költségek finanszírozása a Kutatási és Technológiai Innovációs Alap forrásaiból valósulhatna meg, tekintettel arra, hogy az alap céljai között szerepel a kutatás-fejlesztési célú új munkahelyek létrehozásának ösztönzése.

- a társasági adóalapból levonható adóveszteségek körének szélesítése

Javasoljuk, hogy a fiatal és innovatív vállalkozások elhatárolt adóveszteségeiket a jelenlegi 50% helyett a társasági adóalapjuk 100%-ából levonhassák, időkorlátozás nélkül. Ez javítaná a fiatal, innovatív vállalkozások cash flow-ját, és lehetővé tenné számukra, hogy azon adóveszteségeik jelentős részét, melyeket a kutatás és fejlesztés során jellemzően felhalmoznak, teljes mértékig szembeállítsák azzal a nyereséggel, ami a K&F-be történt befektetésük megtérülését jelenti.

¹Tao törvény 7.§ (1) t), (17), (18); 22. § (9), (10)

KONKLÚZIÓ

A fenti intézkedések ösztönöznék a magyarországi kutatás-fejlesztési tevékenységet és ezen keresztül a munkahelyteremtést.

ÜZLETI INKUBÁCIÓS TÁMOGATÁSI ÉS EGYÜTTMŰKÖDÉSI PROGRAMJAVASLAT

BEVEZETÉS

Mint az a javaslatcsomag korábbi részeiből is kitűnik, a kockázati és magántőke szerepvállalásának erősítését leginkább a kezdeti stádiumban lévő vállalkozásoknál kellene erősíteni.

A kezdeti stádiumban lévő vállalkozások közül leginkább az innovatív, új megoldásokra alapozott vállalkozásoknál játszhatnak meghatározó szerepet a kockázati és magántőke befektetések, ugyanis e vállalkozások számára kockázati profiljuk miatt a banki finanszírozás általában nem elérhető.

Az ilyen innovatív vállalkozások elindulását nagymértékben hátráltatja a megfelelő szolgáltatásokat nyújtó üzleti inkubációs szegmens magyarországi hiánya. A megfelelő üzleti inkubáció tenné alkalmassá a kezdeti szakaszban álló innovatív vállalkozásokat, hogy azok a piaci körülményekhez alkalmazkodva képesek legyenek a fejlődésükhöz elengedhetetlen kockázati tőke bevonására.

A hazánkban jelenleg működő üzleti inkubátorok ezt a „híd” szerepet nem tudják betölteni, így a jelenleg elérhető kockázati tőke alapok (JEREMIE alapok) elvárásai és a forrást igénylő korai szakaszú innovatív vállalkozások üzleti felkészültsége között komoly szakadék tátong.

Jelen fejezetben arra törekedtünk, hogy egy olyan Üzleti Inkubátor Program („ÜIP”) kereteit mutassuk be, amely képes lenne, magántőke bevonása mellett, a kialakult innovációs rést betölteni.

AZ ÜZLETI INKUBÁTOR PROGRAM

Az ÜIP fő célkitűzése egy olyan piaci alapon működő inkubációs szektor megteremtése lenne, amely képes az egyetemi és egyéb kutató központok által tömegesen kitermelt kezdeti fázisú innovatív vállalkozásokat üzleti értelemben felfejleszteni és ez által a növekedéshez elengedhetetlen kockázati tőke bevonására alkalmassá tenni.

Az ÜIP a kockázati tőke-finanszírozást igénylő kis- és mikrovállalkozások részére biztosítana kezdeti (magvető) tőkét és azokat az üzleti ismereteket, amelyek elengedhetetlenek ahhoz, hogy később kockázati tőkéhez juthassanak. Ez a hazai innováció finanszírozásának egyik legjelentősebb problémájára jelentene megoldást.

Az ÜIP ezáltal a következő célok eléréséhez járulna hozzá:

A nemzetközi piacokon is sikeres, magyar szellemi termékekre épülő, dinamikus növekedésre képes, innovatív mikro és kisvállalkozások számának növelése-;

Új munkahelyek teremtése az innovációs eredményekkel rendelkező korai fázisú vállalkozások tőkebevonáson alapuló fejlesztésén keresztül;

A magyar szellemi tőkeerő piaci versenyelőnyé alakítása, az innovációs folyamatban érintett feltalálók, ötletgazdák, üzleti célú kompetenciafejlesztésével.

A CÉLOK ELÉRÉSÉNEK MÓDJA

Az ÜIP az állami és a kockázati és magántőke piaci résztvevők együttműködésén alapulna. A programon keresztül közvetetten az állam is részt vállalna a kutatási tevékenységet követő magas kockázatú üzleti innovációs szakasz megvalósításában.

A program keretében kockázati tőkealkapként létrehozott, tőkeközvetítőként és – a kockázati tőkealap kezelője révén – üzleti tudás bázisként működő üzleti inkubátorok alakulnának, amelyek finanszírozásában, pályázati kiválasztás útján az állam is részt venne, akár az alapba való befektetése révén, akár visszatérítendő állami támogatás rendelkezésre bocsátásával. Az ilyen inkubátor alapok az így rendelkezésre bocsátott állami és magánszférából származó források felhasználásával:

- elvégeznék a hasznosítás-orientált K+F projektek standardizált módszertan alapján történő üzleti és technológiai szűrését, kiválasztását;
- magvető tőke (seed capital) biztosításával lehetővé tennék a további (pl. kockázati vagy magán tőkebefektetésre alkalmas stádium) rövid, néhány hónapon belüli elérésének lehetőségét;
- akkreditált mentori hálózatuk bevonásával fejlesztenék a vállalkozások alapítóinak üzleti kompetenciáját;
- egyénre szabott képzési csomagokkal a vállalkozások alapítói részére menedzsment képzéseket biztosítanak.

A programban az inkubátor alapok olyan, a magyar felsőoktatási környezetből vagy a magánszférából kikerülő innovációkat hasznosító korai stádiumú vállalkozásoknak biztosítanak a fentiek szerinti magvető tőkét és szolgáltatásokat, amelyek:

- a Új Széchenyi Terv K+F prioritásában szereplő iparágakból kerülnek ki (Járműipar/közlekedés/logisztika, Egészségipar, Információtechnológia, Energia/környezetvédelem, zöld gazdaság);
- valamilyen piacérett kutatási fejlesztési tevékenység eredményével rendelkeznek; vagy
- újdonságértékkel rendelkező üzleti kezdeményezést kívánnak megvalósítani.

AZ ÁLLAMI SZEREPVÁLLALÁS JELLEGE ÉS MÉRTÉKE

Az állami finanszírozás vagy az inkubátor alapba történő állami befektetésként, vagy az alapnak nyújtott visszatérítendő támogatás formájában jelenne meg. Az állam

által biztosított összeg visszafizetése az inkubátor alap portfólió társaságaiban fennálló részesedéseinek értékesítéséből történne meg, az üzleti inkubáció megkezdését követő 4-7 éven belül.

Az inkubátor alapok az államtól 1,5 és 3 milliárd forint közötti összegre pályázhatnak, amiből egy-egy inkubációra kijelölt társaságba maximálisan 60 millió forintot fektethetnének be.

A program megvalósítása során az inkubátor alapok forrásainak legalább az önerőre vonatkozó Európai Uniói szabályoknak megfelelő mértékben a magánszférából kellene származnia. Ennek ösztönzésére a fentebb leírt adózást érintő javaslatok között kifejtettek szerint adókedvezményt kellene biztosítani.

Az üzleti inkubátor alapoknak a tervezett 3 éves befektetési periódusuk alatt minimálisan 200 K+F vállalkozás előszűrését kellene elvégezniük, és 10-30 magvető tőke befektetést kellene megvalósítaniuk.

KONKLÚZIÓ

Az elmúlt közel 10 évben az egyetemi és operatív programokon keresztül folyósított több százmilliárd forintos K+F forrásoknak köszönhetően Magyarországon nagy tömegben léteznek hasznosításra váró innovációs eredmények. Az innovációkban élen járó intézmények, műhelyek, és feltalálók és a korai fázisú vállalkozások irányítóinak üzleti ismerethiánya a hazai kockázati és magántőkén alapuló innovációs finanszírozási struktúra legszűkebb keresztmetszetévé vált. Az Üzleti Inkubátor Program ennek a szűk keresztmetszetnek a feloldására kínálna megoldást.

A HAZAI KOCKÁZATI TŐKEALAPOK, ALAPKEZELŐK VERSENYKÉPESEBB MŰKÖDÉSÉT BIZTOSÍTÓ JOGI KERETRENDSZERÉRE VONATKOZÓ JAVASLATOK

BEVEZETÉS

Az EU legújabb kutatásai szerint is a kockázati és magántőke befektetések növekedése együtt jár a reál GDP növekedésével. A KKV-k működésének korai szakaszában nyújtott befektetéseknek pedig különösen kiemelkedő a gazdaság reálnövekedésére gyakorolt hatása.

Ennek alapján az EU Bizottság Belső Piaci Igazgatóságának "A New European Regime for Venture Capital", azaz Új európai rendszer a kockázati tőkéért című konzultációs irata rávilágított arra, hogy a KKV-k és elsősorban a kutatás-fejlesztés révén fejlődni és növekedni kívánó KKV-k számára fontos alternatív tőkebevonási lehetőséget kínálhat a kockázati tőke. Egyben felhívja a figyelmet arra is, hogy az Európai KKV-k versenyképességének növelése érdekében egyértelművé kell, hogy váljon, hogy többet kellene tenni a kockázati tőkebefektetések elérhetővé tételéért.

Ennek a törekvésnek az előfeltétele a kockázati és magántőke iparág sajátosságaihoz igazodó intézményi szabályozás. A kockázati tőkealapok és alapkezelők jelenlegi intézményi szabályozásának alapja Magyarországon az elsősorban a nyilvánosságtól tőkét gyűjtő befektetési alapok intézményi kereteinek üzleti modellje és intézményi szabályozása volt. Időközben azonban differenciálódott a befektetési alapok szabályozása is, különbséget téve a zártkörű és nyilvános alapok között a lehetséges befektetők körére tekintettel.

A kockázati és magántőke alapok kizárólag zártkörűen működnek, és kizárólag szofisztikált (általában intézményi), nagy kockázatvállalási képességgel rendelkező befektetők számára érhetőek el. Éppen ezért indokolt a hazai kockázati tőkealapok szabályozásban a működési keretek (tőkegyűjtés, működési szabályzat rugalmassága, befektetési szabályok) felülvizsgálata, és az alapkezelő számára a portfólióvállalatok kezelésével kapcsolatos felügyeleti, jelentési kötelezettségek bürokráciájának ésszerűsítése. Ebben példaként szolgálhatna a zártkörű befektetési alapok szabályozásának eddig reformja (az AIFMD 2013-ban esedékes implementációjának közbülső lépéseként).

A JEREMIE programnak köszönhetően Magyarországon immár 15 kockázati tőkealap-kezelő tevékenykedik, akik jelentős tapasztalattal rendelkeznek a kockázati tőkealapokra és alapkezelőkre vonatkozó szabályozás gyakorlati alkalmazásában. Ezen tapasztalatok alapján alakítottuk ki alábbi javaslatainkat.

Megjegyezzük, hogy javaslataink nem csak abban segítenének, hogy a magyarországi kockázati- és magántőke befektetések élénküljenek, ezáltal segítve a magyar vállalkozások sikerét, hanem abban is, hogy a kockázati tőkealapok és alapkezelők jogi szabályozása európai illetve világszinten is versenyképesé váljon, és ezáltal vonzó legyen a globális kockázati- és magántőke piaci szereplők számára alapjaik és befektetések strukturálásánál. Ez a magyar gazdaság számára számos új munkahelyet és jelentős többlet adójövedelmet teremthetne.

JAVASLATOK

A KOCKÁZATI TŐKEALAPHOZ TÖRTÉNŐ TŐKEGYŰJTÉS EGYSZERŰSÍTÉSE

Indokolt lenne a tőkegyűjtésnek közvetlenül az alapkezelő számára történő lehetővé tétele

Folyamatosan felmerülő probléma, hogy a kockázati tőkealap kezelő által a Tpt. szerint végezhető szabályozott tevékenységébe nem tartozik bele az általa kezelt kockázati tőkealapok kockázati tőkejegyeinek zártkörű forgalomba hozatala. Jelenleg ugyanis formálisan kötelező egy Bszt. alapján engedélyezett forgalmazó igénybevétele, ami már zártkörű befektetési alapoknál sem szükséges.

Külön forgalmazó alkalmazására a nemzetközi gyakorlatban, így az angolszász országokban és Luxemburgban (az ún. SICAR alapoknál) sincs szükség. A hazai előírás indokolatlan, hiszen szofisztikált, elsősorban intézményi befektetők részére történik a forgalomba hozatal, és az alapkezelő eleve rendelkezik a felügyelet engedélyével. A jelenlegi előírás jelentősen növeli a tőkegyűjtés költségeit és a forgalomba hozatallal kapcsolatos adminisztratív terheket, és ezáltal rontja a magyar kockázati tőkealapok befektetői által elérhető megtérülést (valamint ezen keresztül a magyar kockázati tőkealapok versenyképességét) is.

Javasoljuk, hogy:

- a kockázati tőkealapokra ne legyenek alkalmazhatóak a Tpt. forgalomba hozatali szabályai (mint ahogy a Tájékoztató Irányelv hatálya sem terjed ki az ilyen tőkepiaci eszközökre) vagy
- legalább a kockázati tőkealap kezelők váljanak jogosulttá az általuk kezelt alap kockázati tőkealap-jegyeinek közvetlenül történő zártkörű forgalmazására, azaz a zártkörű forgalomba hozatal követelményeinek megfelelő befektetőknek történő felajánlására és értékesítésére.

A jelenlegi szabályokat nem támasztja alá sem a Tájékoztató Irányelv, sem a jövőben implementálandó UCITS IV., sem pedig az AIFM irányelv. Ebből adódóan a magyar kockázati tőkealapok a tőkegyűjtés során erős versenyhátrányban vannak a hasonló külföldi alapokkal szemben.

A forgalomba hozatal befektetővédelmi szabályozására, felhasználva a luxemburgi SICAR-modellt, a szabályozás kimondhatná, hogy a kockázati tőkealap-jegyeket kibocsátani vagy eladásra ajánlani csak a megfelelő szakértelemmel rendelkező társaságok és magánszemélyek (például intézményi befektetők és nagy vagyonú magánszemélyek befektetési cégei) részére lehet. Ez gyakorlatilag megegyezne a Tpt. által a zártkörű forgalomba hozatal esetén jelenleg megengedett befektetői körrel.

A KOCKÁZATI TŐKEALAP JEGYZETT TŐKÉJÉNEK RENDELKEZÉSRE BOCSÁTÁSA

A nemzetközileg széles körben alkalmazott, klasszikus kockázati- és magántőkealap modellben az alap befektetői az alap létrehozásakor nem teljesítenek az alap részére befizetést, mindössze kötelezettséget vállalnak arra, hogy, ha és amikor az alapkezelő az alapkezelési szabályoknak megfelelően felhívja őket befizetés teljesítésére, akkor a befizetést az alap jegyzett tőkéjéből való részesedésük arányában teljesítik. Ilyen befizetési felhívásra tipikusan akkor kerül sor, amikor az alap valamilyen konkrét, az alap befektetési bizottsága (investment committee) által már jóváhagyott befektetést eszközöl, amikor is e befizetés adja a befektetés ellenértékének és a tranzakciós költségek kifizetésének a fedezetét.

A klasszikus modellben ugyanakkor, ha az alap (pl. valamely befektetése értékesítéséből vagy valamely portfólió társasága által fizetett osztalékból) likviditáshoz (bevételhez) jut, az alapkezelő azt az alap befektetői részére (a tranzakciós költségek és az alapkezelőnek járó nyereségrészesedés kifizetése után) haladéktalanul kifizeti, az alap jegyzett tőkéjéből való részesedésük arányában.

Ezáltal biztosítható, hogy az alap a befektetői részére a lehető legnagyobb megtérülést, hozamot produkálja. Az alapban álló be nem fektetett (vagy bankbetétbe, esetleg állampapírba fektetett) pénz ugyanis a befektetők hozamelvárásánál lényegesen alacsonyabb hozamot termel, és jelentősen rontja az alap mutatóit.

A magyar szabályozás ugyanakkor előírja, hogy a kockázati tőkealap jegyzett tőkéjének legalább 10%-át, de legkevesebb 250 millió forintot a kockázati tőkealap-jegyek jegyzésekor be kell fizetni, és az alapítást követő 6 éven belül a fennmaradó összeget is be kell fizetni.

Ez a szabály a tőkegyűjtés során erős versenyhátrányt jelent a magyar kockázati tőkealapok számára, ugyanis a külföldi, ilyen megkötés nélkül működő alapokhoz képest jelentősen rontja a magyar alapok megtérülési mutatóit.

Ugyanakkor e szabály fenntartása jogpolitikai, befektető- illetve hitelezővédelmi szempontból sem indokolt. A kockázati tőkealapok ugyanis kisbefektetők számára nem elérhetőek (csak zártkörűen hozhatóak forgalomba), és kereskedelmi vagy egyéb olyan üzleti tevékenységet, amely során tartozásaik keletkezhetnének, nem végeznek (vagyis csak olyan hitelezőik lehetnek, akik a kockázatok teljes ismeretében, azokat vállalva nyújtanak kölcsönt az alapnak). Mivel mind a befektetői mind a lehetséges hitelezői kör szofisztikált, jellemzően intézményi befektetőkre korlátozódik, akik rendelkeznek a kockázatok felméréséhez szükséges szakértelemmel, a jegyzett tőke befizetésére való előírások szükségtelenek.

A KOCKÁZATI TŐKEALAP MŰKÖDÉSÉVEL ÖSSZEFÜGGŐ SZABÁLYOZÁS EGYSZERŰSÍTÉSE

- **Indokolt lenne a kockázati tőkealap alapkezelési szabályzatának engedélyezése helyett a felügyeleti bejelentés követelménye:**

Az alapkezelési szabályzatot a jelenlegi szabályozás szerint a PSZÁF-nak jóvá kell hagynia. Mivel a kockázati és magántőke alapba történő befektetések csak

intézményi és olyan tapasztalt magánbefektetők számára elérhetőek, akik ebben az értelemben kevésbé szorulnak védelemre, és meg tudják ítélni az alap működésére vonatkozó alapkezelési szabályzat kockázatait, indokolt lenne, hogy ez a PSZÁF számára csak bejelentés köteles legyen.

Ez összhangban lenne a Tpt. jelenlegi, az értékpapír zártkörű forgalomba hozatalára vonatkozó szabályaival. Mivel kockázati tőkejegyeket a Tpt. értelmében eleve csak zártkörűen lehet forgalomba hozni, az ennél szigorúbb szabályozás a kockázati tőkealapok tekintetében nem indokolt. Megjegyezzük, hogy a zártkörű befektetési alapok szabályozása sem írja elő az alapkezelési szabályzat felügyeleti engedélyezését.

- **Indokolt lenne a kockázati tőkealap befektetési szabályainak szélesítése**

A jelenlegi szabályozás szerint a kockázati tőkealapoknak a befektetőktől már lehívott, de még portfólió társaságba be nem fektetett vagy portfólió társaság értékesítésből származó átmeneti forgóeszközei csak államkötvényekbe és bankbetétbe helyezhetőek el.

Indokolt lenne, hogy ez a kör (az alapkezelési szabályzattal összhangban a befektetők által elfogadott) likvid eszközökkel bővíthessen, minthogy ezt a bővítést a UCITS IV Irányelv alapján már a zártkörű befektetési alapok számára is megengedett.

A UCITS IV irányelv alapján szükséges lenne lehetővé tenni a befektetési alapok számára, hogy kockázati tőkealapokba fektethessenek, ennek megfelelően indokolt lenne a kockázati tőkealapok számára annak megengedése, hogy az egyébként szintén likvid eszköznek tekintendő befektetési alapokba fektethessenek. További befektetési és kölcsönnyújtási szabályok enyhítése is javasolt a befektetők által elfogadott befektetési kritériumok mentén. Még tovább menve indokolt lehet adott esetben a jelenlegi, a befektetési és kölcsönnyújtási szabályok terén korlátozó szabályok eltörlése annak érdekében, hogy a befektetők preferenciái megvalósíthatóak lehessenek. Ugyanis, mint azt az előzőekben már kifejtettük, a kockázati tőkealapok esetén mind a befektetői mind a lehetséges hitelezői kör szofisztikált, jellemzően intézményi befektetőkre korlátozódik, akik rendelkeznek a kockázatok felméréséhez szükséges szakértelemmel és a kockázat viseléséhez szükséges pénzügyi háttérrel.

Ebből következik, hogy a kockázati tőkealapok tekintetében a befektetők és az alapkezelő szabad megállapodásának korlátozása nem indokolt, ugyanakkor a szükségtelen korlátozás a magyar kockázati tőkealapok számára versenyhátrányt jelent.

- **Indokolt lenne a kockázati tőkealapok közhitelű nyilvántartása és képviselőinek szabályozása**

Az ügyleti biztonság érdekében javasolunk bevezetni egy PSZÁF által vezetett, a magyar kockázati tőke alapokat és azok kezelőit nyilvántartó nyilvános regisztert, amely közhiteles módon tartalmazza, hogy melyik kockázati tőkealapot melyik alapkezelő kezeli és javasoljuk rögzíteni a Tpt.-ben, hogy az alap képviselőjére a nyilvántartott alapkezelő törvényes képviselője jogosult.

- **Indokolt lenne az alapok megszüntetésére vonatkozó szabályok pontosítása**

A Tpt. kockázati tőkealapok megszüntetésére vonatkozó jelenlegi szabályai nem világosak, helyenként ellentmondásosak, pedig a kockázati tőkealapok határozott időre jönnek létre ezért szükséges a megszüntetésére vonatkozó szabályozás egyszerűsítése, pontosítása és a folyamat felgyorsítása.

A Tpt. értelmében az alap tulajdonába tartozó vagyon értékesítését, valamint a törvényben meghatározott határidő lejártát követően, a kockázati tőkealap kezelője megszűnési jelentést köteles készíteni. A Tpt. értelmében a tőkealap megszüntetéséről szóló közleményt a megszüntetésről szóló felügyeleti határozat kézhezvételét követő két munkanapon belül kell közzétenni. A PSZÁF az alap megszüntetéséről azt követően dönt, hogy megkapta a megszűnési jelentést, tehát a Tpt. értelmében a megszűnési jelentést azt követően kell elkészíteni, hogy a PSZÁF meghozta a döntését az alap megszüntetéséről, azonban a megszűnési jelentést a PSZÁF-nak még a megszűnésről való döntését megelőzően meg kell küldeni. Ez egy ördögi kör, ami a törvénynek való megfelelést lehetetlenné teszi.

A fentiekén túl az alap hitelezőinek kielégítésére vonatkozó szabályok is ellentmondásosak. A Tpt. értelmében a hitelezők az alapnak a PSZÁF általi megszüntetésétől és ezen információnak a közzétételétől számított harminc napos határidőn belül jelenthetik be követeléseiket, míg a kockázati tőkealap-kezelő a közzétételétől számított tíz napon belül megkezdheti a rendelkezésre álló összeg kifizetését a befektetők részére. A fentiek következtében lehetséges az a helyzet, hogy a kockázati tőkealap-kezelő a kockázati tőkejegy tulajdonosok között a 11. napon felosztja a rendelkezésre álló összeget és a 15. napon bejelentett hitelezői igény már nem kerülhet kielégítésre, mivel a teljes rendelkezésre álló összeg a kockázati tőkejegy tulajdonosok között felosztásra került.

Az alábbi javaslatot tesszük a fenti ellentmondásos szabályok egyszerűsítésére:

- Elsősorban a kockázati tőkealap-kezelő, avagy a PSZÁF által a hitelintézeti törvény szerinti létrehozott non-profit gazdasági társaság által javasoljuk végeztetni a megszüntetéssel összefüggő feladatokat az alap megszüntetésekor.
- Az alap tulajdonába tartozó vagyont 18 hónap alatt kellene értékesíteni, amely egyszer, a PSZÁF előzetes jóváhagyásával, 6 hónappal meghosszabbítható lenne.
- A kockázati tőkealap-kezelő az alap megszűnésének időpontját a jogutód nélküli megszüntetéséről szóló felügyeleti határozat kézhezvételét követő két munkanapon belül lenne köteles közzétenni.
- A hitelezők ezen közzétételétől számított 30 napon belül lennének kötelesek bejelenteni hitelezői igényeiket a kockázati tőkealap-kezelőnek.
- Az alap által tulajdonolt azon értékpapírok, amelyek szabályozott piacra kerültek bevezetésre egyszerű többségi döntéssel feloszthatóak lennének a befektetők között.

- Azt követően, hogy a teljes vagyon értékesítésre került és a hitelezők kielégítésre kerültek, egy megszűnési jelentést kellene készíteni, amelyet a PSZÁF-nak és a befektetőknek 5 napon belül kellene megküldeni.
- Ezt követően az alapkezelő 10 napon belül köteles lenne a rendelkezésre álló összeget a befektetőknek kifizetni, feltéve, hogy a PSZÁF az alapot törölte a nyilvántartásból.
- A PSZÁF a kockázati tőkealap megszűntetésekor a megszűnési jelentés Felügyelethez történő benyújtását követő nappal köteles lenne a pozitív saját tőkés új alapot törölni a nyilvántartásból.
- Egy speciális közlemény közzétételét is javasoljuk, amely információt tartalmazna a kifizetések megkezdéséről és az alap megszűntetéséről.
- Az alap vagyonának és/vagy a tőzsdén jegyzett értékpapírok értékesítéséből származó azon összeget, amely esetleg megmaradt az alap tartozásainak levonását követően, a befektetők között arányosan kellene felosztani.

Amennyiben az alap saját tőkéje negatív, úgy az alap megszűntetését egy a hitelintézeti törvény alapján a PSZÁF által alapított non profit gazdasági társaság végezné. Azt követően, hogy az alap vagyona értékesítésre került és a vagyon ellenértéke befolyt, e non profit gazdasági társaság a csődtörvény felszámolásra vonatkozó szabályai szerint kezdené meg a hitelezői igények kielégítését.

A KOCKÁZATI TŐKEALAP-KEZELŐK SZABÁLYOZÁSÁNAK PONTOSÍTÁSA

- **A kockázati tőke-alapkezelési tevékenység pontos meghatározása**

Fontos lenne pontosítani, hogy mely tevékenységek tartoznak a kockázati tőke-alapkezelési tevékenységbe és az ahhoz kapcsolódó tanácsadási tevékenységbe, hogy a tevékenység egyértelműen elválasztható legyen a Bszt. szerinti befektetési szolgáltatásoktól a kockázati tőke-alapkezelő által a saját maga által kezelt alapok tekintetében.

Erre mintaként szolgálhatna az UCITS IV részletesebb szabályozásának a kockázati tőkebefektetési modell alapján specifikált változata, például (i) a tőkejegyek ajánlása/forgalmazása/értékesítése/marketingje, (ii) a portfólió társasági befektetés és portfólió kezelés, (iii) az alap vagyonával összefüggésben nyújtott tanácsadói és adminisztrációs szolgáltatások (ideértve a portfólió befektetésekkel kapcsolatos tanácsadói is adminisztratív szolgáltatásokat is).

Szükséges lenne a jelenlegi szabályozás akként való pontosítása, hogy a kockázati tőke-alapkezelők jogosultak legyenek befektetési tanácsadási tevékenységet kifejteni a portfólióba tartozó társaságokkal, illetve a potenciális befektetési céltársaságokkal összefüggésben is.

A fentiekén túl, ahogy azt már fentebb jeleztük, állandó problémát jelent az, hogy a kockázati tőkejegyek értékesítése nem képezi a kockázati tőke-alapkezelési tevékenység részét, aminek következtében formálisan egy Bszt. engedéllyel rendelkező forgalmazó megbízása szükséges, melynek egyik megoldására javasoljuk ezt az alapkezelési tevékenység részévé tenni.

- **Az alapkezelő által felszámított díj jogcímének tisztázása**

Az alapkezelő tevékenységének pontosítása annak érdekében is szükséges, hogy mely szolgáltatások tekintetében számíthat fel alapkezelési illetve tanácsadási díjat egyfelől a kezelt alapnak, másfelől a kezelt, illetve kiválasztás alatt lévő potenciális portfólióvállaltnak.

- **A tájékoztatási kötelezettség egyszerűsítése és költséghatékonyabbá tétele**

A tájékoztatási kötelezettséggel összefüggésben hasznos lenne ha:

- a jelentéseket csak angol nyelven kellene elkészíteni, amennyiben a befektetők ebben állapodtak meg (például mert mindannyian külföldiek), különös tekintettel arra, hogy az angol a PSZÁF által elfogadott és hivatalosan használt egyik nyelv;
- az alapok, illetve az alapkezelő, könyveiket kizárólag az IFRS standardok alapján is vezethetnék, feltéve, hogy a befektetők ebben állapodtak meg
- egy 45-60 napos határidő kerülne bevezetésre a negyedéves tájékoztatási kötelezettséggel összefüggésben, annak érdekében, hogy a szolgáltatott adat releváns legyen a megelőző negyedév vonatkozásában is, különös tekintettel arra, hogy jelenleg általában az idő rövidsége miatt az adatszolgáltatás nem a megelőző, hanem az azt megelőző negyedévre vonatkozik.

A KOCKÁZATI TŐKEALAP BEFEKTETŐI SZÁMÁRA A SZAVAZÁS EGYSZERŰSÍTÉSE IDEIGLENES KOCKÁZATI TŐKEJEGY TANÚSÍTVÁNNYAL

A határozott futamidejű kockázati tőkealap-jegyek kibocsátására és a szavazati joggyakorlásra alkalmazandó jelenlegi szabályozás technikai problémákat okoz a befektetők szavazása során, amíg azok nem fizetik be teljesen a pénzügyi kötelezettségvállalásukat, amit a befektetésekhez igazodóan hív le az alapkezelő.

Javasoljuk, hogy a jelenlegi hiányos szabályozás kerüljön úgy pontosításra, hogy a kockázati tőkealapnak, a PSZÁF regisztrációját követően tanúsítványt kelljen kibocsátania a határozott futam idejű kockázati tőkealap- jegyről, amely tanúsítja a befektető által jegyzett tőkejegyek összesített névértékét (a kockázati tőkealapnál regisztrált mértékét) addig, amíg az alaphoz való hozzájárulást teljes egészében be nem fizetik. Mindezt azzal, hogy a befizetett hozzájárulást fel kellene tüntetni a tanúsítványon, amennyiben az papír alapon vagy a tőkepiaci törvényben meghatározott dokumentumon, illetőleg dematerializált formában kiadásra kerül.

Minden további befizetés esetén a tőkepiaci törvényben meghatározott új tanúsítványt kellene kibocsátani, amely százalékos arányban és pontos összegben is tartalmazná a befektető által addig teljesített hozzájárulást. Így a befektető a tanúsítványban foglalt mértékben gyakorolhatná a szavazati jogát a kötelezettségvállalás teljes kiegyenlítéséig.