
MAGYAR KOCKÁZATI és MAGÁNTŐKE EGYESÜLET

IPARÁGI JAVASLATCSOMAG

Az elmúlt pár évben nagy lendületet kapott az európai kockázati tőke szektor, és ebben a növekedésben Magyarország az élen járt. Az Európai Unió és az egyes tagállamok is felismerték, hogy ez a finanszírozási forma jelentős mértékben hozzá tud járulni az uniós, illetve a hazai gazdaság növekedéséhez, a vállalkozások fejlődéséhez, a makrogazdasági versenyképesség javításához. A felismerés pedig oda vezetett, hogy megkezdődött kormányzati pénzek becsatornázása az iparágba, melyek közül a legismertebb az Unió *Joint European Resources for Micro and Medium Enterprises*, röviden JEREMIE programjának kockázati tőke részprogramja, mely Magyarországon Új Magyarország Kockázati Tőkeprogramok néven indult meg.

Az első JEREMIE pályázat meghirdetésére 2008 végén került sor, melynek nyolc nyertes pályázójával a Magyar Vállalkozásfinanszírozási Zrt. megkötötte az ún. közvetítői szerződést. Ezen JEREMIE I. alapok végül 2010 nyarán kezdték meg működésüket, mely az eddigi kihelyezések alapján kifejezetten eredményesnek mondható: 2013. I. negyedévének végéig 93 befektetésről, összesen 32 Mrd forint kihelyezéséről döntöttek az alapok. Az első sikeres exitre – vagyis a befektető részesedésének értékesítésére – pedig 2012 szeptemberében került sor.

A JEREMIE I. sikerét látva a Nemzeti Fejlesztési Ügynökség a következő években kiírta a második, harmadik és negyedik JEREMIE kockázati tőke pályázatokat Új Széchenyi Kockázati Tőkeprogramok néven, melyek alapján részben magvető, részben növekedési alapok jöttek létre, ezáltal egyszerre nyitva a kisebb, éppen induló vállalkozások és a nagyobb, már néhány éve működő társaságok felé.

A kockázati tőkealapok megjelenésével megmozdult a magánszektor is: startup versenyek indultak, inkubátorok és akceleratorok kezdték meg a működésüket, és ma már szakmai blogok, konferenciák, és tanácsadók segítik mind a befektetői, mind a vállalkozói oldal oktatását és egymásra találását.

A Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület és tagjai az elmúlt években tevékeny részt vállaltak abban, hogy a kockázati tőke általánosan ismert, elfogadott és hatékony finanszírozási megoldás legyen a magyar vállalatok részére. Ezen erőfeszítéseink kiterjednek a jogalkotás számára történő javaslattételre is, hiszen úgy véljük, hogy a versenyképes jogszabályi környezet közös nemzetgazdasági érdek. Meggyőződésünk, hogy egy koherens és piacbarát szabályozás valódi gazdasági előnyt biztosíthat hazánknak, mely által Magyarország a régió startup és kockázati tőke központjává válhat, ami számos új munkahely létrejöttéhez és hosszútávon fenntartható gazdasági növekedéshez vezethet.

A fenti célok érdekében állította össze Egyesületünk Jogi Bizottsága immáron második alkalommal az iparági javaslatcsomagot, melynek megalkotásában az alábbi ügyvédek és tanácsadók működtek közre:

Dr. Bajorfi Ákos (Noerr és Társai Iroda)
Dr. Budai Judit (Szecskay Ügyvédi Iroda)

Csizmadia Heléna (Mazars)
Dr. Eörsi Márton (Allen&Overy Ügyvédi Iroda)
Imre Zsombor (InVendor)

Reich András (EY)

Dr. Sahin-Tóth Balázs (Allen&Overy Ügyvédi Iroda)

Szabó Balázs (InVendor)

Tüske Balázs (EY)

Dr. Zalai Péter (PwC Legal Ügyvédi Iroda)

ADÓZÁSI KÖRNYEZETET JAVÍTÓ JAVASLATOK

JELLENLEGI SZABÁLYOZÁS

A kockázati-, illetve magántőke-befektetéseknek három szintje van: a befektetési alapok (Alap) magánszemélyek illetve vállalati befektetők tőkéjét vonja be (Befektetők), amely tőkét az Alapkezelők ún. portfólió társaságok részvényeibe illetve üzletrészeibe fektetik be (Portfólió társaságok). A három szint adózása – feltételezve, hogy Magyarországon fejti ki a tevékenységét – a következő:

- Befektetői szint:
 - Gazdálkodó szervezet: A befektetési jegyek hozamát a befektetett pénzügyi eszközök kamatai, árfolyamnyeresége között kell kimutatni¹ és mint ilyen a pénzügyi műveletek eredményeként adóköteles (10/19% társasági adó terheli). A hozam, függetlenül attól, hogy az Alap eredménye a Portfólió társaságok osztalékából származik-e vagy sem, nem adómentes a Befektető szintjén, szemben a holding struktúrákkal.
 - Magánszemély befektető: Befektetési jegy hozama árfolyamnyereséggént adózik (16% szja + 14% eho (évi max. 450 ezer Ft)). Adókiegyenlítésre nincs lehetőség.
- Kockázati tőke alap: Nem társasági adó alany. A befektetés a Befektetők szintjén adóköteles.
- Portfólió társaságok: Elsősorban K+F tevékenységek tekintetében érhetőek el adó-, illetve adóalap kedvezmények, egyebekben az általános szabályok érvényesek.

Nemzetközi tranzakciók tekintetében Magyarországon kedvező a szabályozás, tekintve hogy a külföldre történő gazdálkodó szervezeteknek történő kifizetéseket forrásadó nem terheli, valamint Magyarország egyezményi hálózata ettől függetlenül is kiterjedt.

JAVASLATTÉTEL

- **Befektetői szint / Gazdálkodó szervezet: bejelentett részesedés**

Hazai gazdálkodók számára adómentes a bejelentett részesedés esetében (belföldi jogi személyben legalább 30% mértékű részesedés, legalább egy éves tartás mellett) elért árfolyamnyereség. Az Alapok befektetési jegye, mint részesedés esetében elviekben szintén alkalmazható a szabály², a gyakorlatban azonban 30%-ot meghaladó mértékű részesedés jellemzően nem valósul meg a kollektív befektetési alapok, illetve különösen a kockázati tőkealapok esetén (kockázatok porlasztása okán). Ugyanakkor a magántőke kockázatosabb társaságokba történő befektetését, illetve ezen társaságok forráshoz jutását elősegítené az árfolyamnyereség mentesítése célzottan erre az iparágra is.

Javasoljuk – a korábbi évben benyújtott javaslatunkkal egyezően – a részesedési küszöb 10%-ra történő általános csökkentését (és ha szükséges az adóalap módosító

¹ Sztv. 84. § (3) b)

² Az alap jogi személy, a részesedésre külön definíció nincs, de a Sztv. 3. § (5) 1. pontja szerint a befektetési jegy és kockázati tőkejegy is tulajdoni részesedést jelent.

tétel³ befektetési jegyek hozamával történő kiegészítését), figyelemmel különösen arra, hogy az inkubátorok és a seed típusú befektetések esetén a befektetők részesedése 10-15% körül mozog. A jövő évi adótörvénycsomag a küszöb mérséklését már tartalmazza, amelyet üdvözlünk. Ezen túl javasoljuk a bejelentett részesedés definíciójának kiterjesztését tulajdoni korlát előírása nélkül „kockázati tőkealapjegyek” megszerzésére. Nemzetközi összehasonlításban, az EU-n belül például Írorszáiban található hasonló kedvező szabályozás.

▪ **Befektetői szint / Magánszemély befektető**

Magánszemélyek hosszú távú befektetése adó szempontból ösztönzött, a tartós befektetési számla használatával (3 éves tartást követően 10%, 5 éves tartást követően 0%). 2013. január 1-től az SZJA tv. az ellenőrzött tőkepiaci ügyletek definíciója alól, amelyre a TBSZ szabályok is visszautalnak, kikerült a „zártkörben kibocsátott értékpapír”, és ennek megfelelően a zártkörű befektetési alapok jegyei sem helyezhetőek már el ilyen számlán.⁴ A kockázati és magántőke-befektetések kizárását nem tartjuk indokoltnak, és feltételezhetően nem is erre irányult a szűkítés, hiszen tartalmában itt éppen úgy hosszú távú, kifejezetten tőkebefektetésekről van szó, mint a jelenleg is kedvezményezett befektetési kör.

Javasoljuk ezért a TBSZ számlára tehető befektetési kör bővítését azzal, hogy az „kockázati tőkealap-jegy” esetében is alkalmazható, függetlenül attól, hogy az zárt vagy nyíltkörben kibocsátott értékpapír. Magánszemély „venture capital” befektetésének adómentesítéséhez hasonló példával találkozni Nagy Britanniában⁵, az USA-ban, valamint Ausztráliában⁶ is, ahol a befektetői szint számára elérhetővé teszik az adómentességet meghatározott feltételek mellett, sőt Nagy Britanniában a befektetés összegére tekintettel adókedvezmény is érvényesíthető. A szabályozás célja a kis- és középvállalkozások finanszírozásának elősegítése.

▪ **Portfólió társaságok / Adminisztráció és adókedvezmények**

Általános probléma a vállalkozásokat terhelő aránytalanul nagy adó és egyéb adminisztráció, amely startup vállalkozásoknak a munkavállalók és erőforrások korlátozott rendelkezésre állása miatt még nagyobb kihívást jelent, sok esetben ellehetetleníti őket. Különösen, hogy ugyanazzal a szintű adminisztrációval szembesülnek, mint a piacérett nagyvállalkozások. Ezek lényeges csökkentése a jövőben segítené az ilyen vállalkozások elindítását, Magyarországra vonzását.

Azok a társaságok, amelyek 6 évnél fiatalabbak, és az árbevételük legalább 15%-át kutatás-fejlesztési tevékenységre költik, fiatal innovatív vállalkozásnak minősülnek az Európai Unióban, amelyre a magyar jogrendszer még nem vezetett be különleges szabályozást, igaz kutatás-fejlesztési költségekkel kapcsolatos adókedvezmények jelenleg is igénybe vehetők.⁷ Javasoljuk az adókedvezmények igénybevételének egyszerűsítését, és kibővítését:

³ Tao. 7.§ (1) dz)

⁴ Szja tv. 67/A § (3) és 67/B § (3) a)

⁵ Venture Capital Trust

⁶ ESVCLP – Early Stage Venture Capital Limited Partnership

⁷ Tao. 7.§ (1) t), (17), (18)

- 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.⁸
- A fiatal innovatív vállalkozások jellemzően mikro- és kisvállalkozásnak minősülnek, és gyakran cash-flow problémákkal küzdenek. A társaságok gyorsabb fejlődése érdekében javasoljuk a K+F tevékenységet végző társaságok esetében, azok alkalmazottainak bére (vagy annak egy része) után a munkáltató által fizetendő szocho tekintetében a kutatók foglalkoztatása után járó adókedvezményhez hasonló kedvezmény bevezetését.

▪ **Portfólió társaságok / Tulajdonosok adóhalasztása**

Magánszemélynél jövedelem keletkezhet az apport időpontjában, amikor – venture capital bevonásakor – az apportált eszközt átengedi a Portfólió társaságnak, miközben realizálódó eredmény (osztalék) a cégből csak évekkel később várható. Jelentős könnyítés lenne ezen társaságok elindulásához az egyes apportként átadott eszközök (pl. know-how) miatt keletkező jövedelem utáni adó halaszthatóságának (pl. exitig) beépítése a jogszabályba, hiszen a jövedelem csak akkor realizálódik. Illetve adott esetben regisztrált kockázati tőkebefektető bevonása, és kellően hosszú tartási periódus után (5-10 év) a magánszemély tulajdonos jövedelmének adóterhének csökkentése is megfontolandó az ilyen befektetések ösztönzése érdekében.

▪ **Alapkezelők / „Carried interest” (hozam-részesedés) kedvezményes adóztatása**

A kockázati tőkebefektetések és kockázati tőkealapok számára vonzó adózási környezet kialakítására hangsúlyt fektető országokban jellemző, hogy az alapkezelők hozam-részesedésére vonatkozóan is kedvezményes adózást alakítanak ki, azért hogy ne csak az alap, de az alapkezelő tevékenységét is az országhatáron belül tarthassák. Ilyen szabály van például Nagy-Britanniában és az Egyesült Államokban. Javasoljuk a hazai szabályozásban hasonló kedvezmény beépítését (pl. kockázati tőkealap kezelők vagy munkatársaik hozam-részesedése kedvezményes kockázati tőkejegyek megszerzése útján, melyre részben pusztán az árfolyamnyereség adózási szabályai lennének alkalmazhatóak, részben pedig a magánszemély alkalmazottak esetén, a kedvezményes áron megszerzett befektetési jegyek adózása mentesítendő lenne az értékpapír, illetve az értékpapírra vonatkozó jog révén megszerzett vagyoni érték kedvezőtlen Szja. adózási szabályai alól).

⁸ 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.

JELENLEGI SZABÁLYOZÁS

Bár a kockázati tőke tőkepiaci jogi szabályozását jelenleg a Tpt. tartalmazza, várhatóan 2014. január 1. napjától új törvény lép hatályba, mely egységes kereteket ad az ún. alternatív befektetési alapoknak és kezelőiknek. Emiatt hasonló szabályok vonatkoznak majd a kockázati tőke és „hagyományos” befektetési szektorra.

A közös szabályozást a 2011/61/EU Irányelv (AIFM Irányelv) átültetése indokolja, mely egységes kereteket kíván adni az Európai Unióban működő alternatív befektetésialapkezelőknek (ABAK). Az irányelv adta kereteken belül azonban a nemzeti jogalkotók, így a magyar is maga dolgozhatja ki azokat a megoldásokat, melyeket az adott ország szempontjából leghatékonyabbnak, legversenyképesebbnek tekint.

Megjegyzendő, hogy a kockázati tőke szektorra vonatkozóan 2013 során az uniós jogalkotó rendeleteket is kibocsátott, melyek közvetlenül hatályosak a tagállamokban. Ezek közül kiemelendő a 345/2013/EU rendelet (EuVECA rendelet), mely megteremtette az európai kockázati tőkealap jogintézményét.

JAVASLATTÉTEL

- **A „de minimis” értékhatár alatti alapkezelők engedélykötelezettségének megszüntetése.** Azon alapkezelőket, amelyek összességében 100, ill. 500 millió euró eszközértéknél kisebb alapokat kezelnek, az AIFM irányelv mentesíti számtalan kötelezettség alól. Ezen megoldással élt Németország, Luxemburg és Ausztria is. A szektor versenyképessége szempontjából javasoljuk az irányelvnél nem szigorúbb szabályozási környezet kialakítását.
- **Társasági formában működő alapok bevezetése.** Nyugat-Európában egyre ritkább, hogy az alapok vagyontömegként jelennek meg, helyette társasági formában működnek, pl. befektetési részvénytársaságként vagy betéti társaságként. Ez a trend már a régiókban is megfigyelhető, hiszen az AIFM Irányelv átültetésével Csehországban is megteremtődött a társasági formában működő alapok létrehozásának lehetősége. A társasági forma ugyanis sokkal rugalmasabb megoldást jelent alap és kezelője viszonyában, pl. az alap maga jár el az alapkezelője kiválasztásában, adott esetben lecserélésében. Emellett figyelemmel a társasági jog részletesebb szabályozására, számos korábban felmerült problémát (pl. ideiglenes befektetési jegy) megoldhatóvá tenne.
- **Belső kezelésű alapok bevezetése.** Az AIFM irányelv szabályozza az ún. önkezelő alapok működését is, melyeknél az alap és a kezelője nem különül el egymástól, hanem egy jogi személyt alkotnak. Figyelemmel arra, hogy ez Nyugat-Európában egy bevett megoldás, javasoljuk e forma hazai jogszabályi háttérének megteremtését.

- **Forgalmazó kötelező igénybevételeinek eltörlése.** A kockázati tőkealap a tőkealap-jegyeit jellemzően néhány (2-5) szakmai befektetőnek értékesíti, emiatt a forgalmazó igénybevétele felesleges többletköltséget okoz. Figyelemmel arra, hogy a befektetési alapkezelők zártkörűen már évek óta jogosultak az alapjaik értékpapírjait maguk értékesíteni, indokolatlan ezen kötelezettség fenntartása a kockázati tőkealapoknál.
- **Munkatársak, mint kvázi szakmai befektetők.** Az alapkezelő munkavállalóinak ösztönzése érdekében lehetőséget kellene arra biztosítani, hogy e személyek vásárolhassanak az általuk kezelt alapok értékpapírjaiból, függetlenül attól, hogy ők, mint magánszemélyek nem feltétlenül minősülnek szakmai befektetőnek a MiFID alapján. Ez a megoldás működik pl. Németországban is a „*semiprofessioneller Anleger*” kategóriával.
- **Nagybefektetők, mint kvázi szakmai befektetők.** A „*semiprofessioneller Anleger*” másik csoportja azon befektetők, akik legalább 200.000 EUR összegű befektetést eszközölnek. Ezen befektetők tapasztalatát és ismereteit az alapkezelő vizsgálja meg és a vizsgálat után az alapkezelő dönti el, hogy az ismeretek megfelelőek-e a befektetéshez. (Figyelemmel a hazai anyagi viszonyokra javasoljuk ezen összeget az EuVECA Rendelet 100.000 EUR szintjén szabályozni.)
- **Jegyzett tőke rendelkezésre bocsátási határidejének eltörlése.** Mivel a kockázati tőkealap csak a kihelyezésről szóló döntések után helyez ki tőkét, indokolatlan, hogy az alap jegyzett tőkéjét határozott időn belül be kelljen fizetni. Javasoljuk a nyugat-európai gyakorlathoz hasonlóan a szabályozást úgy változtatni, hogy a jegyzett tőke arányos megfizetésére csak a befektetési döntéseket követően kerüljön sor.
- **A kezelési szabályzat bejelentése.** Jelenleg az alap kezelési szabályzatát (és annak módosítását) az MNB-nek jóvá kell hagynia. Mivel a kockázati tőkealap értékpapírjai csak szakmai befektetők által elérhetőek, ezért indokolatlan a jóváhagyás megkövetelése, elegendő lenne a kezelési szabályzat bejelentési kötelezettségének előírása.
- **Szabad pénzeszközök befektetési szabályainak enyhítése.** A befektetőktől lehívott, de még be nem fektetett eszközök jelenleg csak meghatározott pénzügyi eszközökben tarthatóak. Ez a megkötés indokolatlan, hiszen szakmai befektetők pénzéről van szó és ezáltal jelentős mennyiségű tőke kerül ki a tőkepiacról. Javasoljuk ezen korlátozás eltörlését, hiszen ez indokolatlan versenyhátrányt okoz más európai alapokkal szemben.
- **Kockázati tőkealapok közhiteles nyilvántartása.** Az alapok megismerhetősége és a forgalom biztonsága érdekében javasoljuk, hogy az MNB hozzon létre egy közhiteles nyilvántartást, melyből a kockázati tőkealapok legfontosabb adatai közhiteles formában megismerhetőek lennének.
- **Az alapok megszüntetési szabályainak pontosítása.** Jelenleg a Tpt. a megszüntési jelentés elkészítési határidejére ellentmondó szabályokat ír elő. Javasoljuk a megszüntetési szabályok egyértelműsítését.

- **Nyilvántartások, szabályzatok, jegyzőkönyvek angol nyelven történő elkészítésének lehetősége.** Figyelemmel arra, hogy a felügyeleti eljárásokban is lehetőség van az angol nyelv használatára, indokolatlan a magyar nyelv előírása a Felügyelet által bekért dokumentumok vonatkozásában.
- **Ideiglenes tőkejegy bevezetése.** Javasoljuk, hogy a részvénytársaság ideiglenes részvényéhez hasonlóan szabályozásra kerüljön, hogy a vagyontömeg formában működő alapok befektetői részére kibocsátható legyen az ún. ideiglenes tőkejegy. Ez a befizetések arányában szavazásra jogosítaná a befektetőket azt megelőzően, hogy az alap teljes jegyzett tőkéjének befizetése megtörtént.

JELLENLEGI SZABÁLYOZÁS

Az Új Ptk. számos pozitív változást fog hozni a társasági jog területén. Az iparág szereplői egyértelműen pozitív fejleményként értékelik az Új Ptk. elfogadását. Különösen üdvözljük az opciókra vonatkozó öt éves korlátozás eltörlését, és azt, hogy a felek a gazdasági társaságokra vonatkozó szabályoktól főszabály szerint eltérhetnek. Álláspontunk szerint azonban az Új Ptk. által nyújtott főszabály a bírói gyakorlatban túl szűknek bizonyulhat és bizonytalanságokat is okozhat majd.

JAVASLATTÉTEL

- **Vezető tisztségviselői felelősség korlátozása.** Az üzleti életben a legnagyobb problémát a vezető tisztségviselők felelősségére vonatkozó szabály fogja okozni. Az Új Ptk. 6:541. § alapján, ha a jogi személy vezető tisztségviselője e jogviszonyával összefüggésben harmadik személynek kárt okoz, a károsulttal szemben a vezető tisztségviselő a jogi személlyel egyetemlegesen felel. Ez a szabály ellentétes a jogi személyek azon alapelvével, hogy a vezető tisztségviselők e minőségben végzett cselekményei a jogi személynek tudhatók be, és ezekért a jogi személy felelős. A hatályos jogunk alapján a jogi személy fizetéképtelensége esetén a bíróság megállapíthatja a vezető tisztségviselők felelősségét a kielégítetlenül maradt hitelezői követelésekért, de ehhez többlet-tényállás elem szükséges. Az Új Ptk. egy szintre emeli a jogi személy és a vezető tisztségviselő felelősségét. A korlátolt felelősség célja, hogy a vállalkozói kedvet növelje azáltal, hogy a vállalkozás sikertelensége esetén a tulajdonosok csak a társaság számára szolgáltatott vagyont veszítik el. Ez azonban az Új Ptk. alapján a vezető tisztségviselőkre nem vonatkozik, ők a teljes vagyonukkal felelnek a társaság által szerződésen kívül okozott károkért. Ez még akkor is így van, ha a vezető tisztségviselők csak munkavállalók, és a társaság nyereségéből nem is részesednek. Ez a szabály azt fogja eredményezni, hogy a legjobban felkészült szakemberek nem fognak vezető tisztségviselői pozíciót elvállalni, illetve nem fognak olyan üzleti döntéseket meghozni, amelyek bármilyen kockázattal járhatnak. Ezt a szabályt az üzleti innováció szempontjából rendkívül károsnak ítéljük meg. Az iparágban szokásos, hogy sikeres és már bizonyított vállalkozók tanácsadói tisztséget vállalnak egy kezdeti stádiumban lévő, ígéretes társaság igazgatóságában. Ezt a tevékenységüket az Új Ptk. hatálybalépését követően nem fogják vállalni és helyettük strómanok kerülnek pozícióba. Várható következmény lehet az is, hogy a tapasztalt vezetők külföldi cégeken keresztül folytatják majd a tevékenységüket. Az a véleményünk, hogy a visszaélések szankcionálása helyes, de meg kell különböztetni a visszaéléseket a jóhiszemű üzleti kudarcoktól.
- **A társasági joganyagtól eltérés lehetőségének pontosítása.** Az Új Ptk. 3:4. § (3) bekezdése alapján a felek nem térhetnek el a törvénytől, ha az eltérést az Új Ptk. tiltja, vagy "az eltérés a jogi személy hitelezőinek, munkavállalóinak vagy a tagok kisebbségének jogait nyilvánvalóan sérti, vagy a jogi személyek törvényes működése feletti felügyelet érvényesülését akadályozza". Az első fordulat természetesen nem okoz értelmezési problémát. Ugyanakkor a hitelezők, munkavállalók és tagok jogaira történő

általános utalás már igen. A hitelezők esetében a törvényalkotó feltehetőleg a jogi személy korlátolt felelősségének az áttörésére, a tagoknak és a vezető tisztségviselőknek a hitelezők irányában fennálló felelősségére és a társasági vagyontartására vonatkozó szabályrendszerre gondolt. A munkavállalók esetében feltehetőleg a munkavállalók részvételi szabályairól van szó. Indokolt, hogy ezektől a szabályoktól ne lehessen eltérni, mert értelem szerűen sem a hitelezők, sem a munkavállalók nem részes felei a létesítő okiratnak. Precízebb volna ugyanakkor, ha ezt az Új Ptk. nyilvánvalóvá tenné.

- **Eltérés a szabályoktól kisebbségi jogok esetén.** A kisebbségi tagok részes felei a létesítő okiratnak, illetve többségi döntéshozatal esetében is a hozzájárulásuk kell ahhoz, hogy a jogaikat korlátozzák (vö. 3:102. § (3) bekezdés). Ezért indokolatlan és a gazdasági jogtól idegen az a törekvés, hogy a saját akaratuk ellenére próbálja őket a törvény megvédeni. További probléma, hogy bevett intézmények jogszerűsége is kérdésessé válik a fenti szabály következtében, így nem tudható például az együttértékesítési kötelezettség (ún. "drag-along jog") intézményét a bírói gyakorlat jogszerűnek vagy jogellenesnek ítéli majd meg. A bizonytalanság pedig ahhoz vezethet, hogy a vállalkozói szféra külföldön kezd cégalapításba és azon keresztül végzi a magyarországi tevékenységét.
- **A korlátolt felelősségű társaság üzletrészenek átruházásának korlátozása.** A korlátolt felelősségű társaság esetében, amely félúton helyezkedik el a személyegyesítő és a tőkeegyesítő társasági fajták között, továbbra is tilos kizárni, hogy a felek pénzszolgáltatás ellenében értékesíthessék az üzletrészüket, míg a zártkörűen működő részvénytársaságnál ilyen korlátozás nincs. Az iparág számára az alapító tulajdonosok személye alapvető fontosságú, a befektetői döntést elsősorban annak fényében hozzák meg, hogy az alapítók milyen képességekkel rendelkeznek. Ezért kulcskérdés, hogy az alapító tulajdonos a befektetési periódus közepén ne szállhasson ki a közös vállalkozásból a részesedése átruházása útján. Az Új Ptk. szabálya arra kényszeríti az iparágat, hogy az összes portfólió társaságot zártkörűen működő részvénytársaság formájába alakítson át, amely lényegesen költségesebb társasági forma egy kezdeti létszakaszban lévő társaság esetében.
- **Átruházási korlátozások a részvénytársaságnál.** Nem értünk egyet azzal sem, hogy a zártkörűen működő részvénytársaság esetében érvényesen csak az alapszabály tartalmazhat a részvények átruházására vonatkozó korlátozásokat. Nincs megfelelő indok arra, hogy a jogalkotó megtiltsa, hogy két részvényes kötelmi jogi hatállyal megegyezzen abban, hogy a részvénytársaság részvényeit nem, vagy csak bizonyos feltételekkel ruházza át. Ha a szerződésmódosításhoz szükséges többség ehhez nem járul hozzá, a két fél ebben egymás között sem egyezhet meg az Új Ptk. alapján. Ha az alapszabály nem tartalmazza az átruházási korlátozásokat, annak a megfelelő jogkövetkezménye az, hogy a korlátozás hatálytalan egy jóhiszeműen és ellenérték fejében szerző harmadik személlyel szemben.

- **Az elsőbbségi részvények számára vonatkozó korlátozás eltörlése.** A részvénytársaság esetében továbbra is fennáll az a korlátozás, hogy a kibocsátott törzsrészvények össznévértékének mindenkor meg kell haladnia a részvénytársaság alaptőkéjének a felét. Ez első ránézésre nem tűnik életidegen korlátozásnak, de teljesen ésszerűtlen például egy kétszemélyes társaságnál, ahol a felek szeretnének osztalékelsőbbiséget, szavazatelsőbbiséget és kölcsönös elővásárlási jogot is. Ebben az esetben mindkét részvényesnek kell elsőbbségi részvényt juttatni.

ELŐZMÉNYEK

A kormányzat előzetes közleményei szerint a 2014-2020 programozási időszakban a fejlesztési támogatások több mint fele vállalkozásfejlesztési programok keretében kerül kiosztásra. A programozási időszak tervezése még folyamatban van; a végleges prioritások még nem kerültek meghatározásra. Ismert azonban⁹, hogy az operatív programok prioritástengelyében kiemelten jelenik meg a KKV versenyképesség és növekedési potenciál fejlesztése, valamint a pénzügyi eszközök és szolgáltatások fejlesztése, azon belül is specifikusan: a KKV-k külső finanszírozáshoz való hozzáféréseinek javítása a pénzügyi eszközök révén.

Az elmúlt években kiírt és jelenleg is futó JEREMIE programok sikere, gazdaságélénkítő hatása pénzügyi szakmai körökben elismert. Az egyéb tőkejuttatások, illetve a vállalkozások más formában megvalósuló támogatása azonban nem minden esetben jár a tudás- és tapasztalatvagyon egyidejű megosztásával (mint ez a kockázati tőkebefektetések esetén jellemző), ezért ezen támogatások felhasználása gyakran nem éri el az optimális vagy elvárható hatékonysági szintet.

Problémaként jelenik meg az is, hogy a fiatal startupok, azaz a valóban induló vállalkozások szintjére nehezen, vagy egyáltalán nem jut el a kockázati tőke, vagy csak olyan feltételekkel (pl. a befektető többségi tulajdonának kikötése), mely ellehetetleníti a második vagy további körös tőkebevonást.

JAVASLATTÉTEL

- **A kockázati tőkeprogramok folytatása.** Javasoljuk a kockázati tőkeprogramok továbbvitelét, a KKV szektor kockázati tőkealapok beiktatásával történő támogatásának folytatását. Kiemelten javasoljuk, hogy a támogatást nyújtó hatóság a további programok kiírását megelőzően befektetői és vállalkozói fórum keretében, vagy más nyilvános úton tartson konzultációt, melyen mind a befektetők, mind pedig a vállalkozók a korábbi programok tapasztalatait megoszthatják, különösen abból a célból, hogy az új programok pályázati felhívásainak, illetve közvetítői szerződéseinek feltételrendszere a piaci körülményekkel a lehető legnagyobb fokú összhangban legyen – a program prioritásai által szabott kereteken belül.
- **Vállalkozás-educációs programok indítása.** Javasoljuk, hogy a 2014-2020 programozási időszakban induljon olyan támogatási program, amely a vállalkozási kultúra terjesztését, vállalkozói tudatosság erősítését célozza, és egyidejűleg juttat el a növekedési potenciállal rendelkező KKV-khoz tapasztalaton alapuló gyakorlati vállalkozási ismereteket, valamint átfogó pénzügyi, adózási és jogi ismereteket. Javasoljuk a program szakmai metodikájának kidolgozásába a befektetési tapasztalattal rendelkező alapkezelőket, hazai angyal befektetőket és a hazai jogi-befektetői környezetben jártas tanácsadókat is bevonni.

⁹ http://www.nfu.hu/2014_2020_skv_partnersege

JELLENLEGI HELYZET

A tőkepiac aktivizálását megcélzó programok (JEREMIE I. és JEREMIE II.) eredményeképpen a startup finanszírozás helyzetében jelentős javulás következett be hazánkban. A JEREMIE II magvető alapjai próbálják betölteni a JEREMIE I. program számára még túl korai fázisú, mérsékelt befektetési igényű induló vállalkozások finanszírozásában keletkezett űrt. A legnagyobb nehézséget azonban még mindig a vállalkozás/üzleti ötlet megvalósításának kezdeti finanszírozása jelenti, amely a legkockázatosabb szakasza a startup befektetéseknek. A startupok kultúrájának terjedése, ezáltal a potenciális befektetések számának növekedése javítja a kockázati tőkepiac szereplőinek helyzetét. Elismerésre méltó, ahogyan az állam katalizátorként megjelent a vállalkozásfinanszírozás legkockázatosabb fázisában, az üzleti inkubáció folyamatát beindítva, amely a piaci szereplők számára jelentős lökést adott az Akkreditált Technológiai Inkubátorok létrejöttének támogatásával. A HVCA korábbi position paper-jében szereplő Üzleti Inkubátor Program javaslatának jelentős része beépítésre került a Nemzeti Innovációs Hivatal szakmai irányítása alá tartozó „Akkreditált Technológiai Inkubátor” program kiírásába. A HVCA és az InVendor Kft. a program eredményhirdetése előtt és után felmérést végzett a pályázók / érdeklődők körében. Elemzésünk reprezentatívnak tekinthető abból a szempontból, hogy a pályázók több mint 50%-ának kiküldtük kérdéslistánkat.

A kérdésekre adott piaci visszajelzések alapján általános vélemény volt, hogy az Akkreditált Technológiai Inkubátor (ATI) program elsősorban a JEREMIE programban részt vevő kockázati tőkealapok számára kedvez, illetve a megfelelő szakosított tapasztalat nélküli pályázók közül is vártak győztest a piaci szereplők. Az eredményhirdetést követő megkérdezésünk tanulságai szerint a piac jól fogadta, hogy a nyertes pályázók megítélésénél ténylegesen a külföldi beágyazottság mértéke és nemzetközi szintű szakértelem jelent meg az ATI pályázatban értékelési kritériumként. Az ATI technológiai inkubátorok kiválasztásánál a kockázati tőkepiac szereplőinek további támogatása helyett a valódi vállalkozói, cégépítési tapasztalattal rendelkező pályázókat helyezte előtérbe, amely bizakodásra ad okot a korai fázisú vállalkozások jövőjét illetően.

A KORAI FÁZISÚ VÁLLALKOZÁSFINANSZÍROZÁS KIHÍVÁSAI

- Átfogó startup stratégia szükséges, amely az állami szerepvállalást egymásra épülő lépésekben rögzíti és összehangolja az érintettek (vállalkozók, befektetők, oktatási intézmények) tevékenységeit. Ennek megalkotásába a vállalkozók, befektetők, gyakorlati szakemberek és érintettek bevonása lenne indokolt.
- A kockázatkerülési attitűd egy kulturális sajátosság, amelyet az oktatási rendszer tovább erősít, ezen szükséges változtatni, a vállalkozói bukást pedig tapasztalatszerzésnek, jövőbeni sikerhez vezető befektetésnek érdemes tekinteni.
- A piaci transzparencia hiánya, az információk hiányossága (startupok alapítói, vezetői, üzleti angyalok, intézményi befektetők előtörténete) bonyolultabb, nehézkesebb, drágább, és szuboptimális befektetési döntésekhez vezet.

- A jelenlegi programokban nem elég hangsúlyos a regionális induló vállalkozások hazánkba telepítésének támogatása. A finn modell egyik erőssége éppen ebben rejlik, hogy a helyi ökoszisztémát tehetséges nemzetközi vállalkozókkal és csapatokkal pezsdítik fel.
- A vállalkozói képzés a középfokú oktatásban alig, a felsőfokú oktatásban is csak elszórtan, nem túl hangsúlyosan jelenik meg. Meetupok, hackathonok, programozói/design versenyek segíthetnék a vállalkozói utánpótlás-képzést a szemléletmód terjesztésével, az oktatás korrekciójaként, de hosszabb távon az üzleti oktatás kibővítése vállalkozói elemekkel elengedhetetlen.
- A hazai vállalkozók világpiac- és nyelvismeretének, valamint tapasztalatának hiánya jelentős megoldandó probléma, amely gátolja a startup sikertörténetek megszületését.
- Nemzetközi összehasonlításban nagy szerepe van a startup rendezvényeknek mind a „startup országimázs”, mind pedig a nemzetközi versenyképesség megteremtésében. A külföldi modellek közül az egyik leghatékonyabbnak a piaci alapú, de az állam által támogatott, a befektetői ökoszisztémát érdekeltté tévő hazai, illetve határon túli szatellit-rendezvényekből, és egy hazai, nagyszabású startup esemény kombinációjából álló rendezvény bizonyult.
- Kevés a piacon a valódi vállalkozói tapasztalattal rendelkező, üzleti anyagként befektetni tudó és hajlandó, tudásával és kapcsolatrendszerével jelentős értéket teremtő szereplő, aki a kezdeti időszakokban átlendítheti a vállalkozásokat az indulás körüli nehézségeken.
- A korszerű, nemzetközileg is értelmezhető befektetői feltételek és struktúrák ismeretének és alkalmazásának hiánya is akadályozza az ökoszisztéma fejlődését.

JAVASLATTÉTEL

- **Az inkubátor és accelerator fogalmak szétválasztása** és nemzetközi legjobb gyakorlatok szerinti alkalmazása javasolt az innováció menedzsmentet támogató programokban. Az ATI pályázatban a két fogalom jelentős mértékben keveredett.
- Az inkubációs pályázat későbbi szakaszában célszerű az inkubátorok felállítását, nemzetközi piacra lépést, iparjogvédelmet támogató alprogramokat szétbontani és különválasztva, bürokrácia mentesen, a piaci szereplők szintjére delegálva a döntéshozatalt gyors elbírálással lefolytatni.
- **Külföldi startupok Magyarországra telepítésének ösztönzése**, közép-kelet európai fókusszal megoldást jelenthet a dealflow kérdésre a hazai kockázati tőke iparágban.
- **A startupok támogatásának újragondolása**: a jelenlegi pályázati rendszerrel sokkal gyorsabb, pl. voucher, vagy 'innovációs kártya' alapú támogatás bevezetése – az egészségpénztári rendszerhez hasonlóan, amely a cég fejlesztéséhez szükséges akkreditált szolgáltatásokra vehető igénybe.
- **A piaci transzparenciát növelő befektetési platformok támogatása.**
- Külföldi szatellit-rendezvényeket és hazai nagy rendezvényt is tartalmazó eseménysorozat megvalósítása az állam és a piaci szereplők együttműködésében.

- A vállalkozói kultúrát, kreatív ötletek generálását és azok üzleti megvalósítását segítő és ösztönző programok, események támogatása elengedhetetlen, hiszen jelentős kulturális és oktatási hiányossággal szembesül a startup szféra.
- A vállalkozói ökoszisztéma támogatása normatív szabályokkal, adókedvezményekkel táptalaját jelenthetné egy fejlődő vállalkozói ökoszisztémának.
- Hasznos, közérthető, hazai példákat is felvonultató **oktató anyagokkal, kiadványokkal** kell a jövő vállalkozóit támogatni.
- Szakmailag hiteles inkubátorokkal már az ötlet fázisban támogatni kell az innovátorokat a gyakorlati megvalósításban és a piaci lehetőségek minél szélesebb körű megismerésében/feltárásában.

ELŐZMÉNYEK

A nyilvános részvénykibocsátás a tőkebevonás hatékony módja lehet, amellyel tipikusan azonban érettebb fázisban lévő társaságok élnek. Ennek egyik oka, hogy a nyilvános részvénykibocsátás a számos előny mellett, komoly nehézségekkel és költségekkel jár a kibocsátók számára, amelyekre a startup fázisban lévő társaságok gyakran nincsenek kellően felkészülve, illetve nem rendelkeznek a szükséges erőforrásokkal.

Trendként figyelhető meg ugyanakkor, hogy a tőkepiacok igyekeznek könnyített, rugalmasabb feltételekkel vonzó lehetőséget biztosítani az innovatív, fiatal társaságok számára a tőkepiacon való megjelenésre és a nyilvános tőkebevonásra. Példaként említhető az Egyesült Államokban 2012-ben elfogadott „*Jumpstart Our Business Startups Act*” (JOBS Act), amely megteremti a feltörekvő (növekedésben lévő) társaságok („*emerging growth companies*”) számára a könnyített elsődleges nyilvános részvénykibocsátás lehetőségét. Szintén az innovatív, feltörekvő társaságoknak kínál tőkebevonáshoz lehetőséget a Varsói Tőzsde (Warsaw Stock Exchange, WSE) NewConnect fantázianevű platformja. Sok tekintetben a magyar jogi szabályozás, valamint a Budapesti Értéktőzsde Bevezetési és Forgalmában Tartási Szabályzata is figyelemmel van a fenti változásokra (pl. részvénykategóriák átalakítása: Prémium, Standard, T kategória).

A feltörekvő cégekért tehát versenyeznek a tőkepiacok, éppen ezért kiemelten fontos, hogy a magyarországi jogi környezet alkalmas legyen arra is, hogy a nyilvános tőkebevonást fontolgató startup cégeknek kedvező, versenyképes feltételeket kínáljon.

JAVASLATTÉTEL

- **Alternatív kereskedési platform megteremtése.** Szükséges lenne egy olyan kereskedési platformot létrehozni, amely kifejezetten a feltörekvő, fiatal cégek nyilvános tőkebevonásához nyújtana megfelelő feltételeket, minimális adminisztratív terhek mellett, költséghatékonyan.
- **A nyilvános tőkebevonáshoz kapcsolódó közzétételi kötelezettség költségeinek csökkentése.** A nyilvános tőkebevonáshoz kapcsolódóan elkészítendő dokumentumok (tájékoztató) közzétételére elegendő lenne, ha arra kizárólag elektronikus úton kerülne sor.
- **Adminisztratív terhek csökkentése.** A nyilvános működéssel együtt járó tájékoztatói és közzétételi kötelezettség terjedelmét a startup kategóriába tartozó nyilvános tőkebevonást végrehajtó társaságok tekintetében jelentősen csökkenteni kellene legalább a nyilvános működés megkezdését követő első néhány évben. Kiemelkedően fontos, hogy az adminisztratív terhek csökkentése révén az érintett társaságok rugalmas működése fennmaradjon.

- **Engedélyezési eljárások határidejének lerövidítése.** Az eljárási határidők lerövidítése útján is törekedni kellene arra, hogy a nyilvános tőkebevonás folyamata egy átlagos eljáráshoz képest nagyságrendekkel rövidebb legyen.

ÖSSZEFOGLALÁS

A fentiek jól mutatják, hogy Magyarország az utóbbi években nagy lépéseket tett a kockázati és magántőke típusú finanszírozás és az innovatív kis és középvállalkozások támogatására, mindazonáltal a kockázati és magántőkében rejlő lehetőségek még korántsem kerültek teljesen kiaknázásra.

Ezért a jelen javaslatcsomagon túl Egyesületünk vállalja, hogy folyamatosan figyelemmel kíséri az iparágat érintő hazai és nemzetközi jogi környezetet és erre való kormányzati hajlandóság esetén mindenkor nyitott arra, hogy tapasztalataival és tanácsaival segítse a hazai jogalkotást.

Bízunk benne, hogy javaslataink értő fülekre találnak, és ezáltal hozzájárulhatunk egy hatékony és nemzetközi viszonylatban is versenyképes tőkepiac kialakításában.

Budapest, 2013. november 12.

Bethlen Miklós
Elnök
Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület