

TUDOMÁNYOS DIÁKKÖRI DOLGOZAT

PÉNZÜGYI JOGI TAGOZAT

**AZ ÁLLAMI BEAVATKOZÁS DIMENZIÓI A HAZAI
KOCKÁZATI TŐKEPIACON**

JELIGE: VENTURE 2015

BUDAPEST, 2014. 11. 03.

Tartalom

Bevezetés	2
1. Az állam és a kockázati tőkepiac	3
1.1. A kockázati tőke és gazdasági hatása	3
1.2. Az állami beavatkozás és megítélése a kockázati tőkepiacon.....	8
1.3. Az állami beavatkozás eszközrendszere	11
1.3.1. Közvetlen állami eszközök	12
1.3.2. Közvetett állami eszközök	14
2. A kockázati tőkealapok törvényi szabályozásának kérdései	15
2.1. A kockázati tőkealapok jogi formája	17
2.2. A kockázati tőkealap létrehozása és működtetése	20
2.3. A Kbftv. fogalmi rendszere	22
2.4. A kockázati tőkealapok működésének gyakorlati kérdései	27
2.4.1. A kockázati tőkealap-kezelő engedélykötelezettsége	27
2.4.3. A tőkekövetelményeket érintő szabályozás értékelése	29
2.4.4. A vállalatértékelés kérdésköre és a törvény által biztosított engedmény	31
2.5. A kockázati tőkepiacot érintő adózási kérdések	32
2.5.1. A piac szereplőire vonatkozó legfontosabb szabályok	33
2.5.2. A tőkealapok és tőkealap-kezelők különadó fizetési kötelezettsége	34
3. JEREMIE-program: a hibrid finanszírozás megvalósulása hazánkban.....	35
3.1. A program szerkezeti felépítése	36
3.2. A támogatás formája	39
3.3. A program értékelése.....	40
Következtetések.....	42
Jegyzékek	44
Irodalomjegyzék	44
Felhasznált weblapok	48

BEVEZETÉS

A kockázati tőkefinanszírozás fejlesztése és lehetőségeinek kiaknázása mind az Európai Unió, mind a magyarországi gazdaságpolitikai gondolkodásban egyre hangsúlyosabb kérdésként jelenik meg. Hazánkban az Új Magyarországi Kockázati Tőkeprogram keretében felállított kockázati tőkealapok megjelenése következtében a korábban korlátozott mértékben elérhető források megsokszorozódtak, a piacon pedig számos új szereplő tűnt fel. Ebből kifolyólag hazánk tekintetében különösen aktuális és indokolt *az irányadó szabályozás minőségének vizsgálata*, ugyanis a kockázati tőke világában fontos, hogy a rendszerszintű kockázatok és a későbbiekben tárgyalt egyéb sajátosságok miatt a piaci szereplők kiszámítható, logikus és a szóban forgó piac *speciális szükségleteihez igazodó jogi környezetben* végezhessek tevékenységüket.

Kutatásunk középpontjában az állam kockázati tőkepiacon betöltött szerepe áll, amely a tárgyalt piac sajátos szereplője, különböző beavatkozási eszközei révén pedig jelentős mértékben képes befolyásolni a piac működését. Hipotézisünk, hogy *a megfelelő mértékű és intenzitású állami jelenlét képes a kockázati tőkepiac működését pozitív irányban befolyásolni* és a benne rejlő - a nemzetgazdaság szempontjából is releváns - lehetőségek kiaknázását elősegíteni, szerepe azonban - ideális esetben - a katalizátor szerepre korlátozódik, és így is működik legjobban. Ebből kifolyólag azt követően, hogy ismertetjük pontosan mely területeken képes a kockázati tőke kedvező gazdasági hatást gyakorolni, megvizsgáljuk milyen érvek és ellenérvek szólnak a kockázati tőkepiac tekintetében az *állami részvétel ellen és mellett*, áttekintjük az állami beavatkozás lehetséges eszközeit, majd kísérletet teszünk a hazai *szabályozási környezet elemzésén* keresztül a magyar állami szerepvállalás értékelésére. Fontosnak tartottuk, hogy dolgozatunkat első kézből szerzett információkkal gazdagítsuk, így a kockázati tőkepiac több szereplőjével, illetve szakértőjével is készítettünk mélyinterjút:

- *dr. Bajorfi Ákos*, a Magyarországi Kockázati és Magántőke Egyesület jogi osztályának tagja
- *Kiss Gábor*, a Bonitás Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt. befektetési igazgatója
 - *Károlyi Antal*, üzleti angyal, a Traction Tribe társalapítója
 - *Szabó Dávid* vállalkozó, a Brandvee vezérigazgatója

1. AZ ÁLLAM ÉS A KOCKÁZATI TŐKEPIAC

1.1. A kockázati tőke és gazdasági hatása

Vizsgálódásunk legelején elengedhetetlen, hogy kijelöljük azokat a területeket, amelyek tekintetében a kockázati tőkepiac fejlődése meghatározó lehet. A vonatkozó szakirodalom a kockázati tőkét leggyakrabban az *innováció-finanszírozás* és a *kis és középvállalati szektor tőkeellátásának*, ezáltal a foglalkoztatás növelésének kérdéskörében emeli ki, mint jelentős hatást gyakorló tényezőt.¹ Az innováció napjainkban a vállalati versenyképesség és a nemzetgazdasági dinamizmus egyik fő forrása. Az innováció lehet új, vagy javított termék, eljárás, marketing-módszer vagy - a korábbi szűkebb fogalmán túlmutatva - szervezési, szervezeti módszer bevezetése is,² amely mindig valamely, a piacon felmerült fogyasztói igény kielégítésére keres megoldást. A „tudás” gazdasági szerepe napjainkra felértékelődött, a „műszaki” fejlődés, az innovatív megoldások kialakítása pedig felzárkózott az extenzív bővülés két hagyományos alapkövé, a tőke és a munka mellé.³

Amennyiben ennek fényében tekintjük át a vonatkozó hazai statisztikai adatokat, szembetűnő, hogy az innovációt megalapozó K+F-ráfordítások GDP-hez viszonyított aránya 1,29%, ami a korábbi évekhez viszonyított növekvő tendenciája mellett is messze elmarad attól a 2%-os uniós átlagtól, amely világpiaci szinten ugyancsak versenyképességi problémákkal küzd.⁴ Magyarország SBA értékelése alapján pedig ezen a területen mutatható ki a kis és középvállalati szektor legmarkánsabb elmaradása az uniós versenytársakhoz képest.⁵ Érdemes emellett figyelmet szentelni annak a trendnek is, hogy 2008-tól a K+F ráfordítások forrásellátásában a vállalkozások egyre nagyobb mértékben vették át a szerepet az állami költségvetéstől.

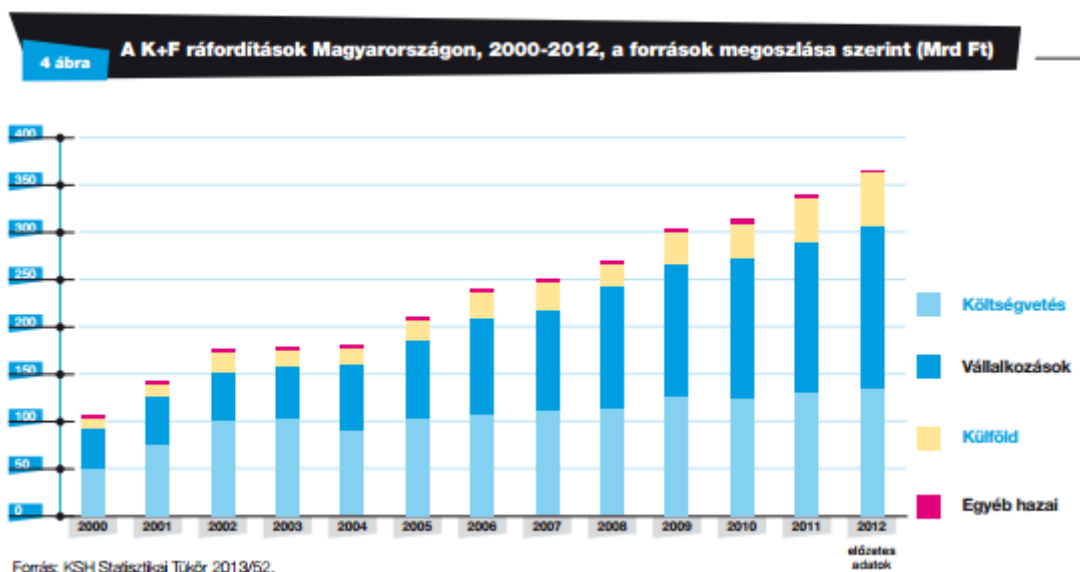
¹ Többek között: KARSAL, 2013.; KOVÁCS, 2013.; LERNER - SORENSEN - STRÖMBERG, 2008.; DIGIORGIO-HARRIS, 2013.

² OECD, 2005, p. 46.

³ PAKUCS-PAPANEK, 2006, p. 5.

⁴ Nemzetgazdasági Minisztérium, Nemzeti Innovációs Hivatal, 2013, p. 12.

⁵ Vállalkozáspolitikai és Ipari Főigazgatóság, 2013. évi SBA-tájékoztató, Magyarország, 2013, p. 5.



A kis- és középvállalati szektor nagyvállalatokkal szembeni versenyképességét, valamint stabil és fenntartható növekedését is nagyban meghatározza, hogy az innovációs tevékenységen keresztül képesek lesznek-e piaci rések feltárására és új üzleti megoldások kidolgozására hozzájárulva ezáltal közvetve a gazdasági növekedéshez is.⁶

További hangsúlyos kérdés a foglalkoztatottsági szint és a munkanélküliség problémája. Az Európai Bizottság jelentése szerint a Magyarországon működő vállalkozások 99,9 százaléka kkv, amelyek a gazdaság teljes hozzáadott értékének 53,8, a vállalkozások által realizált árbevételnek pedig a 58,3 százalékát adják.⁷ A kkv-k a magánszférában, a pénzügyi szektoron kívül dolgozó alkalmazottak 72,7 százalékát foglalkoztatják. Utóbbi adat 1 777 698 magyar munkavállalót jelent, amelyet ha párhuzamba állítunk a KSH 2014-es statisztikájával,⁸ amely szerint Magyarországon jelenleg 4 158 000 főt számlál a foglalkoztatottak létszáma, láthatjuk, hogy a foglalkoztatás szempontjából is igen jelentős szektorról van szó. Megállapíthatjuk tehát, hogy a kkv-szektor finanszírozási lehetőségeinek szélesítésén és tökeellátásának támogatásán keresztül, az *állam képes lehet hatni a foglalkoztatás szintjének emelkedésére és egyúttal a munkanélküliség csökkentésére is.*

⁶ Nemzetgazdasági Minisztérium, 2013, p. 10

⁷ Vállalkozáspolitikai és Ipari Főigazgatóság, 2013. évi SBA-tájékoztató, 2013, pp. 2-5., Központi Statisztikai Hivatal, A kis és középvállalkozások helyzete hazánkban, Statisztikai Tükör, 2013, p.1

⁸ Központi Statisztikai Hivatal, Gyorstájékoztató, 2014.

A kockázati tőke gazdaságra gyakorolt pozitív irányú hatását a témával foglalkozó kutatók is elsősorban a fentiekben ismertetett két területen állapították meg. Lerner-Sorensen-Strömberg 2008-as kutatása szerint a kockázati tőkében részesült vállalatok termékei jóval gyorsabban kerültek piacra, a szabadalmak idézettsége alapján nagyobb befolyást gyakorló innovációkat hajtottak végre és a szabadalmak számára is nagyobb hatást gyakoroltak más K+F kiadásokhoz mérten.⁹ Josh Lerner tanulmányában arra a következtetésre jutott, hogy egy dollár kockázati tőke háromszor-négyszer több szabadalmat stimulál, mint 1 dollár hagyományos vállalati K+F kiadás.¹⁰ A fenti elemzések megállapításai mellett érdemes figyelmet szentelni Popov és Roosenboom kutatásának egyik következtetésére is, amely szerint a kockázati tőke elsősorban azokban az országokban volt sikeres az innováció előmozdítása terén, ahol *kedvezőbb jogszabályi környezetet* biztosítottak az ilyen irányú befektetéseknek, a vállalkozások kevesebb jogi akadályba ütköztek a forrásszerzés során és alacsonyabb szinten adóztatták meg a tőkejövedelmeket.¹¹

A kockázati tőke foglalkoztatásra gyakorolt hatását elemző felmérésben a *Global Insight* szerint a legfejlettebb kockázati tőkepiaccal rendelkező országban, az Egyesült Államokban, 2005-2007 között a kockázati tőkével finanszírozott cégek foglalkoztatottainak száma 4,1%-al nőtt, míg országos szinten 1,3% volt a foglalkoztatottak számának növekedése.¹² Az Egyesült Királyságban szintén jelentősebb szerep jutott a foglalkoztatásban a kockázati és magántőke iparágnak, a 2005-ig tartó ötéves periódusban az ilyen finanszírozásban részesült vállalatok a munkahelyek számát globálisan évi 9%-kal növelték.¹³

A kockázati tőke innovációra és a foglalkoztatásra gyakorolt közvetlen hatása ugyan nehezen számszerűsíthető, a fenti kutatások eredményére és a vonatkozó szakirodalom megállapításaira alapozva *hipotézisünk*, hogy a kockázati tőke azáltal, hogy elsősorban technológia-alapú és nagy növekedési potenciállal rendelkező vállalatokba fektet, hazai viszonylatban is *képes pozitív hatást gyakorolni az innovációra*, azáltal pedig, hogy

⁹ LERNER - SORENSEN - STRÖMBERG, 2008, pp. 27-42.

¹⁰ LERNER, 2008, p. 6.

¹¹ POPOV-ROSENBOOM, 2012. pp. 477-482.

¹² Global Insight, 2007.

¹³ KOVÁCS, 2013, p. 41.

célvállalatai a foglalkoztatás egyik fő motorjaként funkcionáló kis és középvállalkozások, közvetve *képes kedvező hatást gyakorolni a munkahelyteremtésre* is.

Meglátásunk szerint a hazai kockázati tőke szektor versenyképességének egyik legfőbb mozgatórugója lehet a *koherens és piacbarát szabályozás*, amely nem hozza kedvezőtlenebb helyzetbe a magyarországi alapkezelőket és befektetőket nemzetközi versenytársaikhoz képest, ezáltal pedig közvetve javítani képes a nemzetközi összehasonlításban egyelőre igen gyenge hazai innovációs képességet, előmozdíthatja a munkahelyteremtést és a hosszú távú gazdasági növekedést.

Annak érdekében, hogy a kockázati tőkét érintő hazai szabályozást értékelni tudjuk, szükséges áttekinteni azokat az alapvető tulajdonságokat, amelyek ezt a finanszírozási formát jellemzik: (1) a kockázati tőke *pénzügyi közvetítő szerepet* lát el, azaz mások tőkéjét összegyűjtve fekteti be azt a vállalkozásokba (ezen megállapítás alól a magánszemélyként közvetlenül befektetők kivételt képeznek), (2) csak olyan cégekbe fektet be, amelyek részvényei *nem szerepelnek tőzsdei kereskedelemben*, (3) résztulajdonosként *aktív szerepet* játszik a finanszírozott cégek életében, (4) elsődleges célja pedig a *hozammaximalizálás*, amit a befektető az általa megszerezett tulajdonrész értékesítésekor realizál.¹⁴

A szakirodalomban nem alakult ki egységes fogalom-meghatározás a kockázati tőkebefektetésekkel kapcsolatban, azonban számos szerző tett kísérletet a lényeges tulajdonságok kiemelésén keresztül a definíció megalkotására.¹⁵ Alapozva az általuk alkotott meghatározásokra és részben kiegészítve azokat, a fenti szempontok figyelembevételével a *kockázati tőkebefektetés* fogalmát jelen dolgozatban a következőképp állapítjuk meg: *Tőzsdén nem jegyzett, nagy növekedési potenciállal rendelkező, a vállalati fejlődés magvető, induló vagy korai növekvő szakaszában álló vállalkozásban való átmeneti tulajdonszerzés, ahol a finanszírozó célja, szerepe a tőke biztosításán túl a vállalkozás irányítási funkcióira is kiterjed, és amelynek célja nem az osztalékhozam maximalizálása, hanem a társaság értékének növelését követően a tulajdoni hányad magas haszonnal történő értékesítése.*

¹⁴ KARSAI JUDIT, 2012, p. 11.

¹⁵ GLAVANITS, 2012(c), p. 120.; CINKÓCZY-MIKE, 2012, p. 44., KARSAI 1999, p. 789., European Venture Capital Association. 2007, p. 6.

Fontos azonban kiemelni, hogy amennyiben a kockázati tőkefinanszírozás vizsgálatának keretében említjük a kis és középvállalkozásokat, azok alatt nem értjük mindazon vállalkozásokat, amelyek megfelelnek a *kis és középvállalkozásokról, fejlődésük támogatásáról* szóló 2004. évi XXXIV. törvény (a továbbiakban: KKV-törvény) 3. § (1)-(3) bekezdésében foglalt kritériumoknak, hanem *kizárólag a gyors növekedésre képes innovatív technológiát alkalmazó társaságokra utalunk*. A kockázati tőkével foglalkozó szakirodalom emellett rendszerint megkülönbözteti a vállalati fejlődés különböző életszakaszaiban járó vállalatokat aszerint, hogy azoknak az adott fejlődési szakasz alapján milyen mértékű forrásbevonásra van szüksége. Ennek megfelelően beszélhetünk az elindítani kívánt cég alapjául szolgáló ötlet kifejlesztését, kezdeti kutatást támogató *magvető finanszírozásról* (kb. 20-50 millió forint), a termék kifejlesztéséhez, piackutatási feladatok ellátáshoz kapcsolódó *induló szakasz finanszírozásáról* (kb. 50-150 millió forint), illetve a *korai növekvő és terjeszkedő szakaszban* lévő és a további sikeres működéshez újabb tőkeinjekcióra szoruló vállalkozások számára nyújtott, úgynevezett *második- és harmadik körös finanszírozásról* (kb. 150-400 millió forint).¹⁶ A befektetők pénzét közvetítő kockázati tőkealapok is ezen felosztás mentén jönnek létre és tesznek különbséget befektetési stratégiájukban magvető, induló és terjeszkedő cégek között, ezen kategóriák azonban nem feleltethetők meg a KKV-törvény mikro, kis- és középvállalkozásokat megkülönböztető jogi kategóriáinak, annak ellenére, hogy azok valamelyikébe az érintett portfóliótársaság mindenképp beletartozik.

A kockázati tőkepiac keresleti oldalán tehát a tulajdonosi tőkét igénylő vállalkozások állnak, míg a kínálati oldalon megkülönböztetünk informális és formális/intézményi szereplőket. Informális befektetők egyrészt a jellemzően a vállalkozás elindításához szükséges magvető tőkét biztosító 4F csoport (*founders, family, friends, fools*), valamint a saját vagyონukat magánszemélyként közvetlenül befektető *üzleti angyalok*. Az úgynevezett formális, intézményes piacon a finanszírozók és a finanszírozottak közé közvetítő intézmények ékelődnek¹⁷ ezek a *kockázati tőkealapok*, amelyeket elkülönült *alapkezelő társaságok* kezelnek és amelyek különböző intézményektől (pl. bankoktól, biztosítóktól, nyugdíjalapoktól stb.) valamint magánszemélyektől gyűjtenek forrásokat és fektetik be azokat a vállalkozásokba. Az *intézményi befektetők* számára általában jogszabályban van

¹⁶ KOSZTOPULOSZ - MAKRA, 2005, p. 3-5.

¹⁷ OSMAN, 2006, p. 12.

meghatározva, hogy saját tőkéjük mekkora hányadát helyezhetik ki ilyen célokra¹⁸ és ugyan itt is a legfőbb cél az árfolyamnyereség elérése, de jellegükből adódóan fontos lehet számukra a folyó jövedelem biztosítása is.¹⁹ Tekintettel arra, hogy az állami beavatkozás értékelése elsősorban a formális szereplőket érintő intézkedések és a tőkepiaci szabályozás vizsgálata mentén végezhető el, a továbbiakban a formális piac szereplőit, tehát a kockázati tőkealapokat és alapkezelőket érintő szabályozási megoldások vizsgálatával foglalkozunk.

1.2. Az állami beavatkozás és megítélése a kockázati tőkepiacon

A „piackudarcok” elmélete²⁰ alapján több tényező indokolja, hogy a nemzetgazdaságban a versenypiac miért nem képes optimális helyzetet teremteni. Torzító hatással bírnak a külső extern gazdasági hatások, a monopóliumok és a kartell-szerűen működő oligopóliumok által megtestesített piaci hatalom valamint a közjavak léte, illetve a piaci szereplők aszimmetrikus informáltsága is.²¹ A felsorolt hatások alapján azt mondhatjuk, hogy az állam beavatkozása a versenypiac maximálisan elérhető teljesítményének elmaradása miatt *adott esetben indokolt lehet*, fontos azonban, hogy ezt az indokltságot folyamatosan a *hatékonyság* és a *szükségesség* által kísért kritikai szemlélettel kezeljük.

A beavatkozás szükségessége a *tőkerés* problémájával hozható kapcsolatba,²² amely alapján a piac elégtelensége pont a kisebb tőkeigényű, induló szakaszban lévő, innovatív cégeket hozza hátrányos helyzetbe. Ez megjelenik egyrészt *az igényelt befektetés összegének nagyságában* (könnyebb hozzájutni nagyobb összeghez), *a vállalati életciklusok tulajdonságainak eltéréseiben* (az induló vállalkozások nehezebben kapnak tőkét), *az érintett technológia vonatkozásában* (a technológia-alapú, innováció-orientált cégek nehezebben jutnak a növekedési elképzeléseik megvalósításához szükséges tőkéhez a kevésbé fejlett technikát alkalmazókhoz képest²³) és *a földrajzi elhelyezkedés kérdésében* (egyes régiók hátrányban

¹⁸ A magánnyugdíj-pénztárak esetében például a magánnyugdíj-pénztárak befektetési és gazdálkodási tevékenységéről szóló 282/2001. (XII. 26.) Kormányrendelet 2. számú mellékletének 5. pontja szerint a befektetett pénztári eszközök maximum 5%-a fordítható ilyen célokra

¹⁹ KOVÁCS, 2013, p. 18.

²⁰ GLAZER - HIRSCHLEIFER - HIRSCHLEIFER, 2012, p. 74.

²¹ *Id.*

²² KOVÁCSNÉ, 2011, p. 35.

²³ BAJMÓCZY, 2010, p. 21.

vannak).²⁴ Ezek az alapvetően nemzetközi ismérvek a magyar gazdaságban is jelen vannak, azonban megjelennek nemzeti sajátosságok is, amelyek részben a tőkeellátás, részben a vállalkozói kultúra területére tartoznak. Az alábbiakban áttekintjük azokat a *hazai kis és középvállalkozásokat érintő problémákat*, amelyek orvoslása érdekében az állami beavatkozás véleményünk szerint szükséges.

1. A kkv szektor *alacsony tőkeellátottsága* következtében a pénzügyi források bevonásának képessége nagyon korlátozott. Tanulmányukban Fülöp²⁵ és Szerb²⁶ is a kkv-k korlátozott saját felhalmozási képességét, a tőkepiachoz való nem megfelelő kapcsolódást emelik ki, amelyek az érintett vállalkozások esetében a szükséges pénzügyi eszközök megszerzésének nehézségeihez vezetnek. A válságot követően a vállalkozások finanszírozási helyzete még kedvezőtlenebbé vált, a kereskedelmi banki források jelentős mértékben csökkentek, a bankhitelek állománya 2008-tól stagnál.²⁷ Szigorodtak továbbá a hitelnyújtás feltételei (magasabb kamatok, szigorúbb fedezeti elvárások), 2008-hoz képest pedig mind a rövid-, mind a hosszú lejáratú hitellel rendelkező kkv-k aránya csökkent, előbbi 15 százalékról 10,2 százalékra, utóbbi 22,9 százalékról 19 százalékra, a fenti körülmények következtében továbbá 2008-tól folyamatosan csökkent a kkv-k saját tőkéhez és a bruttó hozzáadott értékhez viszonyított beruházási rátája is.²⁸ A hazai kkv-k szempontjából *kiemelt jelentőségű kérdés* tehát az alternatív finanszírozási lehetőségek és ezen belül elsősorban a kockázati tőke elérésének könnyebbé tétele akár állami programok keretében, akár a kockázati tőkét befektető szervezetek szabályozási megoldások útján történő ösztönzésével.

2. Az *innovációs tevékenység*, a jelentős növekedési potenciállal rendelkező, de alultőkésített vállalkozások *finanszírozása a hagyományos banki hitelezési struktúrákban nem oldható meg megfelelően*. Ezen társaságok esetében ugyanis különösen helytálló, hogy nem adósságra, hanem szabadon felhasználható tőkére lenne szükségük, saját forrásaikat pedig nem a tőke- és kamattörlesztési kötelezettségek teljesítésére, hanem belső felhalmozásra és

²⁴ KARSAI, 2004, p. 3.

²⁵ FÜLÖP, 2004, p. 24.

²⁶ SZERB, 2000, p. 19-24.

²⁷ Nemzetgazdasági Minisztérium, 2013, p. 8-46.

²⁸ *Id.*

jövedelemtermelő képességük fokozására kellene fordítani.²⁹ A kockázati tőke ezt az anomáliát azáltal oldja fel, hogy a befektetőt a *tőkenyereség elérésében teszi érdekeltté*, a befektetési időszak alatt pedig nem terheli törlesztési kötelezettség a társaságot, a finanszírozó jellemzően osztalékigénnyel sem él, így a vállalat a megszerzett tőkét teljes egészében termékfejlesztésre és a piaci működésre fordíthatja.

3. További probléma a kkv-kat jellemző *alacsony kockázatvállalási képesség*. Az alacsony tőkeellátottság következtében kevésbé képesek a bevételek huzamosabb ingadozását, esetleg elmaradását áthidalni, a kezdeti veszteségeket megfinanszírozni, így nincs lehetőségük magasabb kockázatot sem vállalni.³⁰ Ezen probléma áthidalását teszi lehetővé a kockázati tőke, amely a banki értelemben vett fedezetlenség esetén lép színre és az alaptőke egy részét biztosítja a vállalkozás számára, vagyis a vállalat életében saját tőkeként működik.³¹ A kereskedelmi bankok hitelbírálati rendszerükben ugyanis csak azzal a többé-kevésbé előrelátható és felmérhető kockázattal dolgoznak, hogy a projekt sikertelensége esetén az adós esetleg fizetéseképtelenné válik, ekkor azonban még a kikötött biztosítékok és garanciák csökkentik a nemteljesítés esetén várható hitelezési veszteséget, például a biztosíték likvidációja segítségével.³² A kockázati tőkés azonban a magas árfolyamnyereség reményében pontosan arra vállalkozik, hogy a finanszírozott társaság esetleges felszámolása esetében *a veszteség egészét vagy részét saját maga viseli*.

4. Hazai sajátosságként említhetők különböző a *vállalkozói kultúrával összefüggő kérdések* is. Ilyen a vállalkozások gyakran hiányzó menedzsment gyakorlata, az üzleti etika viszonylagos fejletlensége,³³ valamint különböző belső vállalati kihívások (pl. vállalatirányítás, belső adminisztráció kérdései) tapasztalatlanságból vagy az ügyvezetés nem megfelelő strukturálásból fakadó szakszerűtlen kezelése.³⁴ A kockázati tőkés azonban pont ezt a hiányzó szakértelmet és a vállalati működés hatékonyságához nélkülözhetetlen kapcsolati tőkét bocsátja a társaság rendelkezésére, amely jelentősen elősegíti a célzott ütemben való

²⁹ KOVÁCS, 2013, p. 7.

³⁰ KOVÁCSNÉ, 2011, p. 9.

³¹ KOVÁCS, 2013, p. 8.

³² PÓRA-SZÉPLAKI, 2006, p. 4.

³³ APATINI, 1999, p. 41.

³⁴ KOVÁCSNÉ, 2011, p. 10.

vállalati fejlődés elérését, továbbá megismerteti a vállalkozókkal a finanszírozók elvárásait, gondolkodásmódját, hogy azokat figyelembe vehessék a finanszírozási döntéseik kapcsán.

Összefoglalóan azt mondhatjuk tehát, hogy a kkv szektor fentiekben ismertetett problémáinak fényében és a szektor statisztikai adatok által megvilágított jelentőségének tudatában *az állami szerepvállalás a magyarországi piacon különösen indokolt*. A kockázati tőkefinanszírozás térnyerése egyrészt az új tulajdonosok bevonásán keresztül és a tőkeellátottság növelésével az adósság jellegű forrásokhoz (pl. hitel) való könnyebb hozzáférést is biztosíthatná a vállalkozások számára, másrészt a kedvező jogszabályi környezet új, tőkeerős befektetők megjelenését is okozhatná. A kockázati tőke ágazati és területi fejlesztéspolitikában való alkalmazási lehetőségeinek vizsgálata során továbbá megállapításra került, hogy a fenti előnyökön túlmutatva a területfejlesztés egyenlőtlenség-mérséklési törekvéseinek az eszközöként is szolgálhat, valamint a kkv szféra vonatkozásában egyedi tulajdonságainak köszönhetően a hagyományos fejlesztéspolitikai eszközök pozitív hatásait fokozhatja.³⁵ A továbbiakban megvizsgáljuk: a kívánatos célok elérése tekintetében milyen eszközök állnak az állam rendelkezésére.

1.3. Az állami beavatkozás eszközrendszere

Az állami beavatkozás a kockázati tőkepiac működésébe *közvetlen és közvetett* módon történhet. A közvetett beavatkozási eszközök halmazába elsősorban a kockázati tőkealapokra és alapkezelőkre vonatkozó *szabályozási megoldásokat* és a vonatkozó *adóösztonzók kialakítását* soroljuk, míg a közvetlen eszközök alatt tárgyaljuk a tisztán *állami tulajdonú befektetési alap létrehozását*, illetve a különböző vissza nem térítendő *támogatásokat, díjakat és kedvezményeket*.

Nehéz rendszerbe helyezni az úgynevezett *hibrid finanszírozási technikát*, amikor is a kockázati tőkealapok finanszírozása az állam és a magánbefektetők által közösen történik meg. Jelen tanulmányban - Gilson³⁶ és az OECD³⁷ felosztását követve - a *közvetett* állami beavatkozás egyik eszközeként tekintünk rá. Ennek egyik oka, hogy az állam ebben az

³⁵ MÁRTON, 2002, p. 107.

³⁶ GILSON, 2003, p. 1067.

³⁷ OECD, 2004.

esetben a *magántőke hatékonyabb piacra lépését elősegítve, a források piaci alapú elosztását támogatva* lép fel, de fontos szempont az is, hogy a céltársaságok kiválasztása, illetve az alapok portfóliójának kezelése a pályáztatás útján kiválasztott alapkezelők feladata.

Közvetett állami eszközök	Közvetlen állami eszközök
- szabályozó szerep, törvényi háttér kialakítása - adóösztönzők (pl. a tőkealap-kezelők tevékenységének ÁFA-mentessége, speciális kedvezmények az induló vállalkozásoknak) - hibrid finanszírozási struktúra (pl. a JEREMIE program keretében)	- állami tulajdonú kockázati tőkealap (pl. a Széchenyi Kockázati Tőkealap) - vissza nem térítendő támogatás, díj és kedvezmény - hitel- és garancianyújtás

1.3.1. Közvetlen állami eszközök

Annak ellenére, hogy a szakirodalom elismeri az állami beavatkozás pozitív hatásainak lehetőségét, komoly kihívás elé állítja azzal kapcsolatban a téma szakértőit és a kormányzati döntéshozókat egyaránt, hogy mi a beavatkozás *legmegfelelőbb formája*. A különböző nemzetközi programok (pl. az Egyesült Államokbeli Small Business Innovation Research (SBIR) program,³⁸ és az Izraeli Yozma program³⁹) sikere gyakran ország-specifikus tényezőkhöz kötődik, és ezek nem is feltétlenül ültethetők át más országok gyakorlatába.⁴⁰

A közvetlen beavatkozás mellett érvelők a *gazdasági növekedésre* és a *munkahelyteremtésre* gyakorolt pozitív hatást emelik ki, véleményük szerint így lehet a leghatékonyabban elérni, hogy a kisvállalkozások tőkeszerzési nehézségei csökkenjenek.⁴¹ Véleményük szerint, ha a programokat megfelelően alakítják ki, lehetőség van arra, hogy az állam hasznos szerepet játsszon a tárgyalt piacon, mivel általa olyan vállalatok, térségek is tőkéhez juthatnak, és így olyan munkahelyek is létrejöhetnek, amelyek különben nem tudnának. Brander és szerzőtársai

³⁸ <http://sbir.nih.gov>

³⁹ <http://www.yozma.com/overview/>

⁴⁰ AVNIMELECH, 2009, p. 1.

⁴¹ AERNOUDT, 1999, pp. 54-55.

egy 2010-es felmérésükben 25 ország, több mint 20 000 vállalkozását érintő kockázati tőkebefektetéseit vizsgálva a következő megállapításra jutottak: az állami háttérrel megvalósult kockázati tőkebefektetések sikeresek lehetnek, de csak abban az esetben, ha 1) olyan időszakban valósul meg az állami tőke bevonása, amikor a piacon a kockázati tőke elérési szintje alacsony, 2) azoknál a vállalkozásoknál volt sikeres az állami részvétel, ahol a kismértékű állami tőke mellé nagyobb arányú piaci finanszírozás is csatlakozott.⁴²

A közvetlen állami részvétel fentiekben ismertetett pozitívumai ellenére számos ellenérv hozható fel annak megvilágítására, hogy az államnak miért nem szabad részt vennie a vállalkozások kiválasztási döntéshozatalában. Egyrészt itt említhetjük az úgynevezett *kiszorító hatás* problémáját, amely alapján a magánszektorbeli befektetők versenytársaként fellépő költségvetési forrásokból létrehozott befektetési szervezetek tevékenysége a magánszektorbeli kockázati tőke lassúbb fejlődéséhez, vagy háttérbe szorításához vezethet,⁴³ amely végül a kkv-k tőkeellátottságának növelését kijelelő elsődleges céllal szemben pont a tőkekínálat visszaszorulását okozza.

Florida és Smith kutatásukban arra a következtetésre jutnak, hogy az általuk vizsgált állami kockázati tőkeprogramok eredményei gyakran elmaradtak a magánbefektetői részvétellel megvalósult programok eredményeitől, mivel vagy *elvesztették a befektetett tőkét, vagy rosszabb megtérülést értek el*. Ez főként annak köszönhető, hogy a politikai összefonódások és visszaélések miatt a kedvezmények sokszor nem a kívánt, nagy potenciálú vállalati körhöz kerültek, hanem a politikailag érzékeny cégekhez.⁴⁴ További ellenérv az *állami tisztségviselők alkalmasságának* kérdése a befektetések kiválasztására, hiszen nem rendelkeznek akkora tapasztalattal és ágazati ismeretekkel, mint az iparág szereplői.⁴⁵ Hatékonyabb megoldás tehát az, ha az állam a professzionális magánszektorbeli befektetőket vonzza a cégek piacára, s így éri el, hogy a befektetők az állam által támogatni kívánt vállalati kört finanszírozzák.⁴⁶ Ahogy a téma hazai szakértője, Karsai Judit is megfogalmazza a közvetlen állami részvétel gyakran „kockázati tőke-köntösbe bújtatott” állami támogatásnak tekinthető, mivel célja gyakran nem

⁴² BRANDER - QUIANQUAN - HELLMAN, 2010, p. 32.

⁴³ GILSON, 2003, p. 1071.

⁴⁴ FLORIDA - SMITH, 1993, pp. 61-68.

⁴⁵ KARSAI, 2012, p. 108.

⁴⁶ MAULA - MURRAY, 2003, p. 115.

az innováció piaci eszközökkel történő előmozdítása, hanem az egyedi cégek versenyen kívüli támogatása.⁴⁷

1.3.2. Közvetett állami eszközök

A kockázati tőkepiacot érintő közvetett állami beavatkozás egyik leghangsúlyosabb pontja az állam *szabályozó szerepe*, illetve ennek keretében *a vonatkozó jogszabályi háttér megalkotása*. A fogalmi ellentmondások elkerülése végett tisztázzuk, hogy természetesen az állam bármilyen formában megvalósuló részvételéhez szinte minden esetben szükséges valamilyen jogszabály - így például az egyes adókedvezmények, vagy a különböző állami programok is valamilyen jogi aktus által válnak a jogrendszer részévé. Mindazonáltal, véleményünk szerint lehetséges és szükséges az intézményes piacra vonatkozó törvényi szabályozás külön csoportosítása és értékelése, amely szabályozás lényegét a befektetésekkel foglalkozó *kockázati tőkealapokra és alapkezelőkre* vonatkozó jogok és kötelezettségek meghatározása képezi.

A közvetett beavatkozás másik kiemelt területe az *adózási kérdések* szabályozása. Caselli felosztása alapján⁴⁸ a négy legfontosabb terület a tőkejövedelmek adója, a munkajövedelem adója, a kezdő vállalkozások fiskális ösztönzése és a kutatás-fejlesztési tevékenység fiskális támogatása. Tekintettel arra, hogy a kockázati tőkebefektetések jelentős hányada határon átnyúló tevékenységként valósul meg, a *kettős adóztatás* elkerülésének kérdése folyamatosan napirenden van, mind az országok közötti kapcsolatokban, mind az Európai Unió jogalkotásában.⁴⁹

További közvetett beavatkozási eszköz az úgynevezett *hibrid finanszírozási struktúra*, amikor az állam a magánszektorral együtt valósít meg befektetéseket. Ez utóbbi formának két előfordulási esetköre ismert: egyrészt a *közösen létrehozott és működtetett* kockázati tőkealapok (*közös alap*), másrészt, amikor *az állam piaci szereplőkkel közösen valósít meg befektetéseket (co-investment)*.⁵⁰ A hibrid finanszírozás ma már világszerte az egyik legdominánsabb közvetett beavatkozási eszköz, az állam ebben az esetben bár gyakorlatilag

⁴⁷ KARSAI, 2012, p. 117.

⁴⁸ CASELLI, 2010, p. 84.

⁴⁹ GLAVANITS, 2012(b), p. 105.

⁵⁰ GLAVANITS, 2012(a), p. 100.

befektetőként lép fel, delegálja a végrehajtói felelősséget és speciális célok vezérlik, amelyek a munkahely-teremtést, az innováció előmozdítását vagy bizonyos térségek fejlesztését foglalják magukban.⁵¹ A közvetett állami befektetés elterjedt példája az ún. esernyőalap konstrukció is, amikor az állami források nem közvetlenül egy kiválasztott alaphoz kerülnek, hanem állami *holdingalapokba* - „több kockázati tőkealapba (...) történő befektetés céljából felállított alapokba”⁵² - amelyek tőkéjére több alap is pályázhat, az állami kezelő pedig csak olyan alapokat finanszíroz, amelyek befektetési portfóliójukban vállalják az állam számára fontos (pl. fiatal, nagy növekedési potenciállal rendelkező) cégek finanszírozását.⁵³

A szakértők fentiekben ismertetett megállapításai és kutatási eredményei alapján megállapíthatjuk, hogy a közvetett állami beavatkozási eszközök alkalmazása *kedvezőbb piaci hatásokat hoz magával, mint a közvetlen eszközök*. Ugyan a közvetett eszközök útján a „háttérből” segíteni a piac megfelelő működését és kialakítani a szükséges strukturális reformokat nehezebb feladat, mint közvetlen támogatást nyújtani, az állam ilyen irányú beavatkozása nem torzítja, hanem elősegíti a piac hatékonyabb működését. Ennek megfelelően, valamint arra figyelemmel, hogy főként a közvetett eszközök keretében merülnek fel olyan szabályozási megoldások, amelyek mélyebb jogi elemzés tárgyát képezhetik, *további vizsgálódásunk a közvetett állami eszközök területére korlátozódik*. Ennek során áttekintjük a hazai szabályozást és értékeljük, hogy ezen szabályozás mennyiben segíti elő a kockázati tőkepiac fejlődését, illetve hogy milyen változtatások lennének szükségesek a vizsgált területeken.

2. A KOCKÁZATI TŐKEALAPOK TÖRVÉNYI SZABÁLYOZÁSÁNAK KÉRDÉSEI

Ahogy láthattuk, a közvetett állami beavatkozás egyik fontos eszköze a pénzügyi piac szervezetrendszerén belül a kockázati tőkealapokat és alapkezelőket érintő jogi szabályozás kialakítása. A hazai szervezeti normák vizsgálatára már csak azért is érdemes külön hangsúlyt fektetni, mert a *2014. évi XVI. törvény a kollektív befektetési formákról és kezelőikről, valamint egyes pénzügyi tárgyú törvények módosításáról* (továbbiakban: Kbtv.) ebben a

⁵¹ KARSAI, 2013, p. 16.

⁵² 1083/2006/EK Tanácsi Rendelet, 44. cikk.

⁵³ MURRAY, 2007. pp. 133-151.

körben egy új, az Európai Unió szabályozással összhangban lévő fogalom- és intézményrendszert vezetett be. A kockázati tőkealap-kezelők kikerültek a tőkepiaci törvény⁵⁴ hatálya alól, a Kbtv. pedig *egységes jogi kategóriába* vonta a befektetési alapkezelőket, a kockázati tőkealap-kezelőket és a magántőkealap-kezelőket. Az érintett alapkezelők így az ún. *alternatív befektetési alapkezelők (ABAK)* kategória al csoportjaivá váltak.

A megújuló szabályozás hátterében az Európai Unió azon törekvése áll, amely a gazdasági válság hatásainak enyhítését és egy újabb válság megelőzését tűzte ki célul. Ennek keretében az EU jelentősen átalakította a pénzügyi intézményrendszer szabályozását, többek között a pénzügyi/befektetési döntéshozó szervek szabályozottabb működésének kialakításán és a pénzügyi felügyeleti rendszer átalakításán⁵⁵ keresztül. Ennek részeként - a felügyeleti rendszer átalakításával párhuzamosan - készítette elő a Bizottság az alternatív befektetési alapkezelőkről szóló *2011/61/EU irányelvet* (AIFMD-irányelv).

A magyar jogalkotás feladata nem volt egyszerű, hiszen amellett, hogy a hazánkban még szervezettség, kommunikáció és tudás szintjén is alakulófélben lévő kockázati tőkepiac a nemzetközi versenytársakéhoz képest is előremutató, de legalábbis konkurálni képes jogszabályi hátteret igényel, az új törvénynek a harmonizációs kötelezettség okán számos szigorú szabályozási iránynak kellett megfelelnie. Az alapkezelőket érintő megkötéseket pedig csak pár esetben oldják fel az irányelv kedvezményeket vagy választási lehetőségeket biztosító rendelkezései.

A bizottság által előterjesztett szöveg véleményezése során kifejtett kritikák közül érdemes kiemelni az *Európai Központi Bank* által megfogalmazott aggályokat, amely szerint az irányelv a fedezeti alapokra, áru-befektetési alapokra, nyíltvégű ingatlanalapokra, magántőke-alapokra és a kockázati tőkealapokra is vonatkozik, amely alapok a befektetések olyan heterogén csoportját alkotják, amelyek különböző országokban, különböző formákban és

⁵⁴ A tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvény (továbbiakban: Tpt.).

⁵⁵ Ennek keretében alakult meg a makroszintű felügyeletet biztosító és a pénzügyi rendszer egészének stabilitását vizsgáló Európai Rendszerszintű Kockázati Testület (*European Systemic Risk Council*) és a mikroszintű kockázatokot szűrő, a tagállami felügyelet hálózatából álló Európai Pénzügyi Felügyeleti Rendszer (*European System of Financial Supervisor*) *Hatályos jogszabály*: A pénzügyi rendszer európai uniós makroprudenciális felügyeletéről és az Európai Rendszerkockázati Testület létrehozásáról szóló, 2010. november 24-i 1092/2010/EU európai parlamenti és tanácsi rendelet, 1. cikk (1)-(2)

szabályok szerint szerveződnek, ugyanakkor az irányelv a működési különbségeiket nem veszi kellő mértékben figyelembe.⁵⁶

A továbbiakban megvizsgáljuk a 2014-ben hatályba lépett szabályozás leglényegesebb elemeit annak fényében, hogy azok mennyire segítik elő a hazai alapkezelők és alapok működésének rugalmasabbá és hatékonyabbá tételét, ennek során a szükséges mértékben esetenként visszautalunk rá, hogy a korábbi (Tpt.) szabályozáshoz képest az új szabályok mennyiben jelentenek előrelépést, illetve az AIFMD-irányelv keretein belül biztosított lehetőségeket mennyire veszik figyelembe.

2.1. A kockázati tőkealapok jogi formája

A legfejlettebb kockázati tőkepiacokon (például Egyesült Államok, Egyesült Királyság, Svédország) a forrásokat kockázati tőkeként befektető szervezetek alapvetően kétféle jogi formában: *gazdasági társaságként* vagy *alapként* működnek. A magyar jog a kockázati tőkebefektetők jogi formáját először az 1998. április 1-ével hatályba lépő a *kockázati tőkebefektetésekről, a kockázati tőketársaságokról, valamint a kockázati tőkealapokról szóló 1998. évi XXXIV. törvényben* szabályozta, amely még rendelkezett a kockázati tőketársasági formáról.⁵⁷ 2005-től azonban hazánkban a társasági forma megszűnt, a kockázati tőkealapokra vonatkozó szabályozás a Tpt.-be került át, amely már nem ismerte a kockázati tőketársaság fogalmát, szabályozási rendszerét a kockázati tőkealapokra, illetve kockázati tőkealap kezelőire szűkítette.

A két forma közötti alapvető különbség, hogy a tőketársaság *saját tőkéjét fekteti be*, a tőkealap azonban egy *elkülönült, jogi személyiséggel felruházott vagyontömeg*, amely vagyontömeg kezelését egy másik, jogilag és pénzügyileg is elkülönülő gazdasági társaság, az alapkezelő végzi. A fő különbség tehát az, hogy míg a kockázati tőketársaság saját döntéshozó és végrehajtó szerveit illeti a befektetési döntések meghozatalának, kivitelezésének és ellenőrzésének joga, a kockázati tőkealapnak *nincsenek ilyen döntéshozó és*

⁵⁶ Az európai Központi Bank véleménye (2009. október 16.) az alternatív befektetési alap kezelőkről, valamint a 2004/39/EK irányelv módosításáról szóló európai parlamenti és tanácsi irányelv iránti javaslatról (CON/2009/81) 5. pont

⁵⁷ A törvény 2. § (f) pontja szerint a kockázati tőketársaság a törvényben meghatározott kockázati tőkebefektetési tevékenységet folytató, a törvényben meghatározott feltételeknek megfelelően alapított, illetve működő részvénytársaság, vagy külföldi vállalkozás fióktelepe

végrehajtó szervei, egy különálló szervezet, a *kockázati tőkealap kezelője* látja el e feladatokat.⁵⁸ A Kbtv. nem definiálja külön a kockázati tőkealap-kezelési tevékenységet, csupán a befektetési alapkezelési tevékenységet⁵⁹ határozza meg, az alap és alapkezelő közötti jogviszony megvilágítása érdekében érdemes alapul venni az 1998-as törvény vonatkozó meghatározását⁶⁰ „megszabadítva” azt a hatálytalan jogi fogalmaktól. Eszerint a *kockázati tőkealap-kezelés*: a kockázati tőkealap létrehozatala, valamint az alap vagyonának a befektetési jegy tulajdonosainak általános felhatalmazása alapján történő kezelése, befektetése; a kockázati tőkealapot megillető jogoknak az alap nevében történő gyakorlása, illetve az alapkezelőt terhelő kötelezettségek teljesítése.

Osman tanulmányában rávilágít a két struktúra közötti eltérés egyik legfontosabb elemére: mivel a tőketársaság befektetésre rendelt tőkéje túlnyomó részt annak alaptőkéjében van, technikai nehézséget okozhat, hogy az ágazatban a sikeres befektetések túlnyomó része is *csak több év elteltével jut el odáig*, hogy a finanszírozott vállalkozás sikerével a társaság tulajdonrésze *jelentősen felértékelődjön* és olyan kereslet jelentkezzon iránta, amely által a társaság ki tudja vonni a befektetést és annak értéknövekményét.⁶¹ Ennek következtében a kudarcok hamarabb kialakulnak, a társaság könyveiben pedig veszteségként jelentkeznak, így ha a tőkeszerkezet folytán a társaság az alaptőkéjét „fogyasztja”, az olyan kedvezőtlen társasági jogi következményekkel járhat mint az alaptőke kötelező leszállítása, annak - esetenként kifejezetten káros - hatásaival együtt.⁶²

A kockázati tőkealap forma fontos előnye emellett, hogy a vagyon és a vagyonkezelés elválásának következtében az alapkezelők jellemzően egyszerre *több különálló alap* kezelését is elláthatják, amely alapok *határozott futamidőre* jönnek létre (jellemzően 7-10 év), igazodva a megfelelő befektetés kiválasztásától a tulajdonrészek eladásáig várhatóan szükséges időszakhoz. Ezáltal megnyílik a lehetőség rá, hogy az alapkezelők egyidejűleg eltérő befektetési politikával (pl. életszakasz vagy célzott szektor tekintetében) rendelkező alapok

⁵⁸ KARSAI, 2000, p. 15.

⁵⁹ Kbtv. 4. § (1) 18. pont: a kollektív befektetési forma számára végzett befektetéskezelési tevékenység, valamint a kollektív befektetési forma létrehozatalához, működtetéséhez kapcsolódó feladatok ellátása

⁶⁰ 1998. évi XXXIV. törvény 2. § d) pont

⁶¹ OSMAN, 1996, p. 14.

⁶² Ibid. p. 15.

tőkekihelyezéseit is menedzselhessék. Ez a struktúra azonban magában hordozza az összeférhetlenségi helyzetek kialakulását, a transzparencia romlását, például az *alapok vagyona közötti átjárhatóság, a keresztfinanszírozás* esetében. Ez a helyzet veszélyeztetné az alapok hatékonyságát és ezáltal a befektetők hozamelvárásainak való megfelelést, a magyar piac tekintetében pedig - ahol az alapok döntő többsége állami források kihelyezésével állami célkitűzéseket is megvalósít - adott esetben szembehelyezkedne a keretprogram céljával is. Ennek megfelelően a jogalkotó kötelezi az alapkezelőt, hogy olyan szervezeti megoldásokat alakítson ki, amely saját működési környezetén belül különválasztja az egymással összeférhetetlennek tekinthető feladatokat és felelősségeket, vagy azokat a feladatokat és felelősségeket, amelyek *potenciálisan rendszerszintű összeférhetlenségeket okozhatnak*. Ezáltal kizárja vagy a lehető legkisebbre csökkenti a befektetők vagy a portfólió társaságok érdeksérelmének lehetőségét.⁶³

A *tőkealap mint jogi forma* emellett lehetővé teszi a megtakarítások kezelésének ellenőrzési lehetőségét, azáltal, hogy jogalkotó az alapkezelő tevékenységét az alap befektetői és az alapkezelő között fennálló jogviszonyt rendező *kezelési szabályzatban* meghatározott befektetési elvek és információszolgáltatási kötelezettségek közé szorítja (a kezelési szabályzat funkcióját bővebben a működés vizsgálatának körében érintjük). A befektetők részéről az alappal szemben jelentős igényként merül fel továbbá, hogy az alapot a tevékenységéből származó jövedelem után ne terhelje adófizetési kötelezettség, hanem az csak a megtakarítók szintjén keletkezzen.⁶⁴ A befektetőknek ugyanis fontos érdeke, hogy a tőkealapokon keresztüli befektetésből adózási szempontból ne származzon hátrányuk, hiszen ellenkező esetben inkább fektetnének be közvetlenül a vállalkozásokba.

A pénzügyi közvetítők közös sajátosságai, vagyis a megtakarítások *nagyságának, időtartamának, kockázatának és likviditásának* átalakítása, az ügyleti költségek csökkentése és az ellenőrzési és információszolgáltatási szerep⁶⁵ a kockázati tőkealapokat is jellemzik. A kockázatok átalakítása ebben az esetben azért is különösen hangsúlyos, mivel a kockázati tőkealapok ezen funkció által kedvezőbbé tudják tenni a befektetők számára a tőkealapokon

⁶³ Kbtv. 34. § (1)-(2)

⁶⁴ KARSAI, 2000, pp. 15-16.

⁶⁵ SIMON, 2007, pp. 290-291.

keresztüli finanszírozást, a saját maguk által eszközölt egyedi befektetésekhez képest. A kockázati tőkealapok ennek megfelelően mérséklék az egyes befektetők kockázatát, mivel azok tőkéjét egyidejűleg több vállalkozás között osztják meg, eleve több befektetési lehetőségről szereznek tudomást, biztosítani tudják a befektetési döntések jobb szakmai megalapozását, valamint a portfólió társaságok működésének ellenőrzését.⁶⁶

2.2. A kockázati tőkealap létrehozása és működtetése

Az alap létrehozásának folyamatában a legelső lépés, hogy az alap vagyont menedzselő alapkezelő kidolgozza az *üzleti tervet* és a *kezelési szabályzatot*. Ezek tartalmazzák a *befektetési stratégiát*, azaz a lehetséges célvállalatok körét, a *szükséges tőke mennyiségét*, a *preferált befektetési méretet*, *szektort és életszakaszt*, valamint a *földrajzi elhelyezkedését* is, továbbá rendezi a *forrást nyújtók és az alapkezelő jogait és kötelezettségeit*, valamint olyan, a *vállalatirányítással kapcsolatos elvárásokat*, mint hogy kisebbségi vagy többségi részesedést kíván-e szerezni a célvállalatban.⁶⁷ Ezt követően történik a *forrásgyűjtési szakasz*, amely során intézményi befektetők és magánszemélyek vesznek részt az alap létrehozásában, a rendelkezésre bocsátott tőkéjükért cserébe pedig az alap által kibocsátott befektetési jegyek tulajdonosaivá válnak.

A magyar gyakorlatban, ahol szinte kizárólag állami források felhasználására épülő üzleti modellek léteznek a forrásszerkezet kialakítása során az alapkezelők feladata, hogy az Magyar Vállalkozásfinanszírozási Zrt. által közvetített állami források mellé bizonyos mértékben magánforrásokat vonjanak be. Konkrét példával szemlélítve: a Portfolion Zrt. által kezelt OTP Kockázati Tőke Alap I. esetében a magánforrást biztosító OTP Bank 44%-os tulajdonrészrel, az Új Magyarország Kockázati Tőke (JEREMIE) Programon keresztül az állami forrást nyújtó MV Zrt. 56%-kal rendelkezik és ebben az arányban bocsátották rendelkezésre az alap jegyzett tőkéjét. Kezelési szabályzatuk alapján preferált ágazatként az informatikát, a biotechnológiát, a környezetvédelmet, a megújuló energiaforrásokat, valamint az élelmiszeripart jelölték meg.⁶⁸

⁶⁶ KARSAI, 1997, p. 21.

⁶⁷ PINTÉR, 2008, p. 36.

⁶⁸ http://kockazatitoke.blog.hu/2011/03/09/alapok_vs_alapkezelok

A kockázati tőkealap-kezelő ezt követően a tőkealapban egyesíti a különböző befektetők pénzeszközeit, az így felhalmozott és pontosan körülhatárolható vagyont pedig egységként kezeli, és - ugyan az alap futamidejéhez igazodva de - gyakorolja a vagyontömeg feletti tulajdonosi jogokat, a befektetőnek pedig a *kezelési szabályzatban* meghatározott jogai és kötelezettségei által körülhatárolt igénye marad fenn az őt megillető összegre. A vagyonkezelés ellenőrzésének biztosítása érdekében a jogalkotó meghatározza, hogy az alapkezelő által elkészítendő kezelési szabályzatnak milyen szabályozási pontokra kell kötelezően kitérnie.⁶⁹ A kezelési szabályzat a zártkörűen alapított vagyontömeg és az alapkezelő közötti jogviszonyt szabályozó dokumentum formailag *egyoldalú jognyilatkozat*, tartalmát tekintve azonban *kétoldalú szerződés*, amely a szerződő felek jogait és kötelezettségeit tartalmazza.⁷⁰

A hatályos magyar szabályozás szerint a kezelési szabályzatnak tartalmaznia kell minden olyan információt, amely lehetővé teszi a *befektetési alap működésének, befektetési elveinek és kezelésének* megítélését, a befektető pedig a befektetési jegyek jegyzésekor nyilatkozik arról, hogy ismeri a kezelési szabályzatban foglalt feltételeket, különös tekintettel a befektetési jegyhez fűződő kockázatokra, valamint arról, hogy a befektetés a kockázatviselő képességének megfelel.⁷¹ Az alapkezelők ellenőrzésének érdekében a kezelési szabályzat elemei között kell szerepeltetni a befektetési elvek megváltoztatásának feltételeit és lehetőségeit, valamint a befektetési jegytulajdonosok tájékoztatásának szabályait is.⁷²

A vállalkozások finanszírozása tőkeemelés formában valósul meg, amely során az a tőkealap tulajdonrészt szerez. A tőkealap közvetítő szerepéből adódóan a finanszírozott vállalkozások tulajdonosi körébe csak átmeneti időre lép be, azért hogy lefölözhesse a befektetési és eladáskori árfolyam közötti nyereséget.⁷³ A tőke lehívása során a hazai alapkezelők is az úgynevezett „draw-down” technikát alkalmazzák, tehát az alap tőkét csak akkor hívják le,

⁶⁹ Kbtv. 2. melléklet, III. fejezet

⁷⁰ LUKÁCS - SÁNDOR - SZÜCS, 2003, p. 381.

⁷¹ Kbtv. 72.§ (1), 72. § (2).

⁷² Kbtv. 2. melléklet, III. fejezet.

⁷³ KARSAI, 2012, pp. 12-13.

amikor az alap már valamilyen - a befektetési bizottság által jóváhagyott - konkrét befektetést eszközöl.⁷⁴

A vagyon kifizetésére vonatkozó rendelkezések értelmében a befektetők a hozammal növelt, de a nyereségrészesedéssel csökkentet összeghez a befektetési alappal szemben lefolytatott *megszűnési eljárást* követően juthatnak hozzá a befektetési jegyeik értékének arányában.⁷⁵ A megszűnési eljárás az alapkezelő, vagy meghatározott esetekben a felügyelet (Magyar Nemzeti Bank) határozata alapján indul meg.⁷⁶ Érdeemes megemlíteni, hogy a kockázati tőkebefektetők jellemzően a magánszektor más befektetőinek elvárásait meghaladó magas hozamelhárítással dolgoznak, ez hazánkban általában 15 és 30% között⁷⁷ mozog. Az alapkezelők javadalmazásának módjáról a Kbtv. nem rendelkezik, a jelenleg hibrid struktúrában működő tőkealapok esetében (amelyek a hazai tőkealapok döntő többségét jelentik) a vonatkozó szabályokat az MV Zrt. által meghatározott, a tőkealapok létrehozására vonatkozó pályázati feltételek⁷⁸ tartalmazzák. Eszerint az alapkezelők javadalmazása az alap mérete után fizetett, a mindenkorijegyzett tőke maximum 3%-át kitevő *fix díjból* és a magánbefektetőkkel kötött megállapodásnak megfelelő - ennek megfelelően az egyes alapok esetében eltérő mértékű - az alapok megszűnésekor esedékes *sikerdíjből* áll.

2.3. A Kbtv. fogalmi rendszere

A Kbtv. 4.§ (1) 59. alapján a kockázati tőkealap

olyan zártvégű alternatív befektetési alap (ABA), melyet vállalkozás-fejlesztés finanszírozásának céljából hoztak létre és befektetési politikája szerint az összesített tőkehozzájárulása és a le nem hívott tőkéje legalább 70%-át a vállalati fejlődés kezdeti szakaszában lévő kisvállalkozásokba fekteti, amelynek kollektív befektetési értékpapírjait

⁷⁴ PINTÉR, 2008, p. 39.

⁷⁵ Kbtv. 79.§ (1).

⁷⁶ Kbtv. 75. § (1).

⁷⁷ http://hvg.hu/kkv/20120827_A_befekteto_menedzsert_vesz_nem_otletet.

⁷⁸ <http://mvzrt.hu/termek/kockazati-toke/uj-magyarorszag-kockazati-toke-program-es-uj-szechenyi-kockazati-toke-program>

zártkörűen, kizárólag szakmai befektetők részére hozzák forgalomba, és amely nem tőkeáttétellel finanszírozott.

Az alapok kollektív befektetési értékpapírjaikat *zártkörűen, kizárólag szakmai befektetők részére* értékesíthetik. A Kbtv. 4. § (1) 89. pontja alapján a szakmai befektető olyan befektető, aki a) a Bszt. szerint szakmai ügyfélnek minősül⁷⁹ vagy kérés esetén szakmai ügyfélként kezelhető, vagy b) legalább százezer euró vagy annak megfelelő értékű kollektív befektetési értékpapírba történő befektetésre vállal kötelezettséget. A végleges jogszabálysöveg már nem tartalmazza a korábbi törvényjavaslatban szereplő c) pontot, amely értelmében szakmai befektetőnek lett volna tekinthető a befektetési alapkezelőnél kinevezett vagy megválasztott vezető állású személy, valamint a befektetési alapkezelő munkavállalója, amennyiben az adott befektetési alapkezelő által kezelt befektetési alap jegyeit szerzi meg.⁸⁰ A megoldás nemzetközi szinten sem lett volna egyedülálló, ez működik például Németországban is a „semiprofessioneller Anleger” kategória esetében.⁸¹ Ez a kitétel elsősorban az alapkezelők munkavállalóinak motiválása céljából lett volna szükséges, amely munkavállalók jelentős, vállalatfinanszírozási, tőkepiaci ismeretekkel, adott esetben vezetői tapasztalattal rendelkező szakemberek,⁸² és amely személyi kört a c) pont beemelésével még inkább érdekelté lehetett volna tenni az alapkezelői működés legmagasabb szintű hatékonyságának elérésében.⁸³

Az alapkezelők érdekeltségi rendszerének komponensei azt a célt szolgálják, hogy az alapok és a nevükben eljáró alapkezelők "szövetségesek" legyenek, azaz érdekeik találkozzanak, Karsai szerint ennek érdekében alapvetően három megoldás alkalmazott: 1. az alapkezelő által az alapba fektetett szimbolikus, de nem jelentéktelen összeg (kb. a teljes vagyon 1%-a), 2. a kezelési díj 3. a sikerdíj megállapítása. Utóbbi kettő – ahogy azt a fentiekben már említettük – a magyar gyakorlatban is megvalósul, az alapba való befektetést azonban a

⁷⁹ 2007. évi CXXXVIII. törvény a befektetési vállalkozásokról és az árutőzsdei szolgáltatókról, valamint az általuk végezhető tevékenységekről, 48. § (1) a)-q) alapján ilyen pl.: a befektetési vállalkozás, az árutőzsdei szolgáltató, a hitelintézet, a pénzügyi vállalkozás, a biztosító, a befektetési alap és a befektetési alapkezelő.

⁸⁰ T/13478. számú törvényjavaslat a kollektív befektetési formákról és kezelőikről, valamint egyes pénzügyi tárgyú törvények módosításáról.

⁸¹ Kapitalanlagegesetzbuch § 307. (hatálybalépés: 2013. július 22.)

⁸² A befektetési alapkezelők vezető állású személyeire vonatkozó rendelkezéseket a Kbtv. 19. §-a tartalmazza

⁸³ MKME, Iparági javaslatcsomag, 2014, p. 7.

Kbftv. nem teszi lehetővé az ABAK-ok és így a kockázati tőkealap kezelői által végezhető tevékenységek körének meghatározása során.⁸⁴ Véleményünk szerint ebből kifolyólag érdemes lett volna az érdekeltségi rendszer hatékonyabb kiépítésének érdekében a vezető állású személyek és a munkavállalók számára is, az elért teljesítményhez mérten lehetővé tenni az alap befektetési jegyeinek megszerzését.

További megkötés, hogy *a kockázati tőkealap nem lehet tőkeáttétellel finanszírozott*. A Kbftv. értelmező rendelkezése szerint a tőkeáttétel: minden olyan módszer, amellyel az ABAK növeli a kezelésében lévő ABA kitettséget (készpénz vagy értékpapír kölcsönvétele, származtatott pozíciókba ágyazott vagy más áttétel útján).⁸⁵ A tőkeáttétel tehát *az idegen tőke és a saját tőke arányát mutatja meg*, magas tőkeáttétel esetén ez azt jelenti, hogy az adott vállalatnak (jelen esetben alapnak) jelentős összeget kell fordítania a hitelek törlesztésére és bár a befektető saját eszközeinek értékénél nagyobb értékű pozíció felvételét tudja biztosítani - tehát a saját tőkéjét többszörösen meghaladó összegű pénzt tud befektetni - a veszteség is megsokszorozódhat.⁸⁶ A tőkeáttétel korlátjának relevanciája elsősorban a rendkívül kockázatos befektetési célban rejlik, könnyen belátható, hogy a kockázati tőkebefektetés „biológiájából” adódó nagy mértékű kockázatvállalás és bizonytalanság miatt ésszerűtlen lenne hitelből finanszírozni a befektetést. Különösen igaz ez úgy, hogy a jogalkotó a kockázati tőkealapokat és magántőkealapokat - figyelemmel ezen alapok sajátosságaira - nem kötelezi az alternatív befektetési alapkezelőkre általánosságban vonatkozó elkülönített kockázatkezelési rendszerek működtetésére.⁸⁷

A definíció az ABA-t *zártvégű* alapként határozza meg, amely annyit jelent, hogy az alapokat fix futamidőre hozhatják létre, a törvény alapján ez legalább hat teljes naptári éves futamidőt jelent, amely legfeljebb az eredeti futamidőt nem meghaladó időtartammal meghosszabbítható.⁸⁸ Ennek a szabálynak a kockázati tőkealapok esetében a gyakorlatban is

⁸⁴ Kbftv. 7. § (2)

⁸⁵ Kbftv. 4. § (1) 94.

⁸⁶ PUCSEK, 2013, 4.1.2. pont.

⁸⁷ Kbftv. 2. § (2), Az elsőre ellentmondásos szabályt az indokolja, hogy a kockázati tőkealapok jellemzően zárt társasági formában (zrt., kft.) működő társaságokba fektetnek, amelyeknél nincsenek nyilvános tőzsdei árfolyamok és nehezen megállapítható a cégérték, így a szektorban a kockázatkezelési technikák gyakorlatilag alkalmazhatatlanok, tehát nem csak a befektetés „formája” hordoz kockázatot, hanem a működés előrejelzésének lehetetlensége is.

⁸⁸ Kbftv. 67.§ (7)-(8).

komoly szerepe lehet. Ahogy korábban láthattuk, a kockázati tőkebefektetések eredményének realizálása a magas hozamelvárások miatt több év, jellemzően 4-5 év után esedékes, amikor a finanszírozott vállalat olyan értéknövekedésen ment keresztül, amely következtében kereslet mutatkozik a tulajdonrészek kivásárlása iránt. Ha a törvénynek megfelelően az alapot például 7 éves futamidőre hozzák létre, az első évben eszközölt befektetések során megszerzett tulajdonrészek eladásáig pedig eltelik 4-5 év, a hátra lévő időben *rendkívül kockázatos újabb befektetést eszközölni és nehéz az elvárt hozamot teljesíteni*. A befektetők érdekeit ugyanakkor nyilvánvalóan az sem szolgálja, ha az alap a hátralévő időben nem hajt végre újabb befektetéseket, ezért a futamidő meghosszabbításának lehetősége kiemelten fontos az alapok számára.

A meghatározás ezen felül utal a forgalmazás módjára is, amely értelmében az alapok a kibocsátott befektetési jegyeiket határozott futamidejük alatt nem forgalmazzák folyamatosan, azaz csak a jegyzés keretében válhat a befektető a befektetési jegy tulajdonosává, a jegyzést követően pedig a befektetők a befektetési jegyeiket nem válthatják vissza, és az alap új befektetési jegyeket sem hoz forgalomba. A befektetési jegyeket ezt követően csak a másodlagos értékpapírpiac⁸⁹ lehet eladni és megvásárolni. Ez a megoldás a tőkeáramlás korlátozásán keresztül stabilitást biztosít az alapkezelő számára, tekintettel arra, hogy a kockázati tőkebefektetés jellemzően hosszabb távú és kevésbé gyorsan likvidálható, mint a szokásos (tőzsdei) értékpapír-befektetések, így aránytalan nehézséget okozna a tőkealap számára, ha folyamatosan likvid eszközöket kellene tartania azért, hogy a befektetők bármikor visszaválthassák a befektetési jegyeket.⁹⁰

A Kbtv. kockázati tőkealap definíciójában *az összesített tőke-hozzájárulás és le nem hívott tőke megegyezik az alap jegyzett tőkéjével* (ami gyakorlatilag az alap számláján lévő és a befektető által befizetni vállalt, lehívható tőke összege) amelynek 70%-át az alap *a vállalati fejlődés kezdeti szakaszában álló kisvállalkozásokba köteles fektetni*. A törvény azonban nem hivatkozik más jogszabályra, illetve ennek hiányában nem ad értelmezést arra nézve, mit is ért pontosan kisvállalkozás alatt. Mivel a Kbtv. nem ad eltérő fogalmat, logikusan KKV-törvény 3. §-ban foglaltakat tekinthetjük irányadónak, amely értelmében kisvállalkozás, amelynek a)

⁸⁹ A már korábban kibocsátott értékpapírok befektetők közötti adás-vétele, ahol csak a befektető személye változik.

⁹⁰ ZSOLDOS, 1998, p. 16.

összes foglalkoztatotti létszáma 50 főnél kevesebb és b) éves nettó árbevétele vagy mérlegfőösszege legfeljebb 10 millió eurónak megfelelő forintösszeg.

A KKV-törvény meghatározásai szinte teljesen megegyeznek az uniós tagállamok által alkalmazott fogalmak tartalmával. A német szabályozás szerint például a kisvállalkozás olyan vállalkozás, ami az 50 főt és az évi 10 millió eurós forgalmat vagy éves mérleget nem lépi túl,⁹¹ de az átszámításokat követően hasonló tartalmat láthatunk az Egyesült Királyság jogalkotásában is, amely szerint kisvállalkozás, amely éves nettó árbevétele nem haladja meg a 6,5 millió fontot, mérlegfőösszege a 3,26 millió fontot és nem foglalkoztat 50-nél több munkavállalót.⁹²

A magyar kockázati tőkealap fogalommal szemben azonban a német kockázati tőkealap fogalom nem korlátozza a lehetséges célvállalatok körét a német jogban meghatározott kisvállalkozásokra, hanem úgy fogalmaz, hogy *a kockázati tőkealap (...) tőkét különösen kockázatosnak számító vállalkozások rendelkezésére bocsátja*. A magyar jogszabályi definíció tehát nem kifogástalan abban a tekintetben, hogy a nyelvtani értelmezés alapján csak a kisvállalkozásokba történő befektetésre teremt lehetőséget, holott a hazai gyakorlatban is jelenlévő magvető tőkealapok (pl. Kairos Magvető Kockázati Tőkealap) befektetéseinek döntő többsége a KKV-törvény szerinti mikrovállalkozásokban valósul meg, az expanzív életszakaszra koncentráló alapok (pl. Alliance Jura-Hongrie Kockázati Tőkealap) pedig a törvény szerinti középvállalkozásnak minősülő vállalkozásokba is fektetnek. Ehhez érdemes továbbá hozzátenni, hogy alapvetően nem tűnik szerencsésnek a vállalati életszakasz (vállalati fejlődés kezdeti szakaszában) és a vállalat paramétereire alapozó jogi fogalom (kisvállalkozás) összemosása sem, hiszen ahogy azt a dolgozat elején tisztáztuk ezen fogalmak nem feleltethetők meg egymásnak.

A vonatkozó uniós jogszabályok⁹³ áttekintését követően látható, hogy a Kbtv. tőkealap fogalma az európai kockázati tőkealapokról szóló 345/2013. EU rendelet⁹⁴ 12. preambulum bekezdésén alapul, amely valóban alkalmazza a *vállalati fejlődés kezdeti szakaszában lévő*

⁹¹ Handelsgesetzbuch § 267. (hatálybalépés: 1987. május 10.)

⁹² UK's Companies Act 2006 § 382. (hatályos: 2007. január 20.)

⁹³ Ezalatt értjük azokat a Kbtv. 205. § (2) bekezdésében felsorolt Európai Unió jogszabályokat, amelyek végrehajtásához szükséges rendelkezéseket állapít meg a törvény

⁹⁴ Az Európai Parlament és a Tanács 345/2013. rendelete (2013. április 17.) az európai kockázati tőkealapokról

kisvállalkozás megfogalmazást, azonban nem mint a befektetések irányát meghatározó jogi definíciót, hanem mint *a szabályozás célját, irányát általánosságban kifejező, szemléltető fogalmakat*. A 13. preambulum például már a kis- és középvállalkozás meghatározást használja. A jogalkotó tehát figyelmen kívül hagyta, hogy a hazai jog a rendelet preambulumaának megfogalmazásán túlmutatva, a tagállami megoldásoknak megfelelően a kkv meghatározáson belül három szintet (mikro-, kis- és középvállalkozás) különböztet meg, amelyek egyaránt részesülhetnek kockázati tőkefinanszírozásban, így a Kbtv. kockázati tőkealap fogalmát is érdemes lett volna ehhez igazítani. Ez azért problémás, mivel konkrét hivatkozás hiányában anomáliákat jelenthet a jogalkalmazás területén - főként a tőkét kereső vállalkozások oldalán - hogy a Kbtv. eltérően értelmezi a kisvállalkozás fogalmát a KKV-törvényben és a nemzetközi gyakorlatban élő szabályozási megoldásokhoz képest.

Meglátásunk szerint szerencsésebb lett volna ha a Kbtv. a vállalkozások méretét tekintve hivatkozik a KKV-törvényben foglaltakra, vagy ennek hiányában a nemzetközi definíciókból kiinduló „magas növekedési potenciállal rendelkező” vagy a „tőzsdén nem jegyzett” mikro-, kis- és középvállalkozások, esetleg a német példához hasonlóan a különösen kockázatosnak minősülő vállalkozások kifejezéseket alkalmazza. Ezzel a megoldással a fogalom egyértelműen magában foglalta volna a vállalati fejlődés különböző szakaszaiban járó célvállalatok körét, amelyek egyaránt lehetnek kockázati tőkebefektetések alanyai.

2.4. A kockázati tőkealapok működésének gyakorlati kérdései

A továbbiakban - alapozva az általunk megkérdezett interjú-alanyok által megjelölt problémákra is - megvizsgáljuk *a kockázati tőkealapok és alapkezelők működésének legfontosabb kérdéseit érintő*, 2014-től hatályos szabályozási megoldásokat. A működést érintő valamennyi törvényi változás vizsgálata szétfeszítené dolgozatunk kereteit, így a következőkben az általunk leginkább relevánsnak ítélt tárgyköröket mutatjuk be. Ennek keretében áttekintjük az *alapkezelők tevékenysége engedélyhez kötöttségének szükségességét*, az alap és az alapkezelő *tőkekövetelményét érintő kérdéseket*, valamint a *célvállalkozások értékelésének kérdéseit*.

2.4.1. A kockázati tőkealap-kezelő engedélykötelezettsége

Az alternatív befektetési alapkezelőkről szóló irányelv előkészítése és elfogadása során mind

a Bizottság, mind a véleményező szervek rögzítették, hogy a gazdasági válság nem elsősorban ezen alapkezelők és az általuk kezelt alapok tevékenységének következménye, így az irányelv elsődleges célja nem az, hogy engedélykötelessé tegye ezen alapkezelők működését, csupán az, hogy a felügyeleti hatóságok számára releváns információkat szolgáltatassanak a főbb eszközökről, amelyekkel kereskednek, valamint arról, hogy a kezelésükben lévő befektetési alapok milyen főbb kitétségekkel rendelkeznek, és melyek a főbb céljaik.⁹⁵ Ennek megfelelően az irányelv az úgynevezett *de minimis* alapkezelők esetében, vagyis az összesen kevesebb mint 100 millió euró értékű eszközből álló portfóliókat kezelő, illetve a kizárólag nem tőkeáttétellel finanszírozott alapokat kezelők esetében 500 millió euró eszközértékű alapok kezelését ellátó alapkezelőknek mentességet biztosít az irányelv számos rendelkezése, így az engedélykötelezettség alól is.⁹⁶ Ezen rendelkezés sem jelent teljes mentességet, hiszen az irányelv 3. cikk (3) bekezdésének a) pont és c) pontja értelmében a *de minimis* mentességet élvező alapkezelők is bejegyzés-kötelesek a székhely szerinti tagállamban, továbbá információ-szolgáltatási kötelezettséggel is terheltek.

Amennyiben ennek fényében megvizsgáljuk a Kbtv. megoldását, láthatjuk, hogy a *de minimis* alapkezelőket a magyar jogalkotó is mentesíti meghatározott kötelezettségek (vállalatértékelés, kockázatkezelés, javadalmazási politika⁹⁷) alól, azonban azok továbbra is az ABAK-ra vonatkozó általános engedélyezési feltételek mellett jöhetnek létre, a felügyelet által kibocsátott hatósági engedély birtokában, számos - ehhez kapcsolódó - adminisztratív kötelezettség⁹⁸ teljesítése útján.

Az MKME 2014-es iparági javaslatcsomagjában is kifejtette, hogy a *de minimis* értékhatár alatti alapkezelők engedélykötelezettségének megszüntetése lenne szükséges, tekintettel arra, hogy a vonatkozó irányelv erre lehetőséget ad, így nem szükséges ennél szigorúbb előírás bevezetése.⁹⁹ Mivel a hazai kockázati tőkealap-kezelők mindegyike a megállapított értékhatár alatt van, meglátásunk szerint főleges többletterhet (pl. határidők, kérelemhez szükséges dokumentumok, kockázati profilról készítendő tájékoztatás, stb.) jelent ezen alapkezelők

⁹⁵ GLAVANITS, 2012(a), p. 80.

⁹⁶ AIFMD-irányelv 3. cikk (2).

⁹⁷ Kbtv. 33.§, 35.§ (1), (3)-(5).

⁹⁸ Kbtv. 11.-13.§.

⁹⁹ MKME, 2014, p. 6.

számára a tevékenység végzéséhez szükséges hatósági engedély megszerzésére irányuló felügyeleti eljárásban való részvétel, továbbá így kihasználatlan marad az irányelv által biztosított engedmény. A vonatkozó engedmény kihasználásával élt egyébként Németország, Luxemburg és Ausztria is.¹⁰⁰

Szükséges azonban megjegyezni, hogy a fentiekkel ellentétben előrelépésnek tekinthető, hogy a Tpt. korábbi szabályozásával szemben, miszerint a kockázati tőkealap alapkezelési szabályzatát a PSZÁF-nak jóvá kellett hagynia, a Kbtv. 72.§ (1) értelmében már csak benyújtani szükséges a felügyelet részére. Mivel - ahogy azt láthattuk - a kockázati tőkealapba történő befektetések csak szakmai befektetők számára elérhetőek, akik ebben az értelemben kevésbé szorulnak védelemre, és meg tudják ítélni az alap működésére vonatkozó alapkezelési szabályzat kockázatait, indokolt volt ezen kitétel módosítása.

2.4.3. A tőkekövetelményeket érintő szabályozás értékelése

A nemzetközileg széles körben alkalmazott klasszikus kockázati tőkealap-modellben az alap befektetői az alap létrehozásakor nem teljesítenek az alap részére befizetést, csupán kötelezettséget vállalnak arra, hogy amikor az alapkezelő - a konkrét befektetési döntés megszületése után - a kezelési szabályzatnak megfelelően felhívja őket a befizetés teljesítésére, akkor a befizetést az alap jegyzett tőkéjéből való részesedésük arányában teljesítik, és e befizetés adja a befektetés ellenértékének és a tranzakciós költségek kifizetésének a fedezetét.¹⁰¹ Ugyanakkor, ha az alap bevételhez jut (pl. egy portfólió társaság értékesítéséből), az alapkezelő (a tranzakciós költségek és a munkadíj levonása után) azt haladéktalanul kifizeti a befektetők részére. A fenti mechanizmus által biztosítható, hogy az alap a lehető legnagyobb megtérülést, hozamot produkálja, ugyanis az alapon álló be nem fektetett (vagy bankbetétbe, esetleg állampapírba fektetett) pénz a befektetők hozamelvárásánál lényegesen alacsonyabb hozamot termel, és jelentősen rontja az alap mutatóit.¹⁰²

¹⁰⁰ *Id.*

¹⁰¹ MKME, Iparági Javaslatcsomag, 2012, p. 20.

¹⁰² *Id.*

A hazai szabályozás körében a Kbtv. - megtartva a Tpt. korábbi szabályait - úgy rendelkezik, hogy a kockázati tőkealap - kizárólag pénzbeli hozzájárulást tartalmazó - jegyzett tőkéjének legalább 10%-át, de legkevesebb kettőszázötvenmillió forintot a befektetési jegyek jegyzésekor kell befizetni, a fennmaradó összeget pedig az alapítást követő hat éven belül.¹⁰³ A jegyzett tőke a futamidő alatt felemelhető és leszállítható, de sosem csökkenhet a kettőszázötvenmillió forintos limit alá.¹⁰⁴

Ez a szabály a tőkegyűjtés során erős *versenyhátrányt* jelent a magyar kockázati tőkealapok számára, ugyanis a külföldi, ilyen megkötés nélkül működő alapokhoz képest erősen rontja a magyar alapok megtérülési mutatóit a jelentős összegű be nem fektetett, az alap számláján álló pénz által.¹⁰⁵ A szóban forgó megkötések ugyanakkor befektető-védelmi indokokkal sem igazolhatóak, hiszen ahogy már említettük, a kockázati tőkealapok befektetési jegyeit szofisztikált és kis létszámú befektetői kör jegyzi le, akik *rendelkeznek a kockázatok felméréséhez szükséges szaktudással*. Indokolt lenne tehát az elérhető legmagasabb hozamok lehetővé tételének érdekében a jegyzett tőke befizetésének határidejére és a meghatározott tőkeösszeg folyamatos fenntartására vonatkozó előírások eltörlése, igazodva ez által a külföldi versenytársak gyakorlatához.

Kedvezőbb szabályozási megoldással találkozhatunk azonban, amennyiben megvizsgáljuk a Kbtv. kockázati tőkealap-kezelők tőkekövetelményeit érintő előírásait. A törvény 2.§ (6) szerint a kockázati tőkealap-kezelőkre nem alkalmazandó a befektetési alapkezelő tőke- és szervezeti követelményeit rendező 16.§., amely szerint a befektetési alapkezelő akkor kaphat befektetési alapkezelésre engedélyt, ha rendelkezik legalább százhuszonötezer euró (kb. 37,5 millió forint), induló tőkével. Tekintettel arra, hogy a tőkealap-kezelők egyidejűleg jellemzően egy-kettő néhány százmillió forint eszközértékű alap kezelését végzik, az alap befektetési jegyeit pedig kisszámú és jellemzően a kockázatok felméréséhez szükséges szakértelemmel rendelkező intézményi befektető jegyzi zártkörű forgalomba hozatal útján, ezt a tőkeelőírást *sem a kockázati tőkealap-kezelő működési kockázata, sem felelőssége nem indokolná*. A kockázati tőkealap-kezelőket érintő mentességnek köszönhetően így az érintett

¹⁰³ Kbtv. 68. § (1), (7)

¹⁰⁴ *Id.*, (6).

¹⁰⁵ MKME, 2012, p. 20.

alapkezelők továbbra is a Ptk. zártkörűen működő részvénytársaság tőkekövetelménye (min. 5 millió forint) szerinti jegyzett tőkével alakulhatnak.

2.4.4. A vállalatértékelés kérdésköre és a törvény által biztosított engedmény

A befektetési folyamat fontos eleme a vállalkozás értékének megállapítása. A leggyakoribb vállalatértékelési módszer az úgynevezett diszkontált cash-flow (DCF) módszer, amely alapján a vállalat értéke a jövőbeli várható pénzáramlások, illetve ezek kockázatát is kifejező rátával diszkontált értéke.¹⁰⁶ Ez azonban az induló vállalkozások esetében kevésbé alkalmazható, pontosan meghatározható könyv szerinti érték hiányában. A First Chicago Bank-nek köszönhetően elhíresült First Chicago Method már nem a cash-flowt veszi alapul, hanem különböző potenciális jövőbeli scenáriók átlagaként állapítja meg a vállalat értékét,¹⁰⁷ azonban tekintettel arra, hogy ez a módszer főként a növekedési szakasz során használatos, az induló vállalkozások esetében szintén nehezen alkalmazható.

Pontos módszer tehát nincs egy korai életszakaszban lévő vállalkozás értékének meghatározására, léteznek azonban különböző *sztenderdek*, amelyeket az alapkezelők figyelembe vesznek a befektetés összegének meghatározásánál. Feld és Mendelson ezek közül az alábbiakat emeli ki:¹⁰⁸ (1) *a vállalat életszakasza*, (2) *versengés más finanszírozókkal*, (3) *a vállalkozók tapasztalata*, (4) *az alapkezelő természetes belépési pontja*, (5) *az adott gazdasági környezet*.

A velük készített interjúnk során Kiss Gábor befektetési igazgató és Károlyi Antal üzleti angyal is kiemelte, hogy hazánkban sincs általánosan elfogadott vállalatértékelési módszer, és egy fiatal, innovatív vállalkozás esetében az ötlet és a csapat életképessége az egyik legfontosabb értékelési szempont. Az alapkezelő a fentiek szerint megállapított összeghez képest határozza meg, hogy mekkora összeget szándékozik befektetni, és mekkora részesedésre tart igényt. Ezeket a paramétereket - illetve az együttműködés kereteit lefektető egyéb gazdasági és irányítási kérdéseket - a *lényeges szerződési feltételeket tartalmazó ajánlattétel* határozza meg. Az ajánlat elfogadása esetén többhónapos egyeztetés, és a

¹⁰⁶ VODICS, 2014, p. 4.

¹⁰⁷ SCHUMANN, 2006, p. 2.

¹⁰⁸ FELD - MENDELSON, 2013, pp. 39-40.

cégátvilágítás függvényében jön létre a tényleges cégértéket és befektetési összeget kijelölő megállapodás.¹⁰⁹

Ennek fényében pozitívként értékelhető a Kbtv. - a korábbi törvényjavaslatban¹¹⁰ még nem szereplő - 2. § (6) bekezdésében foglalt megoldása, amely szerint a kockázati tőkealapokra *nem alkalmazandóak a 38. §-ban meghatározott kötelezettségek*, amelyek értelmében az ABAK-oknak rendszeresen független értékelést kell elvégeznie az eszközökre az általa kezelt valamennyi ABA tekintetében. Mivel a fent ismert modellek nem képesek megragadni ezen vállalkozások értékét, a vonatkozó szabály *felesleges többletterhet és anyagi ráfordítást jelentett volna az alapkezelők számára*, azáltal, hogy nem számol a kockázati tőkebefektetések egyik leglényegibb jellemzőjével. Ugyanis a befektető - számolva a bukás veszélyével - a potenciális fejlődésbe, egy lehetséges jövőbeli sikerbe investál, amely döntést elsősorban olyan meglátásokra és benyomásokra alapozza, amelyek nem illeszthetők be a közgazdaság-elmélet által kimunkált modellek közé.

2.5. A kockázati tőkepiacot érintő adózási kérdések

Kiindulási pontként érdemes leszögezni, hogy a nemzetközi szakértők között sincs egyértelmű konszenzus azzal kapcsolatban, hogy milyen szabályozási módszerek a legmegfelelőbbek a tőkepiaci versenyképesség elérése érdekében. Meglepő módon a tőkejövedelmek adóterheinek csökkentése és a kockázati tőkepiac fellendülése között nem mutatható ki egyértelmű kapcsolat,¹¹¹ valamint a kisvállalkozói szektor célzott támogatása sem eredményezi feltétlenül a piac bővülését.¹¹² Kijelenthető tehát, hogy egy iparági szempontból hatékony - az adókedvezményeket és támogatásokat megfelelő módon és helyre csatornázó - szabályozási struktúra kialakítása komoly tervezést igényel. A továbbiakban megkíséreljük felvázolni a hazai kockázati tőkepiac intézményes és informális szereplőire vonatkozó *adójogi szabályok rendszerét*.

¹⁰⁹ *Id*, pp. 31-95.

¹¹⁰ T/13478.

¹¹¹ PORTERBA, 1989, p. 50.

¹¹² ARMOUR, 2002, p. 14.

Hazánkban az elmúlt 20 évben *kiemelt politikai cél* volt, hogy az országot a külföldi befektetők számára vonzóvá tegyék¹¹³ a *társasági adó adókulcsának folyamatos csökkentése*, az *egykulcsos személyi jövedelemadó bevezetése*, valamint több, *kifejezetten a külföldiekre vonatkozó adókedvezmény* bevezetése is ennek volt köszönhető. Mindezek ellenére a magyar adórendszer több olyan elemet is tartalmaz, mely régiós és EU-s összehasonlításban is a tőkepiaci versenyképesség ellen hat. Ilyen például az *iparűzési adó* - mely adónemmel más országokban a befektetőknek nem kell számolniuk - a *központi adók túlsúlya*, a *magas adócentralizáció*, illetve az *adókedvezmények szétforgácsoltsága* is.¹¹⁴

2.5.1. A piac szereplőire vonatkozó legfontosabb szabályok

Maguk a kockázati tőkealapok - amelyek 2004-ben kikerültek a társasági adótörvény¹¹⁵ hatálya alól - nem adóalanyok, az adókötelezettség a *befektetői körre hárul* - akik attól függően fizetnek társasági adót vagy személyi jövedelemadót, hogy *gazdálkodó szervezetek* vagy *magánszemélyek*. A gazdálkodó szervezet befektetők társasági adó alanyok, esetükben a befektetési jegy után kapott hozamot *pénzügyi műveletek bevételeként* kell elszámolni, ami része az adózás előtti eredménynek. A társasági adó mértéke 10%, illetve 500 millió forintos adóalap felett 19%.¹¹⁶

A gazdálkodó szervezetek esetében a Tao. szerinti „bejelentett részesedés”¹¹⁷ alapján - az idei évtől kezdődően 10, korábban 30%-os - részesedési küszöb mellett *az adóhatóságnak bejelentett, és legalább egy éven át birtokolt részesedés hozama csökkenti az adóalapot*. A kockázati tőkealapokba befektető gazdálkodó szervezetek is élhetnek ezzel a lehetőséggel, a küszöb leszállítása pedig valószínűsíthetően növelni fogja befektetési hajlandóságukat.

A magánszemély befektetők adózását a *személyi jövedelemadóról szóló 1995. évi CXVII. törvény* (továbbiakban: Szjtv.) a *tőkejövedelmeket terhelő adók* körében szabályozza, amelyek egységesen 16%-os kulccsal adóznak. Az osztalékra jogosult magánszemély befektető hozama a 66. § ad) alapján *osztalékjövedelemként* adózik. A fenti jövedelmek után a

¹¹³ KATONA, 2012, p. 8.

¹¹⁴ *Id.*

¹¹⁵ 1996. évi LXXXI. törvény a társasági adóról és az osztalékadóról (Tao.).

¹¹⁶ Tao. 19. §.

¹¹⁷ Tao. 4.§ (5).

magánszemély befektetők 14%-os *egészségügyi hozzájárulás* megfizetésére is kötelesek, 450.000 forintos értékhatárig.¹¹⁸

A kockázati tőkealap-kezelők szintén társasági adóalanyok, ÁFA-fizetési kötelezettség azonban nem terheli őket.¹¹⁹ Az MKME is javaslatot tett arra,¹²⁰ hogy külföldi minták alapján érdemes lenne megfontolni az alapkezelők hozam-részesedésének kedvezményes adóztatását, hogy ne csak az alap kerüljön a hazai szabályok szerint felállításra, hanem az *alapkezelő is érdekelt legyen* abban, hogy országhatárokon belül folytassa tevékenységét.

A portfólió-társaságok adózási helyzete kissé ellentmondásos: míg egyaránt uniós és hazai politikai cél a kkv-szektor, az innováció és a kutatás-fejlesztés támogatása,¹²¹ pont a korai stádiumban lévő induló vállalkozások azok, amelyek - nyereség hiányában - a klasszikus adóoldali támogatási eszközöket (mint például a kutatás-fejlesztési költségek társasági adóalapból történő leírása) nem tudják igénybe venni. Célzott, *a szektor jellegzetességeit szem előtt tartó kedvezményekre*, valamint az *adminisztrációs terhek csökkentésére* lenne szükség, tekintettel arra, hogy a munkavállalók és az erőforrások az induló vállalkozások esetében csak korlátozottan állnak rendelkezésre.

2.5.2. A tőkealapok és tőkealap-kezelők különadó fizetési kötelezettsége

A tőkealap-kezelőkre kiterjed továbbá a *pénzügyi szervezetek különadója*: az adó alapja a 2009. évi éves beszámoló adataiból számított korrigált nettó árbevétel, mértéke 5,6%.¹²² Az egyes adótörvényeket érintő módosító javaslat¹²³ jövő évtől megszünteti a befektetési alapkezelők különadó fizetési kötelezettségét, azonban a kockázati tőkealap-kezelők esetében ez a kötelezettség továbbra is fennmarad. A tőkealap-kezelők különadó fizetési

¹¹⁸ 1998. évi LXVI. törvény az egészségügyi hozzájárulásról 3.§.

¹¹⁹ 2007. CXXVII. törvény az általános forgalmi adóról 86.§ (1) g).

¹²⁰ MKME, 2014, p. 5.

¹²¹ <http://www.nih.gov.hu/runway-2-0-2-0>, NIH, Budapest 2020-ra a régió startup fővárosa lehet.

¹²² 2006. évi LIX. törvény az államháztartás egyensúlyát javító különadóról és járadékról, 4/A.§ (4) 3.d); (6) cd).

¹²³ T/1705. számú törvényjavaslat az egyes adótörvények és azokkal összefüggő más törvények, valamint a Nemzeti Adó- és Vámhivatalról szóló 2010. évi CXXII. törvény módosításáról, 54.§.

kötelezettségét a szakirodalom negatívan értékeli,¹²⁴ és álláspontunk szerint is jelentősen rontja a szektor versenyképességét.

A fenti törvényjavaslat rendelkezik továbbá a *kollektív befektetési formák különadójáról* is. A javaslat 4/D. (1) bekezdése alapján *adókötelezettség terheli azt a kollektív befektetési formát, amelynek befektetési jegyeit Magyarországon székhellyel vagy fiókteleppel rendelkező, a Kbtv. szerinti forgalmazó forgalmazza.* A Kbtv. 4.§ 44. pontja a forgalmazó fogalmával kapcsolatosan a Tpt. 23.§ (1) bekezdésére utal, amelynek c) pontja alapján az *általa kezelt befektetési alap befektetési jegyeit forgalomba hozó befektetési alapkezelő* forgalmazónak minősül. Az adó alapja a forgalmazói díj,¹²⁵ mértéke 25%. A javaslat fogalomrendszere alapján azonban nem egyértelmű, hogy a kockázati tőkealap-kezelők részére fizetett alapkezelői díj magában foglalja-e forgalmazói díjat, következésképpen az sem, hogy a kockázati tőkealapoknak keletkezik-e adófizetési kötelezettsége. Amennyiben igen, az azt jelentené, hogy a kockázati tőkealapokat illetve az alapkezelőket is különadó fizetési kötelezettség sújtja, amely egyértelműen hátrányosan befolyásolná az iparág hazai fejlődését.

3. JEREMIE-PROGRAM: A HIBRID FINANSZÍROZÁS MEGVALÓSULÁSA HAZÁNKBAN

A JEREMIE (Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises), magyarul a „Közös európai források a kis- és középvállalkozásoknak” Kockázati Tőke Program az Európai Unió JEREMIE nevű vállalkozásfejlesztési programjának egyik eleme, amelynek lényege, hogy az *Európai Beruházási Bank* (European Investment Bank, EIB) és az *Európai Beruházási Alap* (European Investment Fund, EIF) által uniós forrásból finanszírozva az állam magánbefektetőkkel közösen kockázati tőkealapokat hoz létre azzal a céllal, hogy a hazai induló vállalkozások részére tőkeemelés formájában finanszírozást nyújtson és javítsa a hazai KKV szektor korai (magvető és induló), illetve növekedési életszakaszban lévő vállalatai tőkehelyzetét.¹²⁶

¹²⁴ GLAVANITS, 2012(a), p. 119.

¹²⁵ T/1705. 50. § 17. forgalmazói díj: a forgalmazónak a befektetési szolgáltatási tevékenységére tekintettel a kollektív befektetési forma által közvetlenül, vagy a befektetési alapkezelő által az alapkezelői díjon keresztül fizetett jutalék, díj 2014 . évre megállapított összege.

¹²⁶ <http://www.mvzrt.hu/content.php?id=ie210468630b883595851b2d79da149b> – Magyar Vállalkozásfinanszírozási Zrt. Új Magyarország Kockázati Tőke bemutató

Az unió által a tagállamok részére folyósított támogatások jogi alapja az Európai Unió működéséről szóló szerződés 107. és 108. cikke. A 107. cikk 3. (c) pontja alapján „*a belső piaccal összeegyeztethetőnek tekinthető az egyes gazdasági tevékenységek vagy gazdasági területek fejlődését előmozdító támogatás, amennyiben az ilyen támogatás nem befolyásolja hátrányosan a kereskedelmi feltételeket a közös érdekekkel ellentétes mértékben*”. Az uniós kockázati tőke-programok ezen kitételnek való megfelelését a kockázati tőke-iránymutatás¹²⁷ vizsgálta részletesen a teljes cikk, illetve a 3. (c) pont tekintetében is. Az iránymutatás három kritériumot említ annak vizsgálatára, hogy egy program kialakítása megfelelő-e a közös érdekű célkitűzés megvalósítására: (1) *Az állami támogatás helyénvaló szakpolitikai eszköz-e?* (2) *Van-e ösztönző hatása, azaz támogatás megváltoztatja-e a vállalkozások és/vagy befektetők magatartását* (3) *Arányos-e a támogatási intézkedés, azaz kevesebb támogatással is elérhető lenne-e ugyanez a magatartásváltozás?*¹²⁸ A program bemutatása és értékelése során mi is a fenti kritériumokat vesszük figyelembe.

3.1. A program szerkezeti felépítése

A JEREMIE Kockázati Tőke Program 2009-ben az Új Magyarországi Fejlesztési Terv és ezen belül a Gazdaságfejlesztési Operatív Program részeként került bevezetésre hazánkban. A program kereteit a 255/2006 (XII. 8.) Korm. rendelet fektette le, amelyet hatályon kívül helyezett a 4/2011 (I.28.) Korm. rendelet. Jelenleg ez utóbbi szabályozza *a program végrehajtásának intézményes hátterét*. A Nemzeti Fejlesztési Ügynökség megszűnésével a Nemzeti Fejlesztési Kormánybizottság hatáskörébe tartozik az operatív döntéshozatal, de a Miniszterelnökséget vezető miniszter, a nemzetgazdasági miniszter, valamint a nemzeti fejlesztési miniszter is rendelkezik javaslattevési illetve ellenőrzési jogkörökkel.¹²⁹

A finanszírozást a fent említett EIB és az EIF biztosítja, hazánkban a JEREMIE programok kialakításáért és működtetéséért a Magyar Vállalkozásfinanszírozási Zrt. (MV) felel. A kormányrendelet 18. §-a, valamint a 1828/2006/EK bizottsági rendelet 44. cikke szabályozza

¹²⁷ Közösségi iránymutatás a kis- és középvállalkozásokba történő kockázati tőke-befektetések előmozdítását célzó állami támogatásokról, 2006/C 194/02.

¹²⁸ *Id*, 1.3.1. (2).

¹²⁹ 4/2011. (I. 28.) Korm. rendelet - *a 2007-2013 programozási időszakban az Európai Regionális Fejlesztési Alapból, az Európai Szociális Alapból és a Kohéziós Alapból származó támogatások felhasználásának rendjéről*, 4.§, 5.§, 6.§, 7.§.

az MV, mint forráskezelő legfontosabb feladatait, ezek a következők: (1) *a pénzügyi közvetítő kiválasztására irányuló felhívások elkészítése, és az irányító hatóság részére jóváhagyásra történő előterjesztése*, (2) *a kiválasztott pénzügyi közvetítővel a pénzügyi eszközök kihelyezésére vonatkozó szerződések megkötése* (3) *a rendelkezésére álló források felhasználásának ellenőrzése, nyilvántartása és az erről szóló beszámoló elkészítése az irányító hatóság¹³⁰ részére*. Az MV által működtetett programok nyílt pályázati felhívással kerülnek meghirdetésre, amely alapján kiválasztásra kerülnek azok az alapkezelők, amelyek segítségével a program forrásai eljutnak majd a végső kedvezményezett mikro-, kis- és középvállalatokhoz. A programokra allokált forrásokat 85%-ban uniós, 15%-ban pedig hazai hozzájárulások biztosítják.¹³¹

Az alapok létrehozását érintő további fontos szabályozási kérdéseket találunk a vonatkozó Európai Bizottsági dokumentumban.¹³² Az itt foglalt szabályok két konstrukciót különböztetnek meg a Közös Alap konstrukciót, amely esetben a Holdingalap - tehát az MV - és *a magánbefektetők részvételével közös alapok jönnek létre*, illetve a Co-investment konstrukciót, amely esetben a Holdingalap olyan saját alap létrehozását kezdeményezi, amely teljes mértékben *a saját tulajdonában áll, és amely magánbefektetőkkel közösen fektet be a megcélzott vállalkozásokba*. A két forma közötti fő különbség az, hogy a Közös Alap esetében a magánbefektető mindig ugyanaz, míg a Co-investment esetében általában más személy. Az eltérő szabályozási mechanizmusok ellenére mindkét forma esetében feltétel, hogy legalább 30%-os magánbefektetői részesedéssel jöjjön létre.

További lényeges különbség a források földrajzi allokációjában keresendő: a Közös Alap konstrukció keretében a közép-magyarországi régióban működő kkv-k támogatása kizárt,¹³³ míg a Co-investment konstrukció keretében kifejezetten a közép-magyarországi székhellyel rendelkező kkv-k támogathatók.¹³⁴ Meglepőnek tekinthető tehát, hogy a JEREMIE I.

¹³⁰ Id, 2.§ (1) 10a: *az operatív program irányításáért és végrehajtásáért felelős szervezeti egység* (korábban az NFÜ, jelenleg a Miniszterelnökség illetve a Nemzetgazdasági Minisztérium)

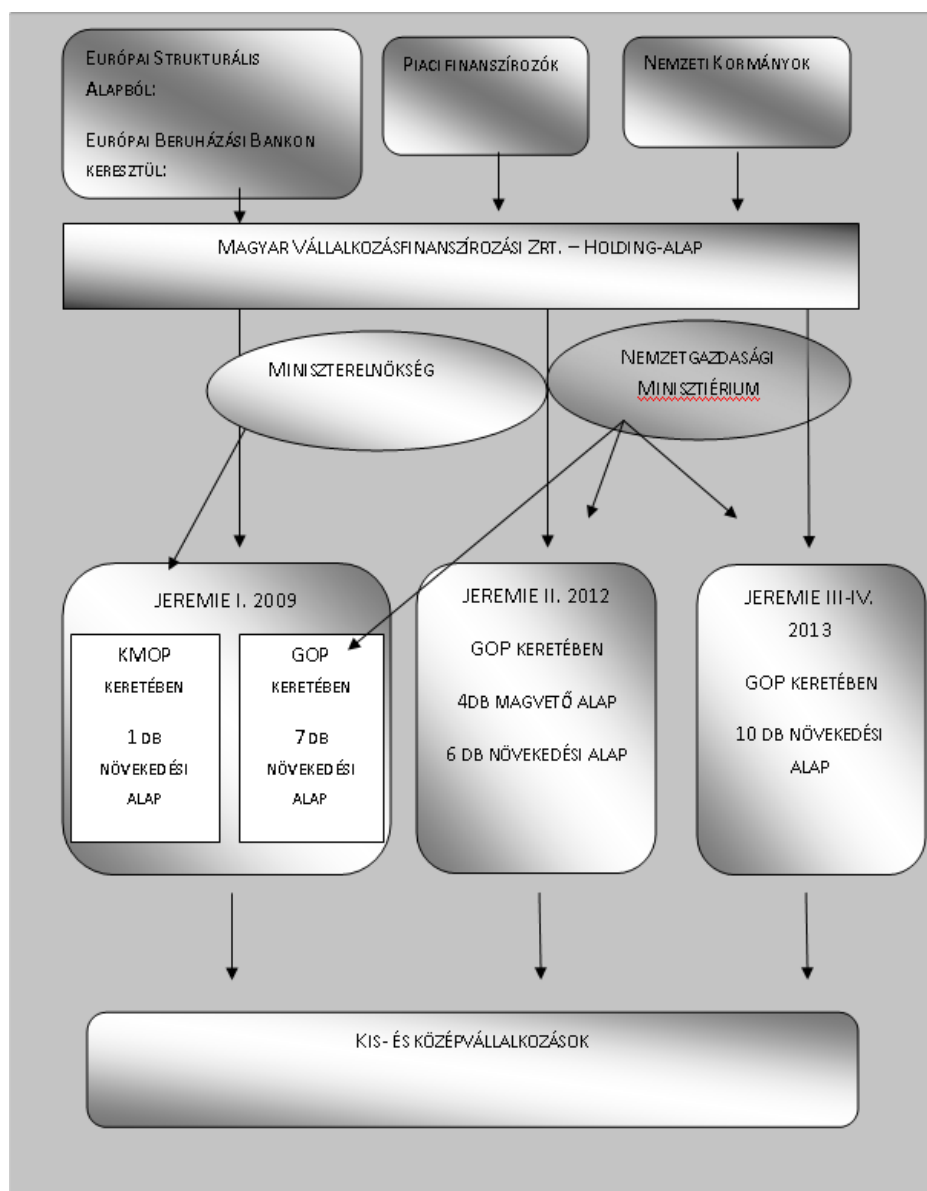
¹³¹ <http://mvzrt.hu/content.php?id=ie2c046d5e1785708e1a8fc47cc81656MV>- Magyar Vállalkozásfinanszírozási Zrt. - Tevékenységünk.

¹³² N 355/2008. sz. állami támogatás - Magyarország Magyar JEREMIE kockázati tőke-intézkedés, Brüsszel, 10.12.2008, B (2008) 8350.

¹³³ GOP 2009-4.3/2 Közös Alap - pályázati felhívás, C1 pont, (2009.08.06).

¹³⁴ KMOP-2009-1.3.3/2 Co-investment - pályázati felhívás, C1. pont, (2009.08.06).

keretében létrejött nyolc alpból hét a Közös Alap konstrukcióval a Gazdaságfejlesztési Operatív Program keretében jött létre, és mindössze egy olyan alap volt, amely a Co-investment konstrukcióval a Közép-Magyarországi Operatív Program keretében alakult meg.¹³⁵



(saját szerkesztés)

¹³⁵ Az NFÜ megszűnésével a 475/2013. (XII. 17.) Korm. rendelet a Gazdaságfejlesztési Operatív Program (GOP) működtetését a Nemzetgazdasági Minisztérium, míg a Közép-magyarországi Operatív Program (KMOP) működtetését a Miniszterelnökség hatáskörébe utalja.

Az aránytalan eloszlás hátterében az a tényező áll, hogy az unió regionális politikájában kiemelt szerepet játszik az elmaradt régiók felzárkóztatása, és mivel a közép-magyarországi régió nem tekinthető elmaradott régiónak, nem jogosult a konvergencia-célkitűzés keretében nyújtott támogatásokra.¹³⁶ Mindazonáltal, ha figyelembe vesszük, a 2012-ben és 2013-ban az Új Széchenyi Kockázati Tőke Program (tehát a JEREMIE II.-III.-IV.) befektetéseit, látható, hogy húsz további kockázati tőkealap jött létre, egytől egyig Közös Alap konstrukcióban (tehát a közép-magyarországi térség kizárásával). Mivel a JEREMIE I. alapjai - és így az egyetlen tőkealap, amely a közép-magyarországi régióban eszközölhet befektetéseket - már kihelyezték a rendelkezésükre álló források többségét, a jelenlegi struktúra - a JEREMIE-alapok keretében - csak korlátozottan teszi lehetővé a fővárosi vállalkozások számára a kockázati tőke útján történő finanszírozást. Ez a szabályozási rendszer különösen annak fényében tekinthető aszimmetrikusnak, hogy 2012-ben az összes kkv 45%-a közép-magyarországi, ezen belül 31%-a budapesti volt.¹³⁷ Felmerül a kérdés, hogy nem fogja-e az életszerűtlen szabályozás a fővárosi vállalkozások székhelyének tömeges áthelyezését eredményezni.

3.2. A támogatás formája

A kockázati-tőkeiránymutatás¹³⁸ alapján a támogatási intézkedés formájának megválasztása általában a tagállam döntésétől függ, mindazonáltal a Bizottság ilyen intézkedésekre vonatkozó értékelése arra is kiterjed, hogy vajon azok ösztönzik-e a piaci befektetőket arra, hogy a megcélzott vállalkozások részére kockázati tőkét biztosítsanak, és hogy eredményeznek-e nagy valószínűséggel üzleti (azaz nyereségorientált) alapon hozott befektetési döntéseket. Hazánkban ezek a célkitűzések a *hozamkorlátozás* és a *veszteségméréséklés* eszközeivel valósulnak meg.¹³⁹ A hozamkorlátozás azt jelenti, hogy míg a szabályozás a magánbefektetőket a tényleges magyar referencia-kamatlába feletti teljes nyereségre jogosítja, addig az állami befektetők csak a kamatláb szintjéig realizálhatják a hozamot. A szabályozás a magánbefektetők számára továbbá a veszteségméréséklésnek hívott

¹³⁶ PAPP, 2012, pp. 40-41.

¹³⁷ KSH, 2013, p. 1.

¹³⁸ 2006/C 194/02.

¹³⁹ N 355/2008, 2.8. (20).

ösztönzőt is nyújtja: ennek értelmében az esetleges veszteség 5%-át¹⁴⁰ tisztán az állami befektetők viselik, a veszteség „maradéka” pedig részesedésük arányában terheli az állami és magánbefektetőket.

3.3. A program értékelése

A fenti intézkedéstípusok - és általuk a JEREMIE program - gyakorlatilag azt teszik lehetővé, hogy a magánbefektető a piaci feltételeknél kedvezőbb feltételek mellett eszközölhessen kockázati tőkebefektetést, hiszen az állami támogatás - leegyszerűsítve a jogszabályi megfogalmazást - *a nyereségeit növeli, a veszteségeit pedig csökkenti*. A fentiek alapján a JEREMIE program egy kiváló példa a hibrid finanszírozás gyakorlati megvalósítására: tapasztalt szakembereket bíznak meg túlnyomórészt - de nem kizárólagosan - állami források kezelésével, a piaci kondícióknál kedvezőbb feltételek mellett, azonban tevékenységük nem csupán a vagyon kezelésére korlátozódik, a hozammaximalizálásban is érdekeltek.

A legnagyobb erre fordítható összeggel, azaz több mint 300 millió euróval a legmagasabb számú JEREMIE kockázati tőkealapot a régió belül Magyarországon hozták létre, amely nagyban hozzájárult ahhoz, hogy a magyarországi cégekbe 2012-ben befektetett 64 millió eurónyi klasszikus kockázati tőke GDP-hez viszonyított arányát tekintve egész Európában az első helyet szereztük meg - igaz, 2013-ban (részben a program ütemezési sajátosságainak köszönhetően) hazánk visszacsúszott a 14. helyre.¹⁴¹

Természetesen kritikák is megfogalmazhatóak a program működésével kapcsolatban. A gyors egymásutánban elindított négy JEREMIE program keretében, összesen 28 kockázati tőkealap felállítására került sor. Felmerül kérdés, hogy van-e egyáltalán hazánkban annyi szakember, aki rendelkezik elegendő képesítéssel és iparági tapasztalattal, hogy eredményesen tudja kezelni a rábízott alapot. Ebben a körben érdemes megemlíteni az Insider 2014 augusztusi összeállítását,¹⁴² amelyben a JEREMIE II-III-IV. program keretében felállított alapok

¹⁴⁰ A közös vagy saját alap működési költségekkel csökkentett legmagasabb befizetett jegyzett tőkéje legfeljebb 5%-ának megfelelő mértékű veszteségrész. A JEREMIE II. program keretében megváltoztak a veszteségmérés- és szabályai: a növekedési alprogram keretében 10%, míg a magvető alprogram keretében 15% terheli az állami befektetőket.

¹⁴¹ European Venture Capital Association Yearbook, 2012, 2013.

¹⁴² <http://insiderblog.hu/hazai-palya/2014/08/21/jeremie3-4/>.

befektetései, illetve az alapok aktivitása került bemutatásra: az ekkori adatok alapján több alap is volt, amely a honlapján nem tüntetett fel portfóliótársaságokat, tehát vélhetően még egy befektetést sem realizált.¹⁴³ A 20 vizsgált alaptól 2014 december elején két alapnak még internetes weblapja sem volt,¹⁴⁴ amely rendkívül kérdéssé teszi az induló vállalkozásokkal való kapcsolatfelvétel, valamint az alapok által kezelt több milliárd forint kihelyezésének eredményességét. Az alábbi táblázat bemutatja, hogy 2014. szeptember 30-ig bezárólag a programok keretében hány vállalkozásba fektettek be az alapok, és pontosan mekkora összegeket.

	Vállalkozások száma	Befektetés összege (mrd Ft)
JEREMIE I.	94 db	41,09
JEREMIE II.	41 db	9,92
JEREMIE III.-IV.	23 db	9,29

(forrás: Insider)

Látható, hogy a későbbi induló alapok szükségszerűen jóval kevesebb tőkét helyeztek ki, mint idősebb társaik, és valószínűsíthető, hogy a JEREMIE III-IV. alapok a 2015. december 31-ig meghosszabbított határidő ellenére sem fogják tudni kihelyezni a teljes rendelkezésükre álló tőkét. Ahogy a vele készített interjúnkban Szabó Dávid vállalkozó is kiemelte, érdemes lett volna magvető és inkubációs programokkal „megágyazni” a JEREMIE programoknak, mivel az induló cégeknek kezdetben túl alacsony a forrásigényük ahhoz, hogy a JEREMIE-alapok látókörébe kerüljenek.

A fentiek alapján kijelenthető, hogy a fejezet elején bemutatott, a kockázati tőke-irányelv által támasztott három kritériumból az első kettőnek (helyénvaló szakpolitikai eszköz, ösztönző hatás megléte) alapvetően megfelel a program, míg a harmadiknak (arányosság) - a vállalkozások földrajzi eloszlását és életszakaszbeli sajátosságait részben figyelmen hagyó finanszírozási rendszer miatt - nem teljes mértékben.

¹⁴³ pl. Perion Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt., Tőkepartner Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.

¹⁴⁴ New York Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt., Dinamo Ventures Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.

KÖVETKEZTETÉSEK

Kutatásunk eredményei egyfelől megerősítettek bennünket azon hipotézisünkben, hogy a *megfelelő mértékű állami szerepvállalás elengedhetetlen a versenyképességi problémákkal küzdő hazai kockázati tőkepiacon*. Másfelől megállapítottuk, hogy a *közvetett beavatkozási eszközök* (tőkealapok és alapkezelők szabályozása, hibrid struktúra működtetése, adóösztönzők) *alkalmazása kedvezőbb piaci hatásokat eredményez mint a közvetlen támogatási formáké*, így az államnak is ezen beavatkozási módok mentén érdemes hatást gyakorolnia a hazai piacra. A megújuló szabályozás hátterének vizsgálata tekintetében megállapíthatjuk, hogy a tőkealapok és alapkezelőkre vonatkozó rendelkezések kialakításánál a jogalkotónak egyaránt figyelemmel kellett lennie a gazdasági válság után napirendre kerülő *rendszerkockázatok csökkentésének igényére*, de egyúttal arra is, hogy *elősegítse a nagy növekedési potenciállal rendelkező cégek helyzetének javítását*

Véleményünk szerint ez a *kettősség jellemzi* az unió által elfogadott AIFMD-irányelv és az irányelv alapján megalkotott Kbtv. szabályozási megoldásait is. Az AIFMD-irányelv számos indokolatlan működési szigorítást és költségesebb működési feltételeket teremtő rendelkezést tartalmaz a befektetési alapkezelőkre vonatkozóan, azonban jelentős engedményeket biztosít a fentiekben ismertetett de minimis alapkezelők tekintetében. Miután Magyarországon gyakorlatilag az egész szektor de minimis - *szükség lett volna azon szabályok tágítására, amelyek az irányelvnél nem szigorúbb szabályokat állapítanak meg a kockázati tőkealapkezelőkre vonatkozóan*. Meglátásunk szerint a hazai szabályozás ezt az igényt *nem teljes körűen valósította meg*, teljes implementáció hiányában esetenként szigorúbb megoldásokat alkalmaz, mint az az uniós elvárások mentén indokolt lenne, ezáltal pedig nem segíti elő a hazai tőkealapok és alapkezelők versenyképességének javítását, amely az igen *gyenge hazai innovációs képesség fejlesztése és a kkv szektor tőkeszerzési nehézségeinek javítása érdekében indokolt lett volna*.

Emellett szükséges lett volna a kockázati tőkealap-kezelőkre vonatkozóan *több specifikus rendelkezés megalkotása*, amely erőteljesebben megkülönbözteti a kockázati tőkealapokat a más típusú befektetéseket eszközölő alapokhoz képest, annak függvényében is, hogy - ahogy arra korábban kitértünk - ezt az irányelv sem valósítja meg teljes körűen. Hiányossággként említhetjük továbbá a fogalmi rendszer időnként túlzottan „reflex-szerű” átvételét, amely a

jogalkalmazás során nehézségeket okozhat, ebben a körben kritizáltuk a kockázati tőkealap fogalmának egyes elemeit (kezdeti szakasz és kisvállalkozás megfogalmazás alkalmazása).

Ennek ellenére megállapíthatjuk, hogy a korábban hatályos Tpt. szerinti kockázati tőkealapokat, alapkezelőket érintő szabályozásnál *jóval korszerűbb és előremutatóbb rendszer épült ki*. Azt is szükséges hozzátennünk, hogy az AIFMD-irányelven keresztül tükröződő uniós jogalkotási mechanizmusban sem látszik egyértelműen az a szándék, hogy a kockázati tőkealapokat azok gazdasági funkciójára tekintettel valamelyest kiemelve a befektetői alapkezelői csoportok közül, csupán általánosságban a méretalapú megfontolások alapján biztosít mentességeket. Tekintettel a harmonizációs kötelezettségre, a magyar szabályozás hiányosságaiban így nem feltétlenül a hazai jogalkotás rugalmatlansága, hanem az - uniós szinten is sokat vitatott - *irányelv esetenként túlszabályozó technikai játszanak szerepet*.

A piac szereplőit terhelő adókötelezettségek tekintetében is több területen hiányosságokat mutat a hatályos szabályozás: a *kockázati tőkealap-kezelőket jelenleg terhelő különadó kötelezettség* már önmagában is veszélyezteti a szektor nyereségességét, a jövő évi adócsomag alapján pedig a kollektív befektetési formákra - és így a kockázati tőkealapokra - is kiterjedően *különadó bevezetése várható*. Tekintettel arra, hogy a Kbftv. több ponton is enyhébb szabályokat állapít meg a kockázati tőkealapokra vonatkozóan a kollektív befektetési formák szabályaihoz képest, mindenképpen aszimmetrikusnak - és az iparágra károsnak - tekinthető az, hogy a különadóra vonatkozó törvényjavaslat ezekre a különbségekre nincs tekintettel.

A JEREMIE program eredményessége alátámasztja azon hipotézisünket, mely szerint az állam egy *hibrid finanszírozási struktúra résztvevőjeként hatékonyabban tud fellépni mint közvetlen piaci résztvevőként*. Az uniós joggal harmonizáló hazai jogi környezet a hozamkorlátozás és a veszteségméréséklés ösztönzőivel képes volt előmozdítani a magánbefektetők piacra lépését. A program hiányosságai között mindenképpen ki kell térni a kihelyezett tőke földrajzi eloszlásának aránytalanságára, valamint arra a tényre is, hogy az eddigi statisztikák szerint a vállalkozások által támasztott kereslet nem feltétlenül indokolta a 28 tőkealap felállítását. A jövőben érdemes lenne megfontolni vállalkozási életszakaszhoz jobban illeszkedő programok indítását, hiszen így több vállalkozásnak is lehetősége lenne pl. magvető és növekedési életszakaszban is tőkét bevonnia.

JEGYZÉKEK

Irodalomjegyzék

APATINI KORNÉLNÉ: *Kis és középvállalkozások finanszírozása. Lehetőségek a kockázat mérséklésére*, Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, 1999

ARMOUR, JOHN: *Law, Innovation and Finance: a Review*, ESRC Centre for Business Research, University of Cambridge, Working Paper No. 243, 2002

AVNIMELECH, G.: *VC policy: Yozma programme 15-years perspective*, Paper presented at the Summer Conference 2009 on CBS -Copenhagen Business School

BAJMÓCZY ZOLTÁN: *A tudás-intenzív vállalkozások működési sajátosságai és formálódásukat befolyásoló tényezők*, Szegedi Tudományegyetem, 2010

Az Európai Központi Bank Véleménye (2009. október 16.) az alternatív befektetési alap kezelőkről, valamint a 2004/39/EK irányelv módosításáról szóló európai parlamenti és tanácsi irányelv iránti javaslatról (CON/2009/81)

BRANDER, JAMES A. - QUIANQUIAN DU - THOMAS F. HELLMAN: *The effects of government-sponsored venture capital: International evidence*, NBER Working Paper No. 16521, 2010

Budapesti Értéktőzsde, *A kockázati tőke, BÉT elemzések*, 2003

CASELLI, STEFANO: *Private Equity and Venture Capital in Europe: Markets, Techniques and Deals*, Academic Press, 2010

CZINKÓCZY ZOLTÁN - MIKE KÁROLY: *Befektetővédelem - társasági jogi szabályok a kockázati tőkebefektetések tükrében*, Iustum Aequum Salutare, 2012

DIGIORGIO, CHRISTOPHER - HARRIS, JEANNE G.: *If venture capital falters, will job creation fade?*, Accenture Institute for High Performance, 2013.

European Commission, *Small Business Act Fact Sheet Hungary*, 2013

European Venture Capital Association Yearbook, 2012

European Venture Capital Association Yearbook, 2013.

FELD, BRAD - MENDELSON, JASON: *Venture Deals - Be Smarter than Your Lawyer and Venture Capitalist*, John Wiley and Sons Inc., 2013

FLORIDA, RICHARD - SMITH, DONALD F.: *Keep the Government Out of Venture Capital*, Issues in Science and Technology, 1993

FÜLÖP GYÖRGY: *Kisvállalati gazdálkodás*, Aula Kiadó, 2004

GILSON, RONALD J.: *Engineering a venture capital market: lessons from the American experience*, Stanford Law Review, 2003

GLAZER, AMIHAI - HIRSCHLEIFER, DAVID - HIRSCHLEIFER, JACK: *Mikroökonómia*, Osiris Tankönyvek Sorozat, 2012

GLAVANITS JUDIT: *A kockázati tőkebefektetések adózásának egyes kérdései*, Miskolci Jogi Szemle, 2012

GLAVANITS JUDIT: *A kockázati tőke jogi fogalmának meghatározása*, Miskolci Jogi Szemle, 2012

GLAVANITS JUDIT: *A kockázati tőkebefektetések egyes jogi aspektusai*, Széchenyi István Egyetem, Állam- és Jogtudományi Doktori Iskola, 2012

Global Insight, *Venture impact. The economic importance of venture capital backed companies to the U.S. economy*, National Venture Capital Association, 2007

GORDON C. MURRAY: *Venture capital and government policy*, Handbooks in Venture Capital Series, 2007

KARSAI JUDIT: *A kapitalizmus új királyai*, Közgazdasági Szemle, 2012

KARSAI JUDIT: *A kockázati tőke megjelenése a hazai piacon*, Magyar Vállalkozásfejlesztési Alapítvány és Hálózata, 1997

KARSAI JUDIT: *A kockázati tőke szerepe a magyarországi vállalkozások finanszírozásában*, Magyar Tudományos Akadémia, 2000

KARSAI JUDIT: *A megfontoltan kockáztató tőkések. Kockázati tőkebefektetések Magyarországon*, Külgazdaság, 1999

KARSAI JUDIT: *Helyettesítheti az állam a magántőke-befektetőket? Az állam szerepe a kockázati tőkepiacon*, Magyar Tudományos Akadémia, 2004

KARSAI JUDIT: *Kettős állami szerep a kockázati tőke-ágazatban*, Közgazdasági szemle, 2013

KARSAI JUDIT: *Kockázati tőke a nyugdíjpénztárak szemszögéből*, Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület, 2010

KARSAI JUDIT: *Mit keres az állam a kockázati tőkepiacon?*, Közgazdasági szemle, 2002

KARSAI JUDIT: *Válság után: változó szerep a kockázati tőke-ágazatban*, Közgazdasági szemle, 2013

KARSAI JUDIT - KOSZTOPULOSZ ANDREÁSZ - MAKRA ZSOLT: *A kockázati tőke helyzete, szerepe az induló vállalkozások finanszírozásában Magyarországon*, Magyar Tudományos Akadémia, 2004

KATONA KLÁRA: *Az adópolitika hatása mikroökonómiai szemszögéből. Vállalati termelékenység Magyarországon*, Pázmány Law Working Papers, 2012

KOVÁCSNÉ ANTAL ANITA: *Kockázati tőke-finanszírozás a hazai kis- és középvállalkozásokban*, 2011

KOVÁCS TAMÁS: *A kockázati tőke-befektetések hatása a gazdaságra*, Nyugat-magyarországi Egyetem, 2013

KOSZTOPULOSZ ANDREÁSZ - MAKRA ZSOLT: *A kockázati tőke részvételének formái a technológia orientált vállalkozások fejlődésének korai szakaszában*, JATE Press, 2005

Központi Statisztikai Hivatal, *A kis és középvállalkozások helyzete hazánkban*, Statisztikai Tükör, 2013

LERNER, JOSH: *The boulevard of Broken Dreams: Innovation Policy and Entrepreneurship*, Institute for Government, 2008

LERNER, J. - SORENSEN, M. - STRÖMBERG, P.: *Private equity and long-run investment: the case of innovation*, Lerner-Gurung, 2008

LUKÁCS MÓNICA - SÁNDOR ISTVÁN - SZÜCS BRIGITTA: *Új típusú szerződések és azok gyakorlata a gazdasági életben*, HVG ORAC, 2003

MAULA, M - MURRAY, G.: *Finnish Industry Investment Ltd: An International Evaluation*. Ministry Of Trade and Industry Publications, 2003

MÁRTON GYÖRGY: *A kockázati tőke lehetőségei a kis- és középvállalkozások finanszírozásában a Dél-dunántúli Régió szemszögéből*, Tér és Társadalom, 2002

MKME, Iparági Javaslatcsomag, 2012

MKME, Iparági Javaslatcsomag, 2014

Nemzetgazdasági Minisztérium, *Kis és középvállalkozások helyzete Magyarországon*, 2013.

Nemzetgazdasági Minisztérium, *Nemzeti kutatás-fejlesztési és innovációs stratégia (2013-2020)*, Nemzeti Innovációs Hivatal, 2013

OECD, *Government venture capital for technology based firms*, 1997

OECD, *Oslo manual, The measurement of scientific and technological activities*, European Commission, 2005

OECD, *Science Technology Industry, Venture Capital: Trends and Policy Recommendations*, Organisation for Economic Co-operation and Development, 2004

OSMAN PÉTER: *A kockázati tőkéről: A kockázati tőke világa*. Aula, 2006

OSMAN PÉTER: *A kockázati tőketársaságok gazdasági szerepe és működési feltételei*, Országos Műszaki Fejlesztési Bizottság, 1996

PAKUCS JÁNOS - PAPANÉK GÁBOR: *Innováció menedzsment kézikönyv*, Magyar Innovációs Szövetség, 2006

PAPP GÁBOR: *Innovatív vállalatok kockázati tőke alapú finanszírozása a JEREMIE programon keresztül*, Kochmeister-pályázat, 2012

PINTÉR CSILLA: *A kockázati tőke-befektetés folyamata és sikerességének tényezői*, Budapesti Corvinus Egyetem, Közgazdaságtudományi Kar, 2008

POPOV, A. - ROOSENBOOM, P.: *Venture capital and patented innovation: evidence from Europe*. Economic Policy, 2012

PÓRA ANDRÁS - SZÉPLAKI VALÉRIA: *Hitelbiztosítékok hazai szabályozása*, Hitelintézeti Szemle, 2006

PORTERBA, JAMES M.: *Venture Capital and Capital Gains Taxation*, Massachusetts Institute of Technology and NBER, 1989

PUCSEK JÓZSEF: *Pénzügyi és számviteli kontrolling*, Budapesti Gazdasági Főiskola, 2013

RUDY AERNOUDT: *European policy towards venture capital: myth or reality?* Venture Capital No. 1, 1999

SCHUMANN, C.P. "SALTY": *Improving Certainty in Valuations using the Discounted Cash Flow Method*, Valuation Strategies Magazine, 2006

SZERB LÁSZLÓ: *Kisvállalati gazdaságtan és vállalkozástan*, Bornus Nyomda, 2000

Vállalkozáspolitikai és Ipari Főigazgatóság, 2013. évi SBA-tájékoztató, Magyarország, 2013

VODICS TAMÁS, *Diszkontált Cash-flow alapú vállalatértékelés*, Szegedi Tudományegyetem, Gazdaságtudományi Kar 2014

ZSOLDOS JÁNOS: *Kockázati tőke és tőkebefektetés*: Cégarchív 5. szám, 1998

Felhasznált weblapok

<http://www.dowjones.com/privateequityventurecapital/product-pea.asp> (letöltés ideje: 2014 július 20.)

http://hvg.hu/kkv/20120827_A_befekteto_menedzsert_vesz_nem_otletet (2014. november 2.)

<http://insiderblog.hu/hazai-palya/2014/08/21/jeremie3-4/> (2014. október 5.)

<http://www.ksh.hu/docs/hun/xft/gyor/fog/fog21408.pdf>. (2014. október. 20.)

http://kockazatitoke.blog.hu/2011/03/09/alapok_vs_alapkezelok (2014. szeptember 3.)

<http://www.mvzrt.hu/content.php?id=ie210468630b883595851b2d79da149b> (2014. augusztus 15.)

<http://www.nih.gov.hu/runway-2-0-2-0> (2014. július 7.)

<http://sbir.nih.gov> (2014. október 30.)

<http://www.yozma.com/overview/> (2014. október 30.)