

OSMAN Péter

## A KOCKÁZATI TŐKE TÖRVÉNYRŐL

**A cikk azokról a munkálatokról számol be, amelyek révén a törvény ezen új tőkeforrásnak – és tőkeformának – a magyar gazdaságba való minél hatékonyabb beilleszkedését szolgálhatja. A törvénytervezet sarokpontjainak kidolgozása során a műhelymunka résztvevői mindvégig arra törekedtek, hogy az új jogszabály minél kevesebb felesleges korlátozást tartalmazzon.**

Nehéz műhelymunka, s az egymásnak ellentmondó követelmények körültekintő mérlegelése után e cikk befejezésekor immár a végéhez közeledik a kockázati tőkebefektetésekről, kockázati tőketársaságokról, valamint kockázati tőke alapokról szóló törvény tervezetének kidolgozása.

A törvény rendeltetése, hogy segítse a nemzetgazdaság megújulási és alkalmazkodó képességének, végső soron jövedelemtermelő és eltartó képességének javulását, ennek érdekében javítsa a nagy növekedési képességű vállalkozásaink lehetőségeit arra, hogy a fejlesztéshez külső tőkét tudjanak bevonni, és támaszkodhasanak azokra a közreműködésekre és erőforrásokra, amelyekkel a kockázati tőke segíti az érdekeltségi körébe tartozó vállalkozások fejlesztését, s ennek eszközeként ösztönözze a kockázati tőkét arra, hogy a jelenleginél nagyobb arányban finanszírozzon induló és új növekedési pályára álló vállalkozásokat. Ezt megfelelő szabályozással, pénzügyi és adminisztratív feltételek megteremtésével érheti el, olyan szabályok bevezetésével, amelyek a kockázati tőkét befektetők számára előmozdítják a megfelelő hozam elérését, és ösztönzik a pénztulajdonosokat arra, hogy kockázati finanszírozást nyújtó társaságokba és alapokba tőkét fektessenek be.

A törvénytől várható kedvező hatások reális értékeléséhez tisztán kell látni, hogy a kockázati tőke nem szolgálhat gyógyírként a gazdaságunkat nyomasztó prob-

lémák nagy részére. Képes viszont arra, hogy növelje annak működő tőke állományát és jelentős szerepet vállaljon a dinamikus fejlődésre képes vállalkozások számottevő hányadának fejlesztésében és tőkével való ellátásában. Ezeknél jelentősen hozzájárulhat növekedési, jövedelemtermelő és megújulási képességük javításához és erősítéséhez.

A tét meglehetősen nagy. Statisztikák szerint az európai kockázati tőke cégek által felhalmozott források halmozott értéke 1996-ban meghaladta az 58,65 Mrd ECU-t, az 1996. évben bevont új források pedig a 7,97 Mrd ECU-t. A kockázati tőke részvételével működő európai vállalkozások teljesítményének jelentőségére vonatkozó felmérés adatai szerint az 1991–1995 időszakban ezek kiemelkedő növekedést értek el. Értékesítési bevételeik átlagosan évi 35 %-kal nőttek, kétszeresen meghaladva az ötszáz legjobb európai cég hasonló mutatóit. Az általuk biztosított munkahelyek éves növekedése átlagban 15 % volt, ugyanez az ötszáz legjobb európai cégnél évi két %, állóeszköz befektetéseik éves átlagos növekedése huszonöt % volt, exportjuké évi harminc %. Egy hasonló eredményeket felmutató angliai felmérés kiemeli, hogy a kockázati tőke részvételével működő, kiemelkedő sikerrel teljesítő cégek csaknem kilencven %-a a kockázati tőke nélkül nem létezett, vagy csak lassabban növekedett volna. Ezek az adatok is igazolják, hogy a gazdasági növekedés előmozdítására, új munka-

helyek teremtésére, a gazdaság erősítésére irányuló erőfeszítések egyik leghatékonyabb eszköze, ha az állam kedvező feltételek létrehozásával ösztönzi a kockázati tőkét, hogy az részt vegyen a jelentős növekedési képességű vállalkozások fejlesztésében.

### Kis- és közepes vállalkozások

A törvény a kis- és közepes vállalkozások fejlődésének előmozdítását szolgáló intézkedéscsomag részeként került napirendre, azonban sokan kétségbe vonták, alkalmas-e valóban erre. Tény, hogy azoknak a vállalkozásoknak a részaránya, amelyekbe a kockázati tőke a pénzával beszáll, meglehetősen kicsi a tőkehiánnyal küszködőkhöz képest. Ez szükségképpen következik abból, hogy tevékenysége természetének megfelelően eleve csak az olyan vállalkozások közül válogat, amelyekben látja a nagy növekedés képességét, ezek pedig a vállalkozásoknak csak kis hányadát teszik ki. Emellett a kockázati tőke befektetései világszerte mindenekelőtt a közepes nagyságú vállalkozásokba mennek. A nagyoktól távol tartja, hogy azok meghaladják az erejét és a kockázattal való hajlandóságát. Ez szükségképpen következik az üzleti stratégiájából, abból, hogy viszonylag nagy befektetési portfólióval dolgozik, széles körben teríti a „tétjeit”. Így nemcsak ésszerű, de elkerülhetetlen is, hogy korlátok között tartsa az egy-egy vállalkozásba befektetett, abban kockára tett pénz nagyságát. Az a tőke, amely egy nagyméretű vállalat indításához vagy új növekedési pályára állításához szükséges, rendszerint túlzottan nagy és túlzottan nagy kockázatot is jelent ahhoz, hogy beleférjen működésének kereteibe.<sup>1</sup>

A kicsiny vállalkozások finanszírozása hatékonysági akadályokba ütközik. Gyakorló kockázati tőkészek ezt úgy fogalmazzák meg, hogy háromezer dollár befektetése egy vállalkozásba nem jár kevesebb munkával, mint öt- vagy tízmillióé, de rendszerint sokkal kevesebbet hoz. Ennek igazsága világosan megmutatkozik, ha számításba vesszük, hogy mennyi munkát fektet be a kockázati tőke a vállalkozások kiválasztásába, majd a portfólió cégei menedzselésébe. Számos állam ezért a kis- és közepes vállalkozások fejlesztése keretében célzott támogatással igyekszik azokat nagyobb mértékben elfogadhatóvá tenni a kockázati tőke számára – amint az a születő törvényünknek is alapvető rendeltetése.

A kockázati tőke tevékenységének gazdaságfejlesztő hatása ugyanakkor számottevő mértékben túlmegy a részvételével működő vállalkozások körén. Így jelentősen felerősítheti, hogy az ezekhez fűződő gazdasági kap-

csolatok révén sok további vállalkozás is megélhetéshez, fennmaradási és növekedési esélyhez jut, az így kialakuló összehatás kedvezően befolyásolja a konjunktúra alakulását, az pedig ugyancsak kedvezően hat vissza a vállalkozásokra. Ha ezt a sokszorozó tényezőt is figyelembe vesszük, úgy aligha kétséges, hogy a kockázati tőke intenzív szerepvállalása jelentősen javíthatja a kis- és közepes vállalkozások helyzetét és esélyeit.

### Fejlesztő tőke

A törvény rendeltetése természetesen nem a kockázati tőke iparág helyzetének javítása, hanem annak elősegítése, hogy a vállalkozásaink minél szélesebb körben juszanak hozzá a kockázati tőke pénzéhez és a fejlődésüket segítő közreműködéséhez. Ezzel összhangban a cél nem a kockázattal való vállalkozásnak, hanem kifejezetten a vállalkozásfejlesztésbe történő befektetéseknek az ösztönzése. Kár, hogy nem tudunk szabadulni a „kockázati tőke” kifejezéstől: jobb lenne az iparág elnevezéséül a *fejlesztő tőke*.

### A törvényi szabályozás sarokpontjai

A törvénytervezet alapelve, hogy különösen nagy körültekintéssel kell bánni minden olyan korlátozó szabály, rendelkezés alkalmazásával, amely a kockázati tőke számára nehezebbé vagy kedvezőtlenebbé teszi a forrásgyűjtő, vagy a befektető-finanszírozó-fejlesztő tevékenységének ellátását, vagy éppen korlátozza a döntési szabadságát, hiszen minden ilyen rendelkezés erőteljesen csorbíthatja azt a részvételi hajlandóságát, amelynek fokozása érdekében a törvény születik.

A törvényi szabályozás legfontosabb sarokpontjai és a mögöttük álló megfontolások lényege igen röviden az alábbiakban mutatható be.

### A definíció

Csaknem megoldhatatlan problémának bizonyult, hogyan határozza meg a törvény a benne megjelenő szabályozás céljára, hogy a piac mely szereplői tekintendők kockázati tőke cégeknek, és mi tekintendő a törvény összefüggései között kockázati tőke befektetésnek, azaz milyen kritériumok különböztetik meg a piac e sajátos szereplőit a többiektől, és az ő sajátos ügyleteiket az egyéb ügyletektől.

A nehézségek abból erednek, hogy a vállalkozásba történő befektetés lehetősége minden piaci szereplő számára nyitva áll, következésképpen nem állítható, hogy

kockázati tőkésnek tekintendő az, aki úgy fektet be vállalkozásba, hogy osztozik annak mind a nyereségében, mind a veszteségében. Ebbe a meghatározásba végül is mindenki belefér, aki megvásárolja egy gazdasági társaság részvényét vagy üzletrészét.<sup>2</sup> Még az sem kezelhető egyértelmű megkülönböztető kritériumként, hogy a kockázati tőke aktív szerepet játszik a befektetésével működő vállalkozás fejlesztésében. Ezt is bárki megteheti, aki a befektetése révén elegendően nagy szavazati jogot szerez egy vállalkozás vezetésében.

A kockázati tőkésre – működjék akár gazdasági társaság formájában, akár kockázati tőke alapként – feltételezően nem lehet jobb meghatározást adni, minthogy reá egyidejűleg teljesülnek az alábbi kritériumok:

- ➔ A kockázati tőkés vállalkozásokba fektet be tulajdoni részesedés ellenében és (társ)tulajdonosként osztozik azoknak mind a nyereségében, mind a veszteségében. Ennek megfelelően, a vállalkozásba befektetett pénzt nem kell hitelként visszafizetni, és kamatot sem kell fizetni érte.
- ➔ A kockázati tőkésnek a vállalkozás többi tulajdonosához képest nincs semmilyen többlet joga arra, hogy a vállalkozás tőkéjéből kivegye az abba befektetett pénzt. Az osztalék kifizetést, a jegyzett tőke leszállítását és a végelszámolást kivéve, tőkéjének kivonását csak úgy valósíthatja meg, hogy egy másik befektetőnek eladja azt a tulajdonhányadot, amelyet a bevitt tőkéje ellenértéként a vállalkozásban kapott.
- ➔ A kockázati tőkés rendszerint aktív szerepet vállal a befektetésével működő vállalkozás fejlesztésében.<sup>3</sup>
- ➔ A kockázati tőkés üzletszerűen, mindenkor a főtevékenységeként végzi az előző jellemzőkkel meghatározott befektetéseket, és olyan befektetési portfólióval dolgozik, amely az induló időszaktól, valamint a portfólió végleges leépítésének időszakától eltekintve egyidejűleg mindig viszonylag nagyszámú befektetést tartalmaz.

#### Adószabályok

A törvényi szabályozásnak minden bizonnyal az egyik leginkább kritikus kérdése, hogy adjon-e a törvény sajátos adószabályokat, kedvezményeket a kockázati tőke cégeknek, ill. az azokba befektető pénztulajdonosoknak. Ez megmutatkozik azokban a heves támadásokban is, amelyek a tervezett adószabályokat érik. Talán még sosem volt és mindenképpen rendkívül figyelemreméltó helyzet, hogy miközben a Pénzügyminisztérium – össz-

hangban az előterjesztés többi kidolgozójával –, ha nem is lelkesen, de a célszerűséget példás bölcsességgel elfogadva támogatja a kockázati tőke befektetőinek nyújtandó kedvező adószabályok koncepcióját, szakmai körök-ből érik azt az értünk aggódás zászlaja alatt felvonuló, a létjogosultságát kétségbe vonó és az ezzel a megvalósulását igen komolyan veszélyeztető támadások.

A megoldás helyes megítéléséhez azt kell tisztán látni, hogy ténylegesen kiknek az érdekeit szolgálhatják azok a sajátos szabályok és az azokban megtestesülő kedvezmények, amelyeket a jogalkotás a kockázati tőke cégek tevékenységéhez és az azokba történő befektetésekhez rendel.

A kockázati finanszírozás nem több és nem kevesebb, mint szakosodott – és ennyiben sajátos – üzleti tevékenység. A kockázati tőke cégek olyan befektetéseket vállalnak, amelyek többségére jellemző, hogy hosszú idejű tőkéletesítést igényelnek;

- bizonyos kivételektől eltekintve, az egyéb befektetésekhez képest a megtérülésük lassú és bizonytalan;
- az egyéb befektetésekhez képest számottevően nagyobb kockázatot hordanak magukban;
- a befektetésekből származó bevétel előre megbízhatóan nem tervezhető.

A kockázati tőke egyik nagy gazdasági jelentőségű jellemzője, hogy a befektetések portfólió technikával történő kezelése révén biztosítani tudja, hogy a portfóliója egészét – azaz az összes befektetését – tekintve a befektetési megtérülésének ezek a kedvezőtlen vonásai számottevően kisebb mértékben érvényesülnek, mint ahogyan azok az egyes ügyletekben jelentkeznek. Ezzel tudja a portfóliójába történő befektetést a vállalkozásokba történő közvetlen befektetéshez képest kisebb kockázatúvá tenni a pénztulajdonosok számára. Ez azonban gyakorta még mindig nem elegendő ahhoz, hogy forrásgyűjtőként versenyképessé válják a kisebb kockázatú befektetési lehetőségekkel szemben.

Az adószabályokkal kapcsolatos megfontolások észszerűen csak abból indulhatnak ki, hogy a kockázati tőke a maga forrásgyűjtő, valamint befektető-finanszírozó tevékenysége révén közvetítő szerepet tölt be a pénz- és tőkepiacon, a tőke azonban – a gazdasági ésszerűségnek megfelelően – mindaddig elkerüli a kockázati finanszírozás területét, amíg biztonságosabb és megfelelő hozamú befektetési lehetőségeket talál. Ezt a versenyhátrányt hivatottak kompenzálni a kockázati tőke cégekhez és az azokba történő befektetésekhez rendelt

sajátos adószabályok. A nemzetközi tapasztalatok azt is megmutatják, hogy az ilyen típusú, a kockázati tőkének adott ösztönzők alkalmazása sokszor igazodik a gazdaság konjunkturális állapotához. Annak mértékében lehet indokolt ezekhez folyamodni, ahogyan a kockázati tőke tevékenysége szükséges a vállalkozások egészséges működéséhez, és ennek révén a nemzetgazdaság stabilitásához és fejlődéséhez. Figyelemreméltó, hogy az Európai Unió napjainkban is különböző célprogramokkal igyekszik előmozdítani a kockázati tőke iparág aktív részvételét a vállalkozások – elsősorban az ő osztályozásuk szerinti kis- és közepes vállalkozások – finanszírozásában.

A tervezett adószabályok ellenzői azzal érvelnek, hogy minden olyan intézkedés, amely javítja a kockázati tőkére és ezáltal a rajta kersztül a befektetőkre jutó hozamot, felpuhítja azokat a követelményeket, amelyeket ezek a vállalkozásokkal szemben támasztanak. Ez eddig igaz is. Az ellenérvek azonban azzal folytatódnak, hogy ez viszont kedvezőtlen, sőt káros a gazdaságra – amely állítás pedig már aligha fogadható el. A célt és az elérését szolgáló szabályokat kell úgy meghatározni, hogy az eredmény a gazdaság – és általa mindannyiuk – számára egyértelműen hasznot hajtó legyen. A cél – az előzőekben vázoltakon belül – az, hogy a jelentős fejlődő képességű vállalkozásoknak a nemzetgazdaság érdekeinek megfelelő széles köre jusson hozzá ahhoz az anyagi és egyéb támogatáshoz, amellyel a kockázati tőke segíti a részvételével működők fejlődését, gyarapodását. Ne csak azok a legeslegjobb kerüljenek be ebbe a körbe, amelyeket az a saját, nyereségkövetelményre alapozott mérlegelési szempontjai alapján minden rásegítés nélkül is kiválasztana magának, hanem a nemzetgazdaság növekedéséhez, fejlődéséhez fűződő érdekeinek megfelelő mértékben azok is, amelyek szintúgy magukban hordozzák a kiemelkedő teljesítmény elérésének esélyét, azonban mégsem ütik meg azt a mértéket, amelyet a kockázati tőke a maga profit érdekei szerint állít. Ilyen értelemben és mértékben tehát nemhogy ellenünk dolgozna, hanem valóban az érdekeinket szolgálja, ha ésszerűen felpuhítjuk a vállalkozásokkal szembeni követelményeket.

Talán pusztán véletlen, ám elgondolkodtató: azok, akik a tervezett magyar adókedvezmények ellen, azok állítólagos kártékony hatásai miatt a szakszerűség zászlajával, a magyar gazdaság érdekeinek védelmét hangsúlyozva felléptek, olyan cégek képviselői, amelyek külföldön vannak bejegyezve és ott is adóznak.

Alapkérdés, hogy hová rendeljük az adókedvezményeket. A vállalkozások kockázati finanszírozásának

három olyan szereplője van, amelyhez azok rendelhetőek. Ezek a *pénztulajdonosok*, akik ill. amelyek a megtakarításaik egy részét a kockázati tőke útjában befektetik, a *kockázati tőke cégek*, és a *vállalkozások*, amelyekben e megtakarítások a kockázati tőke közvetítésével működő tőkévé válnak.

A kockázati tőke a maga sajátos közvetítő szerepe részeként a pénz- és tőkepiacon versenyez a megtakarításokért. Ha ebben a versenyben nem tud olyan hozam-ésélyeket kínálni, és főképp olyan hozamokat felmutatni, amelyek kellőképpen ellensúlyozzák e befektetési ág nagyobb kockázatát, akkor nem képes ellátni azt a forrásbővítő és működő tőkét teremtő szerepet, amely megfelelne a vállalkozások, s végső soron a nemzetgazdaság szükségleteinek és érdekeinek. Ezt honorálják számos országban a pénztulajdonosok meghatározott típusú befektetésihez kapcsolt adókedvezmények, amelyeket a kockázati tőkébe történő befektetés esetén is élveznek, és amelyek rendeltetése, hogy a vállalkozások működő tőkéhez jutása érdekében versenyképessé tegyék a kockázati tőkét a megtakarításokért folyó versenyben. Ezért teszi lehetővé a törvény tervezete azt is, hogy a társasági adó hatálya alá tartozók céltartalékot képezhessenek a kockázati tőke cégekben levő befektetéseikhez. S bár a világban sok helyütt működtek és működnek ilyen adókedvezmények – gyakorta követve az állam gazdasági szerepvállalását illető politika ismert ciklikusságát –, aligha van számottevő példa arra, hogy e kedvezmények bárhol is károsnak bizonyultak volna, kedvező nemzetgazdasági hatásukat viszont számos ország vállalkozói és polgárai élvezik. Emellett rút hiba lenne figyelmen kívül hagyni, hogy az az adó, amelynek beszedésétől az állam így eltekint, nem veszteség, hanem befektetés – hozzáadéka az adózás szintjén az a többlet bevétel, amely a kockázati tőke közreműködésének köszönhetően megnövekedett vállalkozások, valamint az ezekkel fenntartott gazdasági kapcsolatokból élő további vállalkozások jövedelméből keletkezik, nemzetgazdasági összefüggésekben pedig ezt még növelik azok a további kedvező hatások, amelyek a vállalkozások gyarapodásából, erősödéséből származnak.

A kockázati tőke cégek tervezett adómentessége sem jelent többlet, mint ennek a sajátos közvetítő szerepnek az ésszerű elismerését. Csupán annyit tesz, hogy a tényleges befektetőkhöz rendeli az adózás kötelezettségét, azaz oda, ahol a kockázati finanszírozásból származó jövedelem valójában lecsapódik. Ez az önmagában technikainak is tekinthető konstrukció bizonyos adótechnikai vonatkozásokban, elsősorban a jövedelmek és a befektetések veszteségeinek összevetése révén ténylegesen is

kedvezőbb helyzetbe hozhatja a befektetőket, és egy a kockázati tőke cégekből nekik jutó nettó hozamok javítása révén erősítheti a pénztulajdonosok hajlandóságát arra, hogy megtakarításaikat ide fektessék be.

Azoknak a vállalkozásoknak, amelyekbe a kockázati tőke befektet, a tervezet nem ad adókedvezményt. A mögöttes megfontolás, hogy súlyos hiba lenne adókedvezményt ahhoz kötni, van-e kockázati tőke a szóban forgó vállalkozásban, megengedhetetlenül csorbítaná a versenysemlegességet, hogy a vállalkozások közterhei attól függően változzanak, kinek a pénze van bennük, és veszályesen tág kaput nyitna az ilyen kedvezményrel való visszaéléseknek. A vizsgálódásaink is azt mutatták, hogy a portfólió cégeknek nyújtott adókedvezmény más országokban sem szerepel a kockázati tőke ösztönzésének eszköztárában.

#### A megszerzhető tulajdonhányad nagysága

Jellemző példa az állami beavatkozás létjogosultságának problematikájára, hogy – múltunk nyilvánvaló hozadékaként – a tervezet műhelymunkájának egyik éles vitája éppen akörül forgott, kell-e a vállalkozóinknak védelmet adni a kockázati tőke túlzott befolyása ellen, kell-e a törvénynek korlátoznia az utóbbi által megszerzhető részesedést. Tagadhatatlan, hogy a kockázati tőke igényli, hogy a maga által ésszerűnek tartott mértékben ellenőrzést gyakoroljon a pénzével működő vállalkozás felett.<sup>4</sup> Az erre vonatkozó jogait és velük az ellenőrzés lehetőségét elsősorban abban a szerződésben igyekszik kikötni, amelyet a vállalkozással köt az abba történő tőkebefektetésről. Az is természetes, hogy a vállalkozások tulajdonosai általában féltékenyen őrzik a vezetésben gyakorolt önállóságukat minden külső behatás ellenében. Így a kockázati tőkés befolyásával szemben is. Főszabályként ugyan állítható, hogy ez utóbbi részvétele a vállalkozás stratégiai irányításában és fejlesztésében ténylegesen hasznos lehet minden érintett számára, ez azonban még valóban nem jelent kétségtelen biztosítékot arra, hogy mindenkor jótékony hatással lesz az egyes vállalkozásokra. Minden olyan ügyletben, amellyel valaki egy vállalkozásban irányító részesedést szerez, elvileg benn van az ellenséges kivásárlás veszélye is. Ám ezen túlmenően is még azt sem lehet eleve teljesen kizárni, hogy a széles befektetési portfólióval, sok üzleti érdekelt-ség kezelésével dolgozó kockázati tőkés érdekei a továbbiakban úgy alakulnak, hogy elfordítják a szóban forgó vállalkozás fejlesztésétől, vagy éppen ez utóbbi érdekei-

vel ellentétes irányba viszik. Az, hogy ilyen aggályokból eredő feszültségek ott munkálhatnak a kockázati tőke befogadására vonatkozó döntés kialakításában, nem hazai sajátosság. Tekintve azonban, hogy a vállalkozások tulajdonosai szabadon döntenek erről – más kérdés, hogy a tőkebevonás szükségessége kényszerítő erejű lehet –, aligha lenne ésszerű vagy akárcsak védhető is arra törekedni, hogy a törvény védje meg őket önmaguktól, a saját döntéseiktől. Ennek megfelelően győzött a józan álláspont: a kockázati tőkés és a vállalkozó közötti megállapodás a kettőjük ügye, amelyben mindkét fél szabadon dönt annak létrehozásáról, és amelyben nincs helye az állami gyámkodásnak. A kockázati tőkének meg kell hagyni azt a lehetőséget, hogy maga dönthesse el, kíván-e irányító befolyást szerezni az általa finanszírozott vállalkozásban, a vállalkozó pedig majd eldönti, befogadja-e őt így is.

#### Letétkezelő alkalmazása

Ugyanilyen megfontolások mentén, az állami beavatkozás elutasításával foglaltak állást a törvénytervezet kidolgozója a letétkezelő kötelező előírásának kérdésében is. Szakmai körből igen erőteljes hangsúllyal javasolták, hogy a törvény garanciális rendelkezésként tegye kötelezővé a letétkezelő alkalmazását. A javaslat szerint az az ellenőrzési funkció, amelyet a letétkezelő gyakorolna, nagy mértékben csökkentené annak a lehetőségét, hogy a kockázati tőke alap esetében az alapkezelő az üzletvitelben visszaélést követ el, és ezzel megkárosítja a kockázati tőketársaság tulajdonosait, ill. – alap esetén – befektetőit. Vitathatatlan, hogy mint minden üzleti vállalkozásnál, a kockázati tőke cégnél is kisebb-nagyobb mértékben mindenkor fennáll az ilyen visszaélés megtörténetének a lehetősége.<sup>5</sup> Ha a kockázati tőke cégek üzleti tevékenységét is olyan szorosan és részletesen lehetne szabályozni, mint a befektetési alapokét, akkor a letétkezelőre kötelező alkalmazása kétségkívül az egyik legfontosabb garanciális szabály lenne. Az elemzések azonban azt mutatták, hogy a kockázati tőke tevékenységénél nem lehet a letétkezelőre olyan fontos garanciális szerepet telepíteni, amelyhez erős közérdekek kötődnének – szerepe a törvényességi és az alaki ellenőzésre korlátozódik, de legalább is semmiképpen sem veheti át a mindent meghatározó üzleti döntések ellenőrzését. Ezért a tervezet a kockázati tőke cég és annak tulajdonosai/befektetői szabad választására hagyja annak eldöntését, alkalmaznak-e letétkezelőt és ha igen, milyen feladatkörrel.<sup>6</sup> Ezt a döntést támasztotta alá az is, hogy a vizs-

gálódásunk eredménye szerint a külföldi törvényi szabályozások sem írják elő a kockázati tőke cégeknek a letétkezelő kötelező alkalmazását.

### Hitelezés

Erős vita zajlott akörül is, megengedje-e a törvény a kockázati tőke cégeknek, hogy hitelt is nyújtsanak. Amennyiben ebben tilalmat állít, az kétségtelenül tekinthető úgy is, hogy az állam a törvény eszközeivel korlátozza a kockázati tőke üzleti cselekvési szabadságát. A kérdés gazdasági jelentőségét az adja, hogy a külföldi gyakorlatban a hitelezés fontos része a kockázati tőke üzleti tevékenységének.<sup>7</sup> Ez nincs ellentmondásban azal, hogy a kockázati tőke meghatározó jellemzője, hogy vissza nem követelhető tőkebefektetéssel finanszírozza a portfólió cégeit – a hitelezés ezt egészíti ki szükség szerint. Meglehetősen gyakoriak az olyan helyzetek, amelyekben a vállalkozásnak csak átmeneti finanszírozásra van szüksége, és az üzleti tervei, valamint a pénzforgalmi előrejelzése elegendően nagy biztonsággal alátámasztják, hogy képes lesz meghatározott időn belül nehézségek nélkül visszafizetni a felvett pénzt. Ilyenkor többnyire sem neki, sem a kockázati tőke számára nem célszerű, hogy a szükséges pénzt az utóbbi adja újabb befektetés formában, tehát a mérlegelés a hitelfelvétel mellett szól. A kockázati tőke portfóliónak a cégei azonban gyakorta nem hitelképesek, vagy hitelt legfeljebb csak számottevően magasabb kockázati felárral kaphatnának. Ez következik abból, hogy ezek általában induló vagy új növekedési pályára álló vállalkozások, és rendszerint hitelbiztosítékként lekötendő jelentősebb vagyonnal sem rendelkeznek. Ilyenkor a mindkettőjük számára kedvező megoldást az kínálhatja, hogy maga a kockázati tőkés segítse ki hitellel a portfólió cégét.<sup>8</sup>

A hitelezés megengedése ellen az az érv szól – ezúttal is a vállalkozások érdekeinek védelmében –, hogy az ne vonhassa el a kockázati tőke pénzét a vállalkozásokba való befektetéstől. Végül is kompromisszum született: a kockázati tőke csak olyan vállalkozásoknak adhat hitelt, amelyekben 25 %-ot meghaladó részesedéssel rendelkezik, és a tervezet a biztonságos működés érdekében limitálja mind az egy vállalkozás/csoport/nak adható hitel mértékét, mind pedig a kockázati tőke cég által egy időben kihelyezhető összes hitelét.

### Összeférhetlenségi szabályok

Hosszas mérlegelés előzte meg a döntést a befektetések összeférhetlenségi szabályait illetően is. A szabályo-

zási probléma lényege itt abban összegezhető, vajon helyénvaló lehet-e a törvény rendelkezésével erőteljesen korlátozni a kockázati tőke döntési szabadságát annak érdekében, hogy

– korlátozzuk annak a lehetőségét, hogy a befektetési döntések kialakításánál a döntéshozók visszaélhessenek a helyzetükből adódó lehetőségekkel, és a saját érdekeik szerint fektethessék be a cég pénzét, megkáróítva ezzel azokat a pénztulajdonosokat, akik a kockázati tőke cégbe fektették a pénzüket, akiknek, ill. amelyeknek a pénzével sáfárkodnak, és akiknek, ill. amelyeknek az érdekeit kellene érvényre juttatniuk;<sup>9</sup>

– korlátozzuk annak a lehetőségét, hogy pénztulajdonosok visszaélhessenek a kockázati tőke céghez rendelt adókedvezményekkel és annak közbejöttével kedvezőbb adózási feltételekkel finanszírozhassák a saját beruházásaikat.

A megfontolások kiindulását a visszaélések kétségtelen veszélye adta. Ezért kezdetben egy olyan rendelkezés szerepelt a tervezetben, amelynek értelmében a kockázati tőketársaság, illetve kockázati tőke alap nem fektethet tőkét olyan vállalkozásba, amelyben a tulajdonosának, vagy a kockázati tőketársaság vezető tisztviselőjének részesedése van. A tilalom alkalmazása ellen ugyanakkor nagyon is megfontolandó célszerűségi érveléssel szólta: a bevált külföldi gyakorlat szerint a kockázati tőke cégek gyakorta végeznek együttes finanszírozást a tulajdonosaikkal – az USA-ban, Japánban a nagy cégek nemritkán éppen azért fektetnek be kockázati tőke cégekbe, hogy azok „előneveljenek” számukra vállalkozásokat –, és az ügyletek hatékonyságának javítása érdekében gyakorta azt is engedik, hogy alkalmazottaik a portfólió cégekben maguk is érdekeltséget szerezzenek.<sup>10</sup> Döntenünk kellett tehát, lehet-e annyira fontos a visszaélések eszköztárának a korlátozása, hogy érte elvegyük a kockázati tőke cégektől ezeket a lehetőségeket. Az összeférhetlenségi tilalmak kikerültek a tervezetből.

### Befektetési kötelezettségek

Nehéz kérdés volt annak eldöntése, írjon-e elő a törvény befektetési kötelezettséget. Ez különösen erőteljes korlátozása a kockázati tőkés döntési szabadságának, és annál is inkább kényes, mivel az üzletmenet nem csak az ő igyekezetétől függ és megtörténhet, hogy valóban minden elvárható igyekezete mellett sem talál annyi befektetésre érdemes lehetőséget, amennyit a törvény megkövetel tőle. A kötelezés mögötti megfontolás, és a cél, amelyet szolgálna, vitathatatlannal jogos. Egyetlen indíték

szól amellett, hogy a kockázati tőke a törvény révén a számára kedvező szabályozást kapjon, ez pedig a vállalkozásfejlesztésben betöltött tevékenységének ösztönzése. Ennek eszközeként – és csakis ezért – kap kedvező adószabályokat. A vállalkozások érdeke azt kívánja, hogy igyekezzünk arra ösztökélni, hogy ténylegesen is erre összpontosítsa a tevékenységét. Nagyon is durva megoldás lenne azonban, ha ezt úgy kísérelnénk meg elérni, hogy a törvény befektetési kötelezettséget ír elő, és annak megszegéséhez büntetéseket rendel. Eléggyé helytállónak tűnik még az a feltevés is, hogy ha ezt tennénk, akkor a kockázati tőke cégek igyekeznének nem bekerülni egy ilyen rendelkezéseket tartalmazó törvény hatálya alá, ha pedig ez megtörténik, azzal az egész törvény és a mögötte álló erőfeszítés értelmetlenné válhat. Az adminisztratív eszközökkel történő kötelezés és szankcionálás helyett a megoldás két útja ígérkezik járhatónak. Ésszerű kompromisszumként kínálkozik, hogy – más országok példáihoz hasonlóan – a törvény által a kockázati tőke cégeknek biztosított adókedvezmény függjön a befektetési kötelezettség teljesítésétől, méghozzá oly módon, hogy ha valamelyik cég nem teljesíti a befektetésre előírt normákat, az visszamenőleges hatállyal elveszíti ezeket a kedvezményeket. A kockázati finanszírozás sajátosságaiból következik az is, hogy bármilyen kellemetlen is a visszamenőleges hatályú intézkedés alkalmazása, érdemben itt valóban megkerülhetetlen. Rendszerint meglehetősen hosszú – jónéhány hónapot, esetleg egy-két évet is kitevő – idő kell arra, amíg egy kockázati tőke cég fel tudja tölteni a befektetési portfólióját. Az iparág elemzése világszerte azt mutatja, hogy a kockázati befektetésre felkínálkozó vállalkozásoknak csupán csekély hányada bizonyul végül is elegendően ígéretesnek. Így a kockázati tőkésnek meglehetősen sok vállalkozást kell megvizsgálnia, és ezzel már az is eleve hosszabb időt igénylő folyamat, amíg nála összejön annyi vállalkozás, amennyiből már nagyobb számú alkalmasnak ígérkezőt találhat. Ez utóbbiak kiszűrésének és a befektetési döntés kialakításának szakasza is erősen munka- és időigényes. Ugyanez érvényes a későbbiekben is arra, hogy hogyan tud a kockázati tőke cég további befektetési lehetőségeket találni portfóliója újabb feltöltésére.

Az újabb feltöltés szükségessége ismét csak a tevékenység természetéből következik. Ismeretes, hogy nagy átlagban a kockázati tőke befektetéseinek mintegy kétharmada elvész. Harmaduk elvész oly módon, hogy a vállalkozás megbukik. További harmaduk a kockázati tőkés számára vész el annak következtében, hogy nem valósul meg a vállalkozás várt, erőteljes növekedése, tehát nem

teljesül az az elvárása, hogy felértékelődne az ő abban levő tulajdonrésze és azt nyereséggel továbbadhatná. Ezek helyébe tehát újabb befektetési lehetőségeket kell keresnie. Hasonlóképpen szükséges lehet új befektetési lehetőségekkel pótolni azokat a vállalkozásokat, amelyekben birtokolt tulajdonrészét a kockázati tőke cég sikeresen eladta.<sup>11</sup> Mindez azt vonja maga után, hogy csak hosszabb idő átlagában lehet ésszerű követelményt állítani arra, hogy a kockázati tőke cég befektetési portfóliója meghatározott mértéket érjen el.

Elvben kínálkozik ugyanakkor a szabályozásnak egy másik megoldása is. Ha abból indulunk ki, hogy a kockázati tőke cégnek adott kedvező adószabályozás és a befektetési kötelezettség egymást feltételezi, akkor elvileg ésszerű megoldásként kínálkozik az is, hogy ez az adószabályozás a cégnek csak azokra a bevételeire terjedjen ki, amelyeket az a vállalkozásokba történt befektetéseiből húz, minden egyéb jövedelme után pedig úgy adózzék, mint bármely más adóalany. Valószínű, hogy a törvénybe ténylegesen bekerülő rendelkezés e két megoldás ötvözetéből alakul ki.

#### Futamidő

A tervezet hat évben írja elő annak az időtartamnak a minimális hosszát, amelyre kockázati tőketársaság, ill. tőkealap létrejöhet. Ez ismét a kockázati tőke alapvető sajátosságaiból következik: sikeres portfólió cégei többnyire csak évek során érnek el olyan növekedést, amely a cégben levő tulajdoni részesedésének felértékelődését eredményezi, és ezáltal lehetővé teszi, hogy kellő haszonnal kivonulhasson belőlük. (A kudarcok már hamarabb is beérnek!) A kockázati tőke cég természetesen ügyesen manőverezhet befektetési portfóliója összetételének megválasztásával – ez a dolga, feladatának egyik alapvető eleme! –, a pénztulajdonosok előtt azonban tisztán kell állnia annak, hogy ez a hosszú távú befektetések területe. A tervezet ugyanakkor nem tartalmaz olyan szabályt, amely kizárná, hogy a befektetők már a futamidő vége előtt részesülhessenek az elért nyereségből, vagy éppen másnak eladják e befektetésüket, és így jussanak a pénzükhöz. Annak érdekében, hogy minél nagyobb mértékben biztosítsa a rugalmas alkalmazkodás lehetőségét a kockázati tőke cégeknek, bizonyos feltételek teljesülése mellett még azt is lehetővé teszi, hogy a kockázati tőke alap a működését már az arra eredetileg meghatározott időtartam lejárta előtt befejezze és az alap végelszámolása útján annak befektetői hozzájuthassanak a vagyon reájuk eső részéhez.

## Tőkekövetelmény

A tervezet ötszázmillió forintban határozza meg a kockázati tőke cégek – mind a társaságok, mind az alapok – jegyzett tőkéjének lehetséges legkisebb nagyságát és előírja, hogy a jegyzett tőkét csak pénzben lehet befizetni, és úgyszintén csak pénzzel teljesíthető az esetleges tőkeemelés is. E mérték meghatározását is viták övezték, egyaránt volt javaslat ennél magasabb és alacsonyabb tőkekövetelmény előírására. A döntésben két, egymásnak ellentmondó követelmény között kell megtalálni az optimumot.

Az egyik ilyen követelmény, hogy a kockázati tőke cég tőkéje eléggé nagy legyen ahhoz, hogy biztosítsa a működőképességet. Amint arra fentebb utaltunk, a kockázati finanszírozás sajátosságaiból következik, hogy a kockázati tőke cégnek meglehetősen nagy portfólióval kell dolgoznia ahhoz, hogy jó esélyei legyenek a gazdasági siker elérésére. Az általa finanszírozott vállalkozások jó megválasztása és a kockázati tőke aktív közreműködése mellett is a befektetések számának el kell érnie egy kritikus nagyságot ahhoz, hogy elfogadhatóan jó legyen annak a valószínűsége, hogy e halmazban lesznek gazdaságilag is jelentős sikert elérő vállalkozások, azaz nagy tőkenyereséget hozó befektetések – ilyen portfólió kialakítására viszont csak akkor lehet képes, ha ehhez megfelelően nagy tőkével rendelkezik.

Az ezzel szemben álló másik követelmény lényege abban összegezzhető, hogy a kockázati tőke cég létrejöttének elengedhetetlen, bár önmagában még nem elégséges feltétele, hogy a pénztulajdonosoktól össze kell gyűjtenie legalább a törvényi szabályozásban előírt minimális nagyságú tőkét. Minél magasabb ez a tőkekövetelmény, annál inkább fennáll annak a veszélye, hogy nem képes azt teljesíteni és ezért nem is tud létrejönni.

A magas tőkekövetelmény előírása ellen szóló további, igen jelentős tényező, hogy a befizetés időzítésének szabályozásában a tervezet nem tudja követni a külföldön szokásos – és gazdaságilag igen ésszerű – gyakorlatot, hanem annál lényegesen szigorúbb szabályok előírására kényszerültünk. A társasági formában működő kockázati tőke cégek esetében külföldön általában azt a gyakorlatot követik, hogy az azokba befektetők elköteleznek egy bizonyos tőkét, azt azonban nem adják át azonnal. Az átadásra olyan ütemben kerül sor, ahogyan a kockázati tőke cég a tőkét ténylegesen be is fekteti vállalkozásokba. Magától értetődik, hogy ez így kedvezőbb a pénztulajdonosok számára. A tervezet a hatályos szabályozás keretei között nem kezelheti így a

jegyzett tőke befizetését, ezért – a pénztulajdonosok számára feltétlenül kedvezőtlenebb szabályként – a kockázati tőke alapok esetében azt a jegyzéskor kell befizetni, a kockázati tőketársaságoknál pedig a gazdasági társaságokról szóló törvény által megszabott idő alatt.

## A felügyelet

Ugyancsak nagy körültekintést igénylő kérdés a törvényi szabályozás betartásán őrködő felügyelet szerepének kialakítása. A pénz- és tőkepiac szereplői felett gyakorolt felügyelet egyik alapvető rendeltetése, hogy ésszerű mértékig érvényesítse a befektetők védelmét.<sup>12</sup> A kockázati tőkéhez kapcsolódó befektetővédelmi rendelkezések legfontosabb eleme, hogy biztosítaniuk kell: befektetéseinek magas kockázattartalmáról mindenki megfelelő tájékoztatást kapjon. Ennek ellenőrzése a felügyelet egyik alapvető feladata – és ebben rejlik a szabályozás egyik különösen veszélyes buktatója. Megengedhetetlen, hogy a felügyelet ebbéli szerepe és feladata bárkiben is azt a hitet keltse, hogy ezeknek a tájékoztatásoknak a megbízhatóságát, valóságtartalmát a felügyelet hitelesíti. Méginkább megengedhetetlen szakmai hiba lenne, ha a törvény a felügyeletre ténylegesen is ilyen szerepet osztana. Az nem tehet többet, minthogy alakilag – technikai értelemben – ellenőrzi a tájékoztatásra vonatkozó szabályok betartását, de nem lehet a közreadott információk szakmai bíróját, ellenőreit. Ugyanez a helyzet a kockázati tőke cégek tevékenységének felügyeletét illetően. A felügyelet szerepe ebben sem terjedhet túl a törvényességi felügyeleten, és a törvény által előírt néhány elemi szabály – befektetési, hitelezési korlátok – betartásán túl semmiképpen sem érintheti a kockázati tőke cégek üzleti döntéseit. A törvényben ezért világosan kell állnia, hogy a felügyelet senkinek sem biztosíthat védelmet a kockázati tőke cégek balszerencsés vagy éppen rossz gazdálkodása, tévedése, sőt jogszabályt nem sértő hibája ellen.

## Állami garancia

A tervezet meghatározott körben lehetővé teszi, hogy az állam garanciavállalással elősegítse, hogy a nemzetgazdaság érdekeinek megfelelően a vállalkozások bizonyos célcsoportjai jobb eséllyel juthassanak a kockázati tőkétől finanszírozáshoz. Ez nem a kockázati tőkét segíti, hanem annak útján a vállalkozásokat, végső soron pedig ezúttal is a gazdaság egészséges fejlődését. Ez a megoldás több fejlett ország gyakorlatából ismert, így a kis-



és közepes vállalkozások fejlesztését célzó német, finn, holland gyakorlatban. A garancia a nemzetgazdasági prioritások szerint meghatározott körben az egyedi tőkebefektetésekhez kapcsolódna és a nemzetközi gyakorlatnak megfelelően a befektetett tőkének a futamidő végén nominálértéken történő megtérülésére vonatkozna (maximum a befektetés 50 %-áig), ezzel mérsékelve a tőkebefektető vagyonvesztési kockázatát, de nem terjedne ki a tőkenövekményre.

#### Külföldi kockázati tőke cégek magyarországi tevékenysége

Nehéz probléma, hogy rendelkezék-e a törvény azokról a külföldön bejegyzett cégekről, amelyek a magyar piacon (is) kockázati tőke tevékenységet folytatnak, s ha igen, hogyan. A probléma lényege a következőkben összegezhető:

A törvény rendelkezései bizonyos működési szabályokat, előírásokat tartalmaznak, amelyeket a hatálya alá tartozó kockázati tőke cégeknek teljesíteniük kell. Ilyen egyebek közt a jegyzett tőke nagyságára vonatkozó rendelkezés, továbbá a befektetésekre, valamint a hitelnyújtásra előírt szabályok és korlátok. Már most is érkeztek jelzések arra vonatkozóan, hogy vannak itt dolgozó és nem nálunk bejegyzett kockázati tőke cégek, amelyek magukra nézve kedvezőtlennek tartják, hogy e követelményeknek meg kelljen felelniük, ezért nem kívánnak bekerülni a törvény hatálya alá. A probléma lényege tehát itt abban ragadható meg, hogy megengedje-e a törvény: hatályba lépése után olyan cégek is folytathassanak kockázati tőke tevékenységet a magyar piacon, amelyek nem tartoznak a benne foglalt szabályok, előírások hatálya alá. A válasz erre elvben egyszerű és ezért könnyű. Aligha működhetnek egyszerre ugyanazon a piacon a törvényi szabályozás alatt dolgozó, valamint azon kívülálló kockázati tőke cégek, tehát egyrészt olyanok, amelyeket kötnék ezek a szabályok, másrészt viszont olyanok, amelyeket nem. Ez mindenekelőtt a piac biztonságos működését és ezáltal a piaci szereplők védelmét szolgáló szabályok érvényesítésének a kérdése, tehát nem oldható fel egyszerűen azzal, hogy aki nem kér a kedvezményből, az kívül marad a szabályozáson. Ez tehát látszatra tiszta és egyszerű. A megoldás bájos egyszerűségét – nevezetesen, hogy minden itt működő kockázati tőkést kötelező erővel a törvény hatálya alá kell rendelni – az teszi tönkre, hogy érdekeink ellen való lenne kizárni a magyar piacról vagy követelményekkel elriasztani innen az olyan tisztességesen működő kockázati tőkéseket, amelyek

ugyan nem akarnak itt a törvény előírásainak megfelelő kockázati tőke céget alapítani, de befektetni igen. A rendelkezésünkre álló adatok – becslések – szerint az itt működő kockázati tőkések kezén levő tőkének mintegy kilencven százaléka külföldi befektetők pénze, tehát ellenünk fordulna a szabályozás, ha megnehezítené, hogy tiszta pénzt hozzanak a hazai vállalkozásokba.

Mindkét követelmény jogos, és ha bármelyikük érvényesülését csorbítjuk, nekünk fáj majd.

#### Közösségi pénzek

Az eddigi viták során ismételten is felvetették, hogy megengedhetetlen közösségi erőforrásokat fordítani a kockázati tőke tevékenységének előmozdítására, vagy éppen arra, hogy az állam – arra alkalmas szervezet útján – maga is részt vesz tőkével bizonyos kockázati tőke cégekben.

Az egyik érv a korrupció veszélyére hivatkozott, annak eshetőségére, hogy egyes döntéshozók a saját egyéni érdekeik mentén juttatnak a közösségi pénzekből. Ki tagadná, hogy ez megtörténhet – ám a védekezés módja semmiképpen sem az, hogy inkább lemondunk e pénzek értelmes felhasználásának lehetőségéről.

Ugyancsak hangsúlyos érvként jelent meg, hogy megengedhetetlenül rosszul sáfárkodnánk az adófizetők pénzével, ha azt olyan ügyletekbe vinnénk be, amelyben az részben-egészben el is veszhet. Alig túlzás azonban azt állítani, hogy ugyanezzel a logikával azt is felvethették volna, vajon nem elítélendő felelőtlenség-e a nép verítéke árán beszerzett drága vegyszereket kiszórni a kultúr-növényekre, ahol eső veri, szél fújja azt, ahelyett hogy jól védett raktárakban őrizgetnénk. A kockázati tőke befektető-finanszírozó tevékenységének előmozdítása eszköz arra, hogy a nagy növekedési képességű vállalkozások számukra kedvező finanszírozáshoz juthassanak. Ezért teremt számos fejlett és gyorsan fejlődő ország kedvező feltételeket a kockázati tőke számára az állami szerepvállalás útján is. Nálunk most nehezen nélkülözhető lesz az állam szerepvállalása e téren. Ennek feltehetően minden másnál fontosabb eleme mégcsak nem is az lesz, vajon ad-e az állam tőkét kockázati tőke cégekbe – bár ez is kellene, Európa számos, a gazdasági fejlettségben előttünk járó országokban költségvetési pénzeket is fordítanak ilyen célra, ezért is nyit a törvény tervezete ennek kaput.

Nálunk a kormányzati erőfeszítéseket e téren mindenekelőtt arra kellene összpontosítani, hogy segítsük kipótolni, áthidalni a hazai vállalkozók gazdasági felkészültségének hiányosságait, segítsük őket, hogy gyorsan

és főként nem a saját kárukon megtanulják, hogyan tudnak együttműködni a kockázati tőkessel, hogyan tudják ebből a legtöbb hasznot húzni a vállalkozásuk számára. Már most világosan látszik, hogy enélkül az erőfeszítések nagy része mindhárom oldalon – vállalkozók, kockázati tőke, kormányzat – kárbavész, a kinyújtott kezek nem kapaszkodnak össze, s főként elmarad az az eredmény, amely hozzájárulhatna gazdaságunk erősödéséhez.

Erre vonatkozó, nagyon jellemző példaként visszatérünk azokra a ma gyakorta felbukkanó hazai aggályokra, amelyek szerint vállalkozóink inkább nem veszik igénybe a kockázati tőke részvételét, mintsem beeső-lást engedjenek cégük irányításába. Van ilyen, azonban rendkívül rossz válasz lett volna erre, ha a törvényben korlátozzuk a kockázati tőke által megszerezhető társasági tulajdonhányad nagyságát. A jó megoldás – erre és még sok más, a kockázati tőke és a vállalkozók együttműködését akadályozó problémára –, ha segítjük az utóbbiakat abban, hogy megértsék a kockázati tőke üzleti magatartását, főként azokat a sajátosságait, amelyek meghatározzák a vele való üzleti együttműködés célszerű módjait és lehetőségeit, segítjük őket gyorsan és minél egyszerűbben elsajátítani azokat az ismereteket, amelyek felhasználásával sikeres stratégiákat alakíthatnak ki a kockázati tőkével való együttélésre és valóban egyenrangú partnerekként léphetnek fel abban. Csupán egy jellemző példa az e téren meglévő hiányosságainkra, hogy vállalkozóink igen jelentős hányada nem képes olyan üzleti tervet készíteni, amely alkalmas lenne arra, hogy annak alapján külső szereplő, így a kockázati tőkés megítélhesse a vállalkozás növekedési képességét és várható jövőbeni értékét, s még kevesebben tudnának ehhez hosszú távú cash flow vagy marketingtervet is kidolgozni. Ez talán az a terület, ahol az állami szerepvállalás a legtöbbet teheti, a legtöbb hasznot hozhatja minden érdekelt – és végső soron mindannyiunk – számára.

#### Lábjegyzet

1 Éppen ezért gyakoriak az olyan üzleti konstrukciók, amelyek keretében egy-egy nagyobb tőkeigényű vállalkozásba több kockázati tőke cég együtt fektet be. Így megosztják egymás között a befektetéssel járó terheket és kockázatokat – ami természetesen óhatatlanul azt is jelenti, hogy hasonlóképpen osztoznak a majdani hozamon is. Az ilyen együttes befektetésnek számottevő további előnyei is lehetnek. A kockázati tőke részvételének nagyon fontos eleme, hogy az nem egyszerűen pénzt visz a vállalkozásba, hanem tevékeny részt vállal annak stratégiai irányításában, fejlesztésében, a saját felkészültségével, a kapcsolatainak és esetleg az egyéb erőforrásainak a felhasználásával segíti a vállalkozást annak gazdasági siker elérését szolgáló tevékenységeiben. Számottevő segítséget jelenthet ez, különösen az olyan vállalkozások esetében, amelyeknek mindent, vagy csaknem

mindent nulláról kell felépíteniük. Ha több kockázati tőke cég együttesen kapcsolódik be egy vállalkozás fejlesztésébe, úgy kiegészíthetik egymás erre mozgósított erőforrásait, s az egymást támogató közreműködéseik hozadékában számottevő szinergikus hatás is megjelenhet.

2 Ugyancsak ebbe a kategóriába tartoztak valaha nálunk is a gazdaság azon sajátos szereplői, akiket csendestársnak neveztek. Figyelemreméltó, hogy külföldön megjelent egy új fogalom és mögötte egy nem is annyira új szerepkör: az üzleti angyaloké. Olyan tehetős magánszemélyek ők, akik a saját pénzüket fektetik egy-egy vállalkozásba, és bekapcsolódnak annak fejlesztésébe is.

3 Ugyanakkor azonban nem lehet ezt a szerepvállalást a törvény által elrendelt kötelezettségként előírni, sem pedig a definíció minden egyes esetben elengedhetetlen elemeként kezelni.

4 A kockázati tőke részvételének jellegzetes területei az ilyen közreműködésnek, hogy hozzájuttathatja a vállalkozást olyan külső erőforrásokhoz, amelyek igénybevétele elősegíti az árutermelő tevékenység hatékony kialakítását, bővítését, fejlesztését. Ilyen közreműködés, ha a kockázati tőkés hozzásegíti a vállalkozást a számára kedvező értékesítési vagy éppen beszerzési csatornák használatához, vagy olyan külső szakmai erőforrások igénybevételehez – egyebek közt a marketing, a kommunikáció, az értékelemzés és értéktervezés, vagy éppen a logisztika terén levő feladatainak megvalósításához –, amelyek kiegészítik vagy pótolják annak saját erőforrásait. Számottevő segítséget jelenthet ez, különösen az olyan vállalkozások esetében, amelyeknek mindent, vagy csaknem mindent nulláról kell felépíteniük. Az irányításban való részvétel emellett számottevő többlet biztosítékot jelenthet a kockázati tőkés számára a vállalkozás jó üzletvitelére, csökkentve ezzel a befektetés kockázatát. Ez az ügyletben részt vevő felek mindegyike számára azzal a további előnnyel jár, hogy a kockázati tőkés kedvezőbb pénzügyi feltételekkel tud finanszírozni, mintha az üzletvitel tőle független lenne, és számára az is kockázati tényezőt jelentene, hogy vajon megfelelően működik-e a menedzsment.

5 Ez kivédhetetlenül következik abból a „bent a farkas, kint a bárány” felállásból, amelynek meghatározó jegyei a következők:

- a cég napi tevékenységét a menedzsment irányítja, ő van belül, csak az ő helyzete teszi lehetővé, hogy naprakészen hozzájusson minden, a cég működésére vonatkozó információhoz, a tulajdonosok viszont a helyzetükből – a felállásból – adódóan nem képesek azon állandó, teljes körű, naprakész ellenőrzést gyakorolni. (Ilyen ellenőrzés amúgy is képtelenség lenne, hiszen az a tulajdonosok érdemében átvénnék a menedzsment szerepét.);

- megoldhatatlan feladat a menedzsment érdekeit a cégen belül úgy beszabályozni, hogy azok mindenkor és mindenben törvényszerűen egybeessenek a tulajdonosok érdekeivel;

- a cég üzletvitelében előállhatnak olyan helyzetek, amelyekben a menedzsment érdekei elválnak, sőt olykor kifejezetten szembeke-  
rülnek a tulajdonosok érdekeivel. Ilyen helyzetekben a menedzsment üzletviteli döntései akkor is sérthetik a tulajdonosok érdekeit, ha azokkal a menedzsment nem követ el sem jogi értelemben vett vissza-  
élést, sem etikai vétéséget.

6 A gazdasági társaságként működő kockázati tőke cégek esetében a részvényesek a társaság döntéshozatali rendjének szabályai szerint határozhatnak erről, s a határozatukat ugyanezen rendszerint felül is vizsgálhatják. A kockázati tőke alapok esetében a befektetőknek nincs ilyen joguk. Ők az alappal való teljes kapcsolatuk során csak kétszer jutnak döntési lehetőséghez. Első ízben, amikor arról határoznak, hogy megvásárolják-e az alap forrásgyűjtő értékpapírját – kockázati tőke jegyét – és ezzel visszavonhatatlanul az alapkezelő kezére bízzák-e a

pénzüket, majd pedig midőn arról döntenek, eladják-e ezt a papírt más befektetőknek. A letétkezelő alkalmazását illető akaratukat is abban tudják megjeleníteni, hogy a kockázati tőke alap jegyének megvásárlására, ill. annak esetleges áruba bocsátására vonatkozó döntésükben azt is döntési tényezőként kezelik, hogy ellenőrzi-e letétkezelő az alapkezelő tevékenységét.

7 A tényleges gyakorlat ebben a tekintetben is sokszínű. A kockázati tőke cégek állásától függően a hitelezés megvalósulhat úgy is, hogy a hitelt nem maga a kockázati tőke cég nyújtja, hanem azzal szoros üzleti, esetleg tulajdonosi kapcsolatban álló hitelintézet. Szakirodalmi utalások szerint Japánban meglehetősen magas az ilyen konstrukciók aránya a kockázati tőke finanszírozási tevékenységében.

8 Érdemben ezzel egyenrangú megoldás, hogy a kockázati tőkés kezességet vállal a portfólió cégéért, és így segíti azt hozzá, hogy harmadik féltől – hitelintézettől – tudjon hitelt felvenni.

9 A dolog érdemét, a visszaélés minőségét nem változtatja meg az sem, hogy az adott befektetés végül is a szóban forgó pénztulajdonosok számára is kedvező eredményt hoz, hiszen akkor is sérül az az alapev, hogy a befektetési döntéseknél a kockázati tőke cég döntéshozói nem követhetik a saját érdekeiket.

10 Ez két ágon is kötheti az alkalmazottat a portfólió cég sikeréhez, és erősítheti ezzel annak motivációját. Az egyik ág az így elérhető nyereség, a másik, hogy a befektetése révén az alkalmazott is veszít, ha a portfólió cég nem eléggé sikeres.

11 Vannak olyan kockázati tőke cégek is, amelyek nem töltik újra a befektetési portfóliójukat, hanem egy sajátos adószabályozás keretei között a befektetőikhez átfuttatják mind a nyereségeiket, mind a veszteségeiket (ebben a szabályozásban a cég maga az adózás tekintetében „átlátszó”) és a portfóliójuk kiüresedésével vagy megszűnéssel, vagy új befektetőkkel teljesen új portfóliót indítanak. Így működik a kockázati tőke alapok jelentős hányada az Egyesült Államokban.

Nem kerül sor a portfólió újbóli feltöltésére akkor sem, ha a kockázati tőke cég meghatározott futamidőre jött létre – a törvénytervezet a kockázati tőke alapokra eleve azt írja elő, hogy azokat meghatározott időre lehet létrehozni – és ebből az időből már nincs annyi hátra, ami szükséges lenne ahhoz, hogy újabb vállalkozásokat lehessen felfejleszteni.

12 Voltaképpen a befektetővédelem kérdésköre játszott meghatározó szerepet abban, hogy véglegesen eldőlt: a kockázati tőke alapszerű formában való működésének kereteit biztosító kockázati tőke alapok törvényi szabályozása nem foglalható bele a befektetési alapokról szóló törvényünkbe, sőt attól nagyon élesen el kell választani. A műhelymunka során volt olyan javaslat, hogy a kockázati tőke alapokra vonatkozó szabályozást a befektetési alapokról szóló törvény módosításával, annak részeként kell rendezni, minthogy mind a rendeltetésükben, mind az üzletifilozófiájukban teljesen más minőséget képviselnek, mint a befektetési alapok.

Kiforrott és jól működő pénz- és tőkepiacokon a befektetési eszközök által kínált biztonság nagyjában-egészében fordított arányban áll a tőlük várható hozammal. A befektetési alapok a befektetési eszközök között meghatározott minőséget képviselnek, amelyek lényege, hogy mind a tőke, mind annak várható hozama tekintetében alacsony kockázattartalmú – azaz „biztonságos” – befektetési lehetőséget kínálnak a pénztulajdonosok széles körének. Az utóbbiak ezt a

minőséget várják el tőlük, és ez a kifejezetten alacsony kockázattartalmú jelentő minőség egyértelműen meghatározza a befektetési alapok – pontosabban a kezelőik – lehetséges befektetési politikáját. Biztonságos befektetésekre kell törekedniük, és portfóliójukban legfeljebb csak olyan mértékben lehetnek magasabb kockázattartalmú befektetések, hogy az azokból keletkező veszteségek ne ronthassák számottevő mértékben az alap nettó eszközértékét. Ebből már törvényszerűen következik, hogy az így gyűjtött forrásokat maguk is csak alacsony kockázattartalmú befektetésekből helyezhetik el. Valójában ez a minőség határozza meg a befektetési alapokra vonatkozó törvényi szabályozás által támasztott követelményeket és az ezek betartására irányuló felügyeleti tevékenységet is. A pénz- és tőkepiac megbízható működéséhez fűződő nemzetgazdasági érdekek abban is kifejezésre jutnak, hogy a befektetési alapokra vonatkozó törvényi rendelkezések igen szigorú, a kockázat alacsonyan tartására rendeltetett prudenciális szabályokat írnak elő, ezek mindenkor betartásának biztosítására pedig szintúgy igen szigorú felügyeleti tevékenységet rendelnek.

A kockázati tőke mind a pénztulajdonosok, mind a tőkét kereső vállalkozások számára a pénz- és tőkepiacnak egy másik szegmensét hozza létre. Rendeltetése, hogy magasabb kockázattartalmú befektetések vállalásával a tőke iránti keresletnek – jelesül a vállalkozások tőke keresletének – olyan területét fedje le, amelyen a finanszírozási kínálatot hordozó más piaci szereplők nem, vagy csak igen erős korlátok között dolgoznak. Ezzel a pénztulajdonosok számára óhatatlanul más minőséget is képvisel: magasabb hozamok elérésének lehetőségét kínálja azoknak, akik hajlandóak – ennek elkerülhetetlen ellentételeként – magasabb kockázattartalmú befektetésbe tenni a pénzüket. A forrásgyűjtőként megjelenő kockázati tőke mindezzel nem jelent sem jobb sem rosszabb minőséget, mint az egyéb befektetési eszközök, hanem mást: máshol helyezkedik el azon a skálán, amely azok kockázattartalmát és hozamesélyeit osztályozza.

Jellemző példa erre, hogy a befektetési társaságoknál alapkövetelmény, hogy rendszeresen mérjék fel a vagyonukat és hozzák nyilvánosságra annak mérőszámát, az ún. nettó eszközértéküket. A kockázati tőke alapok cégek befektetéseinek értéke általában nem állapítható meg olyan megbízható és naprakész módon, ahogyan a befektetési alap tárcájában levő vagyontárgyaké. Ennek oka, hogy azok induló vagy új növekedési pályára álló vállalkozásokba fektetnek be és az ennek ellenértékéért szerzett tulajdoni részesedésük piaci értéke majd csak akkor mutatkozik meg, ha sor kerül azok tényleges eladására. Következésképpen a kockázati tőke alap nettó eszközértékének rendszeres kimutatása nagyon komoly technikai nehézségeket vetne fel, s legalább is kétséges lenne e mutató megbízhatósága.

A döntés magva végül is az volt, hogy a befektetők védelme érdekében feltétlenül el kell kerülni, hogy az ott forrásgyűjtőként megjelenő kockázati tőke cégek összetéveszthetők legyenek a más minőséget képviselő szereplőkkel, így egyebek közt a befektetési alapokkal. Ugyanezt igényli a pénz- és tőkepiac zavartalan működésének védelme is. A befektetési alapokat tekintve nem kétséges, hogy mind azoknak, mind a kockázati tőkének igen sokat ártana, ha ezek összetéveszthetők lennének egymással, hiszen mindkettő más és más elvárások kielégítésére jött létre.