Glavanits Judit

A kockázati tőkebefektetések egyes jogi kérdései

Glavanits Judit

A kockázati tőkebefektetések egyes jogi kérdései

UNIVERSITAS–GYŐR Nonprofit Kft. ♦ Győr, 2015

SZÉCHENYI ISTVÁN EGYETEM
SZE - GYŐR

SZÉCHENYI ISTVÁN EGYETEM
SZE - GYŐR

Írta: Glavanits Judit

A kötet megjelenését a TÁMOP-4.2.2.B-15/1/KONV-2015-0002 számú projekt támogatta.

ISBN: 978-615-5298-73-8

© Glavanits Judit
© UNIVERSITAS-GYŐR Nonprofit Kft., 2015

Minden jog fenntartva, beleértve a sokszorosítás, a mű bővített, illetve rövidített változata kiadásának jogát is. A kiadó írásbeli hozzájárulása nélkül sem a teljes mű, sem annak része semmiféle formában nem sokszorosítható.

Kiadja az UNIVERSITAS-GYŐR Nonprofit Kft.
Felelős kiadó a kft. mindenkori ügyvezetője,
Műszaki szerkesztő: Nagy Zoltán
Készült a Palatia Nyomda és Kiadó Kft.
nyomdájában. Felelős vezető Radek József

SZÉCHENYI 2020
MAGYARORSZÁG KORMÁNYA
Európai Unió
Európai Szociális Alap
BEFEKTETÉS A JÖVŐBE

Tartalomjegyzék

Tartalomjegyzék **5**

Köszönetnyilvánítás **8**

Bevezető **9**

I. Alapfogalmak és vizsgálati keret **12**

I.1. Fogalmi elhatárolások: vállalkozás, tőke, kockázat 12
I.2. A „kockázati tőke" kifejezés tartalma 19
I.3. A kockázati tőkepiac szereplői 25

II. A kockázati tőke működését meghatározó tágabb keretrendszer **32**

II.1. Közvetlen állami szerepvállalási formák 37
II.1.1. Állami tőkealapok 37
II.1.2. Magyar állami kockázati tőkealapok 41
II.1.3. Közvetlen állami támogatások: díjak, garanciavállalás 46
II.1.4. Nemzetközi legjobb gyakorlatok az adózás körében 48
II.2. A közvetett állami intézkedések egyes formái 53
II.2.1. A „vállalkozó-barát" jogi és üzleti környezet elemei 53
II.2.2. A szellemi tulajdonjogok védelmének szerepe 55
II.2.3. Spin-off vállalkozások és a kockázati tőke 60
II.2.4. A tőzsde szabályozásának szerepe a kockázati tőkefinanszírozásban 66

III. A kockázati tőkebefektetések szabályozásának történeti áttekintése **68**

III.1. A kockázati tőkebefektetések rendszertani elhelyezése 68
III.1.1. A kockázati tőkealap és az alapkezelő jogi jellege 68
III.1.2. A kockázati tőkealap-jegy mint értékpapír 71
III.2. Uniós jog és magyar jogharmonizáció a kockázati tőkebefektetések körében 72
III.2.1. A kockázati tőkebefektetések szabályozásának magyar előzményei 72
III.2.2. A gazdasági válságot követő uniós szabályozás 77
III.2.3. Az európai kockázatitőke-alapokról szóló rendelet 82

IV. A kockázati tőkebefektetések egyes magánjogi vonatkozásai **88**

IV.1. Elméleti alapvetések 88

IV.1.1. Ügynök-elmélet és információs aszimmetria a kockázati tőkebefektetések körében ... 88
IV.1.2. A vállalkozások külső finanszírozásának egyes kérdései ... 93
IV.1.3. A kockázati tőkebefektetés, mint jogügylet szakaszai ... 95
IV.2. A kockázati tőkealap és az alapkezelő viszonyát szabályozó szerződés ... 98
IV.2.1. A terminológiáról röviden ... 98
IV.2.2. Alapkezelés és vagyonkezelés ... 100
IV.2.3. Az alapkezelési szabályzat ... 104
IV.2.4. Az alapkezelői juttatások változása ... 106
IV.2.5. A kockázati tőkealap létrehozása, működésének szabályai ... 109
IV.2.6. A kockázati tőkealap megszűnése ... 111
IV.3. A befektetési szerződés, mint jogügylet ... 114
IV.3.1. A szerződés előkészítésének egyes jogi kérdései ... 114
IV.3.2. A befektetési szerződés jogi jellege ... 119
IV.3.3. A szerződés alanyai és lényeges tartalma ... 123
IV.3.5. Az egyes szerződési feltételekről ... 132
IV.3.6. A vételi jog megítélése a magyar jogban ... 135
IV.3.7. A szerződés megszűnése – kiszállás ... 138
IV.3.8. A kiszállást szabályozó szerződések és jogszabályok ... 141

V. Összegző gondolatok ... 148

Hivatkozott szakirodalom ... 154

Melléklet I. ... 168

Az Európai Parlament és a Tanács 345/2013/EU rendelete (2013. április 17.) az európai kockázatitőke-alapokról (EGT-vonatkozású szöveg) ... 168
I. Fejezet: Tárgy, hatály és fogalommeghatározások ... 181
II. Fejezet: Az „EuVECA” megnevezés használatának feltételei ... 185
III. Fejezet: Felügyelet és igazgatási együttműködés ... 192
IV. Fejezet: átmeneti és záró rendelkezések ... 197

Melléklet II. 2014. évi XVI. törvény a kollektív befektetési formákról és kezelőikről, valamint egyes pénzügyi tárgyú törvények módosításáról * 200

Első rész: Bevezető rendelkezések 200

I. Fejezet 200

Második rész: Alapkezelőre, letétkezelőre vonatkozó szabályok 213

III. Fejezet: Alapkezelőkre vonatkozó általános szabályok 213

IV. Fejezet: ÁÉKBV-alapkezelő működési feltételei 228

V. Fejezet: Az ABAK működési feltételei 235

VI. Fejezet: Kiszervezés 240

VII. Fejezet: A befektetési alapkezelő felszámolása 244

VIII. Fejezet: Fióktelep létesítése, határon átnyúló szolgáltatás nyújtása 246

IX. Fejezet : Letétkezelőkre vonatkozó szabályok 254

Harmadik rész: A kollektív befektetési formákra vonatkozó szabályok ... 262

X. Fejezet: A befektetési alapok létrejötte 262

XII. Fejezet: A befektetési alap jogutód nélküli megszűnése 270

XIII. Fejezet: Befektetési alap átalakulása 273

XIV. Fejezet: Az egyesülésre vonatkozó szabályok 274

XV. Fejezet: A szétválás szabályai 284

XVI. Fejezet: A befektetési jegy 285

XVII. Fejezet: A befektetési jegyek forgalomba hozatala és folyamatos forgalmazása 286

XVIII. Fejezet: Kollektív befektetési értékpapírok határon átnyúló forgalomba hozatala és folyamatos forgalmazása 291

XIX. Fejezet: A nettó eszközérték, a befektetőknek történő kifizetések általános szabályai, az illikvid eszközök elkülönítése 298

XX. Fejezet: Tájékoztatási kötelezettség 301

Negyedik rész: A cél- és gyűjtő-ÁÉKBV-kre vonatkozó szabályok 309

XXI. Fejezet: A cél- és gyűjtő-ÁÉKBV-k speciális szabályai 309

Köszönetnyilvánítás

Szeretném köszönetemet kifejezni a könyv megszületése kapcsán az egyetemi éveimet hallgatóként és később oktatóként egyaránt végigkísérő Kállay Istvánnak, akinek atyai jótanácsai nélkül nem tartanék ma ott, ahol. Szintén köszönettel tartozom Milassin Lászlónak, aki a nyugodt kutatói légkört biztosított számomra a Széchenyi István Egyetem Deák Ferenc Állam- és Jogtudományi Karának Nemzetközi Köz- és Magánjogi Tanszékén. Köszönettel tartozom Szegedi Andrásnak, aki akkor vett át a Kereskedelmi-, Agár- és Munkajogi Tanszékre, amikor a legnagyobb szükségem volt rá. Doktori témavezetőm, Szalay Gyula prodékán szintén sokat segített a könyv alapját jelentő disszertáció megvédése és annak szervezése kapcsán. A disszertáció bírálói: Bende-Szabó Gábor előopponens, valamint Miskolczi-Bodnárné Harsányi Gyöngyi és Farmasi Attila értékes észrevételei gazdagították és javították a 2012-es anyagot.

A könyv előkészítésében elévülhetetlen érdemei vannak Kecskés Gábornak, akinek a pályázati eljárásban nyújtott segítségét ezúton is nagyon köszönöm.

Végül, de elsősorban Férjemnek köszönöm a hosszú évek kitartó támogatását és azt a felbecsülhetetlen mértékű és mennyiségű türelmet (amely erény kettőnk közül csak az Ő sajátja), amelyet mind a doktori eljárásban, mind a kézirat véglegesítése során irányomban tanúsított, nem tudok elég hálás lenni érte.

Bevezető

A kockázati tőke, illetve a kockázati tőkebefektetés, mint kifejezések a magyar gazdasági szakirodalomban a kilencvenes évek elején jelentek meg, az angol *venture capital* kifejezés fordításaként. Ezen kifejezéssel együtt került be a szakirodalmi szókincsben a magántőke-befektetés is az angolszász *private equity* megfelelőjeként. Ezen két kifejezést a szerzők gyakran szinonímaként használták, vagy a pontos fogalmi elhatárolást sokáig nem látták szükségesnek.[1] Mára a közgazdaságtan nagyrészt elhatárolta egymástól ezeket a jelenségeket, és a jogforrásokban megjelenő kockázati tőke kifejezés is egyre szűkebb értelmezési tartományban mozog.

De mit is jelent a kockázati tőkebefektetés? A kockázati tőkebefektetés *tőzsdén nem jegyzett, nagy növekedési potenciállal rendelkező gazdasági társaságban való tulajdonszerzés, amelynek célja a társaság értékének növelése a tőke biztosításán túl a társaság vezetésében való részvétel útján, valamint az így megszerzett tulajdoni hányad nagy haszonnal történő értékesítése*.[2]

A kockázati tőkebefektetések legaktívabb piacán, az **Egyesült Államok**ban a gazdasági és politikai döntéshozók számára nem kérdés, hogy a kockázati tőkebefektetések az ország teljesítménye szempontjából hasznos, támogatandó gazdasági ügyletek. A National Venture Capital Association 2011-es évkönyve szerint[3] 2010 során az országban megvalósult 3295 ügylet mintegy 22 milliárd dollár értékű befektetett tőkét jelentett, a befektetések értéke az Egyesült Államok GDP-jének mintegy 0,2%-át érte el. Az IHS Global Insight kutatóintézet adatai szerint,[4] 2008-ban a kockázati tőkével érintett vállalatok adták az amerikai adóbevételek 21%-át, 12 millió embert foglalkoztattak, a magánszektor munkavállalóinak 11%-át. A kockázati tőkével finanszírozott vállalkozások az átlagnál nagyobb árbevételnövekedést értek el, és a munkaerő-felvétel aránya is magasabb, mint a többi gazdasági szereplő esetében ugyanebben az időszakban. Ez a két faktor nem csak a 2008-as évre jellemző, Josh Lerner 1999-es tanulmánya szintén megerősíti, hogy az (állami) kockázati tőkeprogramokban résztvett, azokon keresztül finanszírozást nyert vállalkozások az átlagosnál szignifikánsan jobb eredményeket érnek el a munkaerő-bővítés és az éves árbevétel

---

1 Pl. Karsai, 1997, 165.

2 A definíció részletes levezetését és indoklását a II. fejezet tartalmazza.

3 NVCA Yearbook 2011. Letölthető az egyesület honlapjáról. (Elérhető: www.nvca.org.)

4 IHS Global Insight 2009. (Elérhető: http://www.altassets.net/pdfs/nvca_venture_impact_5thedition.pdf. Letöltés ideje: 2011.06.10.)

tekintetében.[5] Az 1970-es évektől kezdve az Egyesült Államokbeli társaságok közül több, mint 27.000 kapott valamilyen formában kockázati tőkefinanszírozást mintegy 456 milliárd dollár értékben.[6]

Az **Európai Unió** csak az 1990-es évek végétől foglalkozott aktívan a kockázati tőkepiaccal, illetve annak az európai gazdaságra gyakorolt hatásával. Az EVCA 2008-as évkönyve alapján a kockázati és magántőke finanszírozást kapott mintegy 5200 gazdasági társaság 73,8 milliárd eurónyi tőkéhez jutott. Ezen vállalkozások 85%-a 500 főnél kevesebb alkalmazottat foglalkoztató kis- és középvállalkozás volt. A statisztikai adatok szerint 2000 és 2004 között a kockázati tőkével finanszírozott vállalkozások 1 millió új munkahelyet teremtettek az Unióban, amely az érintett munkahelyek esetében évi 5,4%-os bővülést jelent, míg ugyanezen időszak alatt az EU25 átlaga évi 0.7%-os növekedés volt. A kockázati tőkefinanszírozást kapott társaságokon belül a növekedési szakaszú vállalkozásoknál a munkaerő-növekedés 2,4%-os volt 1997 és 2004 között, ugyanakkor a korai fejlődési szakaszú kis- és középvállalkozásoknál évente általgosan 30,5%-kal több munkavállalót foglalkoztattak ugyanebben az időszakban.[7]

Minthogy a kockázati tőkebefektetések célcsoportja a nagy növekedési potenciállal rendelkező kis- és középvállalkozások (továbbiakban: kkv-k), az Európai Unió mindig is együtt kezelte a kockázati tőkefinanszírozás megítélésének kérdését a kkv-támogatással, az innováció-támogatással. Ebből kifolyólag az európai kockázati tőkepiac elemzése sajátos szemüvegen keresztül látszik az EU-ban, amely a kkv-k könnyebb tőkéhez jutásán keresztül láttatja a piacot. Ugyanakkor az EU munkaanyagai nem nélkülözik a kockázati tőkebefektetések európai eredményeinek elismerését az innováció szempontjából sem. Külön kiemelésre érdemes, hogy a kockázati tőke által finanszírozott innovatív és növekedésorientált vállalkozások általgosan kiadásaik 45%-át fordítják kutatásra és fejlesztésre, ami általgosan évi 3,4 millió eurónak felel meg vállalkozásonként. Ez az tőke hatszor több annál, mint amit az EU-25 kutatásfejlesztésre legtöbbet fordító 500 vállalkozása költ erre.[8]

Magyarországon a kockázati tőkebefektetések mintegy két évtizedes múltra tekintenek vissza. Karsai Judit szerint a 2000-es évek végére a kockázati- és magántőkét közvetítő iparág hazánkban – szereplőit, működési

---

[5] Lerner, 1999.

[6] A legrészletesebb adatbázis 1995-től: MoneyTree, amelyet a PricewaterhouseCoopers és a National Venture Capital Association állít össze negyedévente.

[7] EVCA Yearbook, 2008.

[8] A Bizottság közleménye a Tanácsnak, az Európai Parlamentnek, az Európai Gazdasági és Szociális Bizottságnak és a Régiók Bizottságának a kockázati tőkealapok határokon átívelő befektetéseit korlátozó akadályok felszámolásáról. COM (2007) 853 végleges. 7.

mechanizmusát, funkcióját és hatékonyságát tekintve – lényegében hasonlóvá vált az európai kockázati- és magántőke ágazathoz.[9]

1998 és 2010 között a kockázati tőketársaságok mintegy 420 ügylet során megközelítőleg 3,2 milliárd USD értékben valósítottak meg befektetéseket magyarországi gazdasági társaságokban.[10] Ezek az adatok elsősorban a formális, vagyis kifejezetten kockázati tőkefinanszírozás nyújtására létrejött társaságok adatait tartalmazza. Ugyanakkor a piacon jelentős szerepet játszanak az ún. üzleti angyalok (*business angels*),[11] más elnevezéssel informális befektetők, vagyis azok a magánszemélyek, akik a kockázati tőkebefektetéseket a magánvagyonuk terhére és javára hajtanak végre. A Global Entrepreneurship Monitor (GEM) a vállalkozói aktivitás és gazdasági növekedés kutatási programjában vizsgálta a magyarországi informális tőkebefektetéseket, és arra az eredményre jutott, hogy a felnőtt népesség 2,2%-a, azaz 144 000 magánszemély végzett informális befektetést átlagosan 1 millió Ft értékben.[12]

A téma úttörő kutatója, Karsai Judit a magyar kockázati tőkepiac általa vizsgált másfél évtizedét 4 fejlődési korszakra osztotta, amelyek közül az utolsót 2001-től napjainkig jelölte meg, mint a piaci tisztulás, racionalizálás időszaka. A tanulmánya megjelenése óta lezajlott, 2008-tól számított pénzügyi-gazdasági válság azonban – úgy vélem – indokolja egy új korszakhatár megjelölését, amely nem csak hazánkban, hanem nemzetközi szinten is megtorpanást jelentett az ágazatban, és még inkább jellemzővé tette a figyelem eltolódását az érett vállalati életszakaszok felé. Ugyanakkor a 2010-es hazai és nemzetközi adatokból már az látszik,[13] hogy a piac ismét magára talál, és új lendületet vesz, ugyanakkor ez elsősorban az Európai Unió támogatásával létrejött JEREMIE-alapok megjelenésének következménye.[14]

A továbbiakban be kívánjuk mutatni a kockázati tőkebefektetések jogi és gazdasági környezetét elsősorban magyar, másodsorban nemzetközi viszonylatban. Célkitűzésünk, hogy az olvasó képet kapjon ezen különleges ügylettípusok gyakorlatáról, annak gazdasági-jogi beágyazottságáról. Jelen munka újdonságát a hangsúlyozottan jogi megközelítés jelenti, mivel a kockázati tőkebefektetések irodalma elsősorban közgazdasági jellegű.

---

9 Karsai, 2006(b).

10 HVCA, 2011, 23.

11 Az üzleti angyal *(business angel* vagy *angel investor*) kifejezés eredetileg a a drága és kockázatos Broadway-darabok finanszírozásával foglalkozó gazdag magánszemélyeket jelentette. A kockázati tőkebefektetések körében az informális befektetői kört jelenti, vagyis azokat a tehetős vállalkozókat vagy magánszemélyeket, akik a vállalkozások kezdeti szakaszában nyújtanak tőkét. Részletesebben lásd még: II. 5. pont.

12 GEM Hungary, 2004. Ezt az ismertetést veszi át: Ácsné Danyi, 2004 .

13 HVCA, 2011; EVCA, 2011.

14 Joint European Resources for Micro – to Medium Enterprises – JEREMIE.

I. Alapfogalmak és vizsgálati keret

I.1. Fogalmi elhatárolások: vállalkozás, tőke, kockázat

A kockázati tőkebefektetések elsődleges szakirodalmát a közgazdaságtani források jelentik, amelyek gyakran más terminológiával élnek, mint a jogtudomány. A téma feldolgozása során a következőkben ezért olyan fogalmak is megjelennek, amelyek nem a jogi, hanem a gazdasági irodalom sajátjai, ezért fogalmi pontosításra és elhatárolásra lehet szükség.

A kockázati tőkebefektetésekhez kapcsolódó alapfogalmak, mint a vállalkozás, a tőke vagy a kockázat pontos értelmezési kereteinek tisztázása nélkül a kockázati tőke, mint gazdasági-jogi jelenség meghatározása nem elképzelhető, ezért a fogalmi elhatárolások körében először ezen alapkérdések tisztázására kerül sor.

Robert Hirsch szerint „**a vállalkozás** valami új és értékes dolog létrehozásának folyamata, amelyben a vállalkozó biztosítja a szükséges időt és erőfeszítést, vállalja a felmerülő pénzügyi, pszichikai és szociális kockázatot, és megkapja az ennek következtében létrejövő pénzbeli és személyes megelégedettséget nyújtó jutalmakat”.[15]

A közgazdaság-tudomány egyik ága, a vállalati gazdaságtan szintén használ egy vállalkozás-fogalmat, amely szerint a vállalkozás: befektetés, pénztőke és termelőeszközök bevitele gazdasági tevékenységbe azzal a céllal, hogy árutermék előállítása, különböző fogyasztási igények kielégítése révén jövedelem keletkezzen. Fontos elhatárolási kérdés, hogy a vállalkozás és a vállalat nem szinonim fogalmak, minthogy a vállalkozás egy tevékenység, a vállalat pedig ennek szervezeti kerete.[16]

A vállalkozás és vállalat szakkifejezések a jogi szakirodalomban nem ebben a formában jelennek meg, hanem mint gazdasági társaságok, amelyek korábban a gazdasági társaságokról szóló 2006. évi IV. törvény (Gt) hatálya alá tartoztak, jelenleg a Polgári Törvénykönyv 3. könyvében találhatóak a működési részletszabályaik.[17]

A szűk értelemben vett kockázati tőkebefektetések szempontjából a vállalkozások alatt elsősorban a társasági jog hatálya alá tartozó társaságokat értjük, ugyanakkor figyelembe véve a befektetésekhez kapcsolódó

[15] Hisrich – Peters – Shepherd, 2009, 21.
[16] Balogh et al., 1994, 19.
[17] Metzinger Péter disszertációjában részletesen elemzi a vállalkozás-társaság-cég elnevezések jogi és közgazdaságtani használatának egyes kérdéseit. (Metzinger, 2008, 27–31.)

előzményeket, valamint az üzleti angyal befektetések piaci szerepét is, a vállalkozások alatt a jelen munka keretei között a közgazdasági értelemben vett kategóriát értjük, vagyis a szövegben vállalkozásként megnevezett jogi személyek és jogi személyiség nélküli gazdasági társaságok, és szűk körben az egyéni vállalkozások, egyéni cégek is a vállalkozás megnevezés hatálya alá tartozónak tekintendők.

A kockázati tőkebefektetések jogi szempontú vizsgálatához megkerülhetetlen a **tőke** fogalmának meghatározása, vagy legalábbis annak a témakör szempontjából érintett körülhatárolása. Jelen munka nem vállalkozik, és nem is vállalkozhat arra, hogy a jogtudomány és a szorosan érintett közgazdaság-tudomány minden eddigi eredményét számba véve egy új, érvényes definíciót adjon a tőke fogalmára. Sőt, a szerző kizárólagos törekvése, hogy jelen munka keretei között kizárólag a kockázati tőkebefektetések szempontjából értelmezett tőke-meghatározásra szorítkozzon.

A tőke fogalmának meghatározására, leírására vállalkozó szerzők közgazdász, jogász, szociológus, történész szemszögéből, vagy ezek szintézisének igényével törekedtek a definiálásra.[18] A szakirodalom tanulmányozása során nyilvánvalóan elkülönül a tőkefogalom elméleti és gyakorlati (adott esetben jogforrási) megközelítése, amely során a szerzők kiinduló pontja alapvetően közgazdasági, szociológiai vagy tételes jogi. Sőt, a gazdaság evolúciójával foglalkozó irodalom is ad egy saját tőke-meghatározást, amely elkülönül a korábbi tőke-meghatározásoktól.[19]

A közgazdasági irodalomban a szerzők vitáinak középpontjában az a kérdés áll, hogy a tőke a munkával és a földdel egyenértékű termelési tényező-e, illetve a tőkét ezen más termelési tényezőhöz viszonyítva értelmezik (Smith, Turgot, Ricardo, Marx). Keynes hozott érdemi fordulatot a tőke megítélésében, amennyiben munkássága eredményeként önálló és független termelési tényezővé válik a tőke, amelyet úgy definiálnak, mint beruházásokat ösztönző tényező. A tőke kiemelkedő közgazdasági teoretikusa Julia Storberg, akinek fő megállapítása, hogy a közösségekre vonatkozó tőkekategóriák mellett egyre nagyobb hangsúlyt kapnak az egyén sajátosságokra vonatkozó tőketípusok.[20] Többek között ezzel is magyarázható a „társadalmi tőke" szakkifejezés gyors terjedése az 1980-as évektől kezdődően, illetve az egyes humán vonásokhoz kötődő tőke-kategóriák növekvő száma is.

---

[18] Erre egy jó példa Tóth Balázs István 2010-es tanulmánya, amely a tőke fogalmának összefoglaló vázlatát is adja, és emelett az egyes megközelítések eredményeit használja fel az immateriális és területi tőke összefüggéseinek vizsgálatakor.

[19] Mérő László pl. így határozza meg a tőke fogalmát: olyan eszköz, amlyet a korábbi termelés eredményéből rezerválunk a jövőbeli termelés hatékonyabbá tétele érdekében akár magunk, akár más számára. (Mérő, 2007, 23.)

[20] Storberg, 2002.

A Világbank egy 2006-os tanulmánya bevezeti az ún. intézményi tőke fogalmát is, amely az állami vagyon részeként annak intézményeiben, jogi és gazdasági rendszerében rejlő, külön nevesíthető tőkefajtaként jelenik meg.[21]

Tóth Balázs István a közgazdasági tőkeelméletek összefoglalásakor az alábbi tőketípusokat nevesíti: az előállított vagy termelt tőke (*produced capital*), a pénztőke (*financial capital*), a beruházási tőke (*investment capital*), valamint az immateriális tőke, amelynek az alábbi elemeit nevesíti: szellemi tőke, humán tőke, szervezeti tőke, strukturális tőke, kapcsolati tőke.[22]

A szociológiai elméletek egy összegzését adja Pierre Bourdieu, amikor a tőkét három kategóriába sorolja, úgymint gazdasági tőke, kulturális tőke és társadalmi tőke. Elméletének lényege az ökonomizmus, vagyis hogy minden tőkeformát a gazdasági tőkéére redukálhatónak tart, ugyanakkor azt is állítja, hogy egymásba alakulások folytán végül is nem vezethető vissza minden kizárólag a gazdasági tőkére.

A szociológiai elméletek nyomán bevezetett „társadalmi tőke" fogalom elhatárolásakor Sik Endre az egyes tőkefajtákat a közgazdasági elméletek felhasználásával a következőkben nevesíti: pénztőke, fizikai tőke, emberi tőke, kapcsolati tőke.[23] Az egyes tőkefajták megkülönböztető jellemzőit az 1. sz. ábra foglalja össze.

A tőke jogi fogalmának meghatározásakor támaszkodhatunk jogelméleti és tételes jogi irodalomra, de mindezek vizsgálatához nem hagyhatjuk teljes mértékben figyelmen kívül a közös alapnak tekinthető közgazdasági elméletek eredményeit.

[21] WoldBank, 2006, 7.
[22] Tóth, 2010, 67.
[23] Sik, 2002, 89–90.

1. ábra: A tőkefajták jellemzői

	Pénztőke	Fizikai tőke	Emberi tőke	Kapcsolati tőke
Elidegeníthetőség	Eladható, elcserélhető, adományozható, örökölhető, kollateralisként használható	Eladható, elcserélhető, adományozható örökölhető	Megvehető, elcserélhető), adományozható örökölhető	Megvehető, elcserélhető, adományozható örökölhető
Mérhetőség	Teljes mértékben, specializált szakmák mérik minden rezdülését	Teljes mértékben, értékelését speciális szakmák képviselői végzik	Csak becsülhető, de léteznek már standard mérési módok	Csak becsülhető, kísérletek standard mérési technikák kialakítására
Romlékonyság	Devalváció, infláció, fizikai pusztulás	Hosszú ideig tartós (fizikailag még akkor is, amikor a könyvelés már leírta)	Hosszú ideig tartós	Hosszú ideig tartós, de vannak rövid távú formái is
Rugalmasság	„mindent" meg lehet szerezni általa	Van, ami csak arra jó, amire létrehozták, van, ami mindenre alkalmas	Van, ami csak arra jó, amire létrehozták, van, ami mindenre alkalmas	Van, ami csak arra jó, amire létrehozták, van, ami mindenre alkalmas

Forrás: Sik, 2002, 90.

A tőke fogalmára a tételes jog konkrét választ nem ad. A jogi értelemben vett tőke fogalmára közvetett módon tudunk következtetni, amikor azokat a jogforrásokat vesszük górcső alá, amelyek a tőkével és annak kapcsolódó fogalmaival operálnak. A vizsgálódás egyik fontos iránya a tőkepiaci törvény rendelkezéseinek vizsgálata, a másik kiindulási pontnak pedig a társasági jogot tekinthetjük. A Polgári Törvénykönyv (továbbiakban: Ptk.) III. könyvének 3:5 § alapján jogi személy létesítő okiratában meg kell határozni a jogi személy jegyzett tőkéjét, az egyes tagok vagyoni hozzájárulását, valamint a jegyzett tőke rendelkezésre bocsátásának módját és idejét. A gazdasági társaságok tagjainak vagyoni hozzájárulásáról a részletes általános szabályokat a 3:98-99 §-ok tartalmazzák. A gazdasági társaságok viszonylatában a tőke a jogszabály értelmezésében vagyoni hozzájárulást jelent, amelynek két formája a pénzbeli hozzájárulás, és az apport. Az apport tárgyának a törvény értelmében vagyoni értékkel kell bírnia és forgalomképesnek kell lennie. A tőke ilyen megközelítése a fent tárgyalt szociológiai fogalmakkal összevetve egyértelműen kizárja az emberi és kapcsolati tőke apportálhatóságát, így – legalábbis társasági jogi értelemben – a pénztőke és a fizikai tőke tekinthető egyben jogi értelemben is elfogadott

tőkének. Különösen igaz ez annak fényében, hogy a 3:99. § (1) bekezdés második mondata értelmében a tag munkavégzésre vagy más személyes közreműködésre, illetve szolgáltatás nyújtására irányuló kötelezettségvállalását nem pénzbeli hozzájárulásként figyelembe venni nem lehet.

A joggyakorlat[24] és a jogirodalom[25] is részletesen kimunkálta az apportálható vagyonelemek körét, amelyek lényeges tulajdonságait az alábbiakban foglalhatjuk össze:

- tárgyának pénzben kifejezhető értékkel kell rendelkeznie;
- szabadon átruházhatónak kell lennie, minthogy apportálás esetén a gazdasági társaság tulajdonába kell kerüljön;
- az 1/2002 PJE alapján az apport tárgya lényegét tekintve áruként viselkedik a nem pénzbeli vagyoni hozzájárulást teljesítő tag és a gazdasági társaság viszonylatában;
- szellemi alkotáshoz fűződő jogok lehetnek nem pénzbeli vagyoni hozzájárulás tárgyai;
- apportálhatók ingatlanra vonatkozó vagyoni értékű jogok.

A fentiek alapján megállapítható, hogy a magánjog tőke-fogalma a vagyoni értékkel bíró, tulajdonjog tárgyát képező dolgokra terjed ki, így közelebb áll a közgazdasági klasszikus tőke-fogalmakhoz, mint annak kiterjesztően értelmezett szociológiai meghatározásához.

A gazdasági társaságok működéséhez szorosan kötődő számviteli kérdéseket a 2000. évi C törvény szabályozza, amelyben a tőke jogi fogalmának egy más megközelítését találjuk. A számviteli törvény értelmező rendelkezéseinek (9) bekezdés 3. pontjában találjuk a tőkeinstrumentum fogalmát, amelyek *a tulajdoni részesedést jelentő befektetés kibocsátójánál a saját tőke (saját tőkeelem*[26]). A saját tőke fogalmát a mérleg egyes részeinek leírását tartalmazó címen belül a 35. § határozza meg. Eszerint a mérlegben forrásként a saját tőkét, a céltartalékokat, a kötelezettségeket és a passzív időbeli elhatárolásokat kell szerepeltetni.

A saját tőke a – jegyzett, de még be nem fizetett tőkével csökkentett – jegyzett tőkéből, a tőketartalékból, az eredménytartalékból, a lekötött tartalékból, az értékelési tartalékból és a tárgyév mérleg szerinti eredményéből tevődik össze.[27]

A közgazdasági és pénzügyi szakirodalom által bevezetett idegen tőke fogalmat a számviteli törvény nem ismeri, ugyanakkor a fogalmi elhatárolások között jelentőségét az adja, hogy a társaságok finanszírozása során a

[24] Papp Tekla 1999-es tanulmánya a Legfelsőbb Bírósági esetjogot részletesen bemutatja.
[25] Pl. Wellmann, 2003., illetve Menyhárd, 2005.
[26] 2000. évi C. törvény 3.§. (9) 3. pont.
[27] Uo. 35§. (2).

már ismertetett saját tőkefogalom mellé a gazdasági szakirodalom párosítja az idegen tőke fogalmát is. Az idegen tőke alatt értjük mindazon forrásokat, amelyek nem a vállalkozás saját tevékenységének eredményeként, hanem azon kívüli forrásból kerülnek a vagyonba.

A tételes jogi tőke-fogalom összefoglalásaként, és annak a kockázati tőkebefektetésekre vonatkozó összefüggései tekintetében megállapítható, hogy a jelen munka keretei szempontjából tőke alatt *azt a vagyoni értéket képviselő, forgalomképes dolgot vagy dologösszességet értjük, amely a kockázati tőkebefektetések során egy gazdasági társaságban tőkeként megjelenhet*.

A **kockázat** fogalmának meghatározásakor elsősorban arra keressük a kérdést, hogy a jelen munka témáját jelentő kockázati tőkebefektetések mitől lesznek kockázati jellegűek, vagyis a kockázat megjelenési formáját és a kockázatvállaló személyét kell azonosítanunk.

A kockázat fogalmával több tudományág is foglalkozik, egységes definíciója nincsen. Ortwin Renn 1992-es munkája alapul szolgálhat a fogalom megértéséhez. Renn a kockázatok és azok kezelésének tanulmányozása során megállapítja, hogy a kockázatelméletek egyetlen közös vonása a valóság és a lehetőségek közötti eltérés.[28]

Kindler József 1987-es tanulmánya a kockázatot úgy határozza meg, mint egy cselekvési változat lehetséges (nem biztosan bekövetkező) negatívan értékelt következményeinek teljes leírása, beleértve a következmények súlyának és bekövetkezési valószínűségének megmutatását is.[29] A közgazdaság-tudományban pénzügyi kockázatnak tekinthetjük azt, ha jövőbeni lehetséges események eltérnek valamilyen várható értéktől. Biztosítási értelemben ezzel szemben kockázatnak tekintjük azokat az eseményeket, amelyek negatív kimenetelűek. Fentiek alapján látható, hogy a kockázat fogalmának a negatív kimenetel nem feltétlenül része, ugyanakkor a hétköznapi szóhasználatban a kockázat kifejezéshez biztosan nem kapcsolódik pozitív üzenet.

A kockázati tőkebefektetések körében a kockázati kifejezés egyértelmű negatív tartalmat nem hordoz. Az angol „*venture*” szó az *adventure,* vagyis merész vállalkozás, kaland kifejezés egy 16. századtól használt formája, amelyhez a *capital* kifejezés 1943-től kapcsolódik dokumentálhatóan, így

[28] Renn, 1992, 56. „All risk concepts have one element in common: the distinction between reality and possibilities…”.

[29] Kindler, 1987, 17.

kifejezve azt a finanszírozási formát, amelyet ma kockázati tőkebefektetésként határozhatunk meg.[30]

A német gazdasági irodalomban a kockázati tőkebefektések általános szakkifejezése a *Risikokapital* vagy *Wagniskapital*, de a *venture capital* kifejezés használata is általánosan elfogadott. A *Wagnis* a *venture*-höz hasonlóan kockázatot, merészséget jelent. A francia nyelv szintén az angolszász elnevezést átvéve a *capital risque* kifejezést használja, hasonlóan a spanyol *capital de riesgo* megjelöléshez. Fentiekből látható, hogy az angol *venture capital* fogalom más nyelvekben a kockázat, rizikó elnevezések használatával kerül átvételre.

A kockázati tőkebefektető, mint merész vállalkozó célja, hogy a befektetett tőkéjéért, és az így vállalt kockázatért kiemelkedő haszonra tegyen szert egy olyan társaságon keresztül, amely esetében a sikeres piaci működés nem garantált, nem dokumentált, vagy nehezen előre jelezhető. A befektető által vállalt kockázat tehát abban rejlik, hogy a vállalkozással való megállapodás során a lehetséges jövőbeli kimenetelek között a teljes befektetett összeg elvesztését is kalkulálja. Ebben a megközelítésben a kockázat nem negatív töltetű jelző, hanem annak jelzésére szolgál, hogy a befektetésen várható hozam széles skálán mozog, a várható legjobb eredménytől való eltérés mértéke igen jelentős is lehet.

A 'kockázati' jelző megfelelősége kapcsán elmondható, hogy talán szerencsésebb lett volna a 'kockázatvállaló' tőke, mint fogalom bevezetése, mivel ez jobban kifejezi a mögöttes tartalmat, ugyanakkor az elmúlt 20 év magyar gazdasági irodalmában a kockázati tőkebefektetés, mint *terminus technicus* olyannyira meggyökeresedett, hogy annak megváltoztatása nem járna annyi komparatív előnnyel, mint amennyi erőfeszítésbe telhet.

[30] Douglas Harper: Online Etimology Dictionary. (Elérhető: http://www.etymonline.com/ index.php?term=venture. Letöltés ideje: 2012.06.14., illetve: T. F. HOAD. „venture." (The Concise Oxford Dictionary of English Etymology, 1996.)

I.2. A „kockázati tőke" kifejezés tartalma

A kockázati tőkebefektetések széles körű gazdasági és szűk körű jogi irodalma csoportosítható a forrásország szerint. Ennek megfelelően a téma irodalmának alapja (1) az amerikai gazdasági irodalom, azon belül is elsősorban Josh Lerner,[31] Paul Gompers és Douglas Cumming[32] tanulmányai, ennek tanulságaira épít (2) az európai szakirodalom, amelynek gyűjtőpontja a European Venture Capital and Private Equity Association – EVCA,[33] valamint az Európai Bizottság, amely az EU kockázati tőkével összefüggő politikáinak meghatározó szereplője, végül (3) a regionális-nemzeti szakirodalom, amely a fenti két csoport eredményeit felhasználva elemzi saját szűkebb környezetének piacát. Ide sorolhatók még a nemzetközi szervezetek által összeállított tematikus irodalmak is, mint az OECD vagy a Global Entrepreneurship Monitor (GEM) által végzett kutatások és azok tapasztalatai. A források közül utolsóként (4) említem meg a jogi forrásokat, vagyis a jogszabályokból és más jogforrásokból származó meghatározásokat, amelyek megjelenhetnek nemzetközi és nemzeti szintű szabályozás részeként.

Az amerikai gazdasági irodalomban a magyarra „kockázati tőkebefektetés"-ként fordított fogalomnak több megfelelője is ismert: leggyakoribb a *venture capital* kifejezés, ritkábban alkalmazott a *risk capital* fordulat. A venture capital kifejezés alatt értik azt az elérhető tőkét és más forrást (*money or other resource*), amelyet a kivételes növekedési képességgel rendelkező induló vagy kisvállalkozások kapnak. A meghatározás három állandó eleme a pénzügyi forrás, a növekedési potenciál, és a korai életszakaszban lévő vállalkozás. A részletesebb elemzések között találjuk csak meg a további ismérveket, úgy mint innováció-finanszírozás és magas kockázat. Szintén csak a specifikumok között találunk utalást a befektető kilétére: intézményi vagy magánforrásból származik a befektetésre kerülő tőke. Az angolszász irodalomban a „magántőke"-ként fordított *private equity* kifejezés a vállalkozások növekedési szakaszába fektetett tőkeként jelenik meg.

Mason és Harrison az amerikai „*Venture Capital*" c. szakmai folyóirat szerkesztői előszavában[34] foglalták össze a kockázati tőke fogalmának egyes elemeit, de egzakt definíciót nem adtak a fogalomra. A Gompers és Lerner szerzőpáros több tanulmányban is rámutatnak a *venture capital* fogalmának

---

[31] Ld. az irodalomjegyzékben idézett munkákat.

[32] Úttörő munkái születtek az összehasonlító gazdaságtan területén, különös figyelemmel a kockázati tőkebefektetések szerződési gyakorlatára. A munkássága összefoglalása: Cumming – Johan, 2009.

[33] Megjelenő éves statisztikai közleményeik, és tematikus tanulmányaik az európai kockázati tőkepiac elemzésének alapjául szolgálnak. pl. EVCA Yearbook-sorozat.

[34] Mason – Harrison, 1999, 1–2.

meghatározatlanságára,[35] ugyanakkor maguk sem állítanak többet, minthogy az a korai, nagy növekedési potenciállal rendelkező vállalkozások finanszírozási formája. Az egyik legtöbbet idézett közös munkájukban[36] azt is kifejtik, hogy egyes szerzők szerint maga a kockázati tőke befektetés a kockázati tőkealap létrehozásával indul, amely megállapításból implicite az következik, hogy kockázati tőkebefektetés alatt ők elsősorban az intézményi kockázati tőkét értik. Definíciós igénnyel a kockázati tőkét (*venture capital*) 2001-ben úgy határozták meg, mint „független, professzionális irányítású, célzott tőke, amely saját tőke típusú befektetéseket eszközöl magántulajdonú, nagy növekedési potenciállal rendelkező társaságokban"[37].

Cumming és Johan[38] a kockázati és magántőke piac egyes szerződési típusainak vizsgálatakor a fogalmi elhatárolások körében mindössze annyit rögzítenek, hogy a *venture capital* olyan kockázati tőke (*risk capital*), amelynek célcsoportja a korai szakaszban lévő vállalkozások, míg magántőke *(private equity*) alatt a fentieken túl értik a vállalkozások fejlődési, terjeszkedési szakaszaihoz nyújtott kockázati jellegű forrásokat, a *turnaround*[39] és a *buy-out* (kivásárlási) ügyleteket is. Az angolszász definíciós kérdésekről egy német szerző, Arnd Plagge ír részletesen,[40] amikor a német (és részben a kontinentális Európa) és az Egyesült Államok kockázati tőkepiacát hasonlítja össze, megállapítva, hogy a szakirodalom egységes definíciója hiányában ő maga alkot az összehasonlításhoz saját meghatározást.

Az angolszász szakirodalom Egyesült Államokból eredeztethető (ide értve még Kanadát és Ausztráliát) forrásai a *venture capital* kifejezés alatt értik tehát a korai szakaszú, nagy növekedési potenciállal rendelkező vállalkozások finanszírozását elsősorban kockázati tőketársaságok által (*venture capital firms* – kockázati tőkealap), míg a magántőkeként fordítható *private equity* alatt értik mindazokat a forrásokat, amelyek nem hitelezés, hanem külső tőkebevonás útján kerülnek szintén nagy növekedési potenciállal rendelkező vállalkozásokhoz.

A fogalomváltozatok számosságára mutat rá 2007-ben Naqi és Hettihewa egy tanulmányban,[41] amelyben azon túl, hogy a definíció helyett a megkülönböztető ismérvek felsorolása mellett teszik le a voksukat, felvetik azt a problémát is, hogy az ázsiai országokban a kifejezéseket gyakran

[35] Pl. Gompers – Lerner, 2001(b).
[36] Gompers – Lerner, 1999.
[37] Gompers – Lerner, 2001(a), 146.
[38] Cumming – Johan, 2009, előszó.
[39] „Megfordító" finanszírozás, amely a nehéz pénzügyi helyzetben lévő vállalkozásokba fektet.
[40] Plagge, 2006, 3–6.
[41] Naqi – Hettiewa, 2007.

eltérő tartalommal használják, amelynek eredményeként a gyakorlatban a kockázati tőke és a magántőke kifejezések szinonimaként használatosak.

Az európai irodalom két megjelölt forrása közül az EVCA[42] a kockázati tőke kifejezést kizárólag a magántőke fogalom részeként értelmezi, amely magántőke magában foglal minden olyan finanszírozást, amelyet egy külső fél nyújt egy tőzsdén nem jegyzett vállalkozás számára azzal a céllal, hogy növelje a vállalkozás értékét (*raising value*). Az EVCA értelmezésében a *private equity* két része: *venture capital* és *buy-out*, amely utóbbi kifejezést a vállalati felvásárlásokra és az érett vállalati életszakasz finanszírozásának meghatározására használják. A másik fő forrásként megjelölt Európai Bizottság ehhez képest a fenti fogalmakat megint más értelemben használja:[43] a private equity 3 részből áll, úgy mint venture capital, expansion capital és buy-out. A kockázati tőke ezen belül jelenti a fiatal vállalkozások számára juttatott külső tőkét, amelynek elsődleges szerepe az értékteremtés. Új elemként jelenik meg az *expansion capital*, amely növekedési tőkeként fordítható, és a vállalkozások érett szakaszainak finanszírozásában elsősorban a már jól működő vállalatok reorganizációját jelenti.

Az **Európai Unió** jogforrási rendszerében a másodlagos források között találjuk meg azokat a dokumentumokat, amelyek a kockázati tőkebefektetések meghatározását tartalmazzák.

Az EU 1998-tól kezdődően foglalkozik a kockázati tőkebefektetések jelenségével. Az első hivatalos dokumentumban[44] a Bizottság két fogalommal is operál: a *venture capital* a szűk értelemben vett kockázati tőke, amely a tőzsdén nem jegyzett társaságokba történő befektetés kockázati tőketársaságok által (*venture capital firms*), akik egyéni, intézményi vagy belső vállalati vagyont kezelnek.[45] A definícióhoz hozzáteszi, hogy a befektetések 4 fajtája különböztethető meg attól függően, hogy a célvállalat milyen fejlettségi szinten áll: nevesíti a korai szakaszú (*early stage*), a terjeszkedő (*expansion*), a helyettesítő (*replacement*) és a kivásárlási (*buy-out*) tőkebefektetéseket. A fogalommeghatározások között külön nevesíti a *risk capital*t is, úgy mint olyan befektetés, amely a céltársaság korai fejlődési

[42] Az itt hivatkozott meghatározás az EVCA vállalkozók számára összeállított anyagából származik. (EVCA, 2007(b).)

[43] Európai Bizottság Belső Piac és Szolgáltatások Főosztály: Report of the Alternative Investment Expert Group – Developing European Private Equity. 2006 július. (Elérhető: http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Toolbox/Introduction_Tutorial/report_alternative_investment_expert_group.pdf.)

[44] Risk Capital – a key to job creation in the European Union. (DG Economic and Financial Affairs) SEC(1998) 552 final (a Hivatalos Lapban nem publikált) Az elfogadott akcióterv: COM(1999) 232.

[45] A meghatározás annyira kaotikus, hogy szükségesnek látom az eredeti szöveget idézni: „Investment in unquoted companies by venture capital firms who, acting as principals, manage individual, institutional on in-house money."

szakaszába fektet, ugyanakkor ide tartozónak értékeli tételesen az üzleti angyal finanszírozást, a *venture capitalt*, illetve az innovatív vállalkozások tőzsdére vezetését, mint kis- és középvállalati finanszírozási formát. A *private equity*-t a *public equity* ellentéteként határozza meg, úgy mint tulajdonszerzés magánbefektető által egy tőzsdén nem jegyzett vállalkozásban. A Bizottság ezen munkaanyagán alapul az állami támogatásokról és a kockázati tőkéről szóló 2001-es közlemény,[46] amely az állami támogatások elfogadhatóságát határozta meg egészen 2006-ig.

A fogalmi kérdésekben ugyanakkor módosítást figyelhetünk meg: a venture capital fogalmából 2001-ben kikerül a buy-out finanszírozás.[47] A 2001-es állami támogatásokról szóló közlemény lábjegyzetében szintén újabb fogalmi módosítást figyelhetünk meg: a venture capital kifejezést „alapvetően" (*essentially*) arra a jelenségre korlátozza, amelyet az intézményi kockázati tőkebefektetők, a kockázati tőkealapok valósítanak meg. A magyarázat tartalmazza azt a további kitételt is, hogy a kockázati tőkealapok gyakran többféle finanszírozási formát (*equity, mezzanine,*[48] kölcsön) is nyújtanak, és a kockázati tőke alatt a dokumentum ezen finanszírozás egészét érti.[49] Ez az álláspont, vagyis hogy a kockázati tőke fogalmába tartozna a kapcsolódó finanszírozások egésze is, újszerű, és a többi országban egyáltalán nem alkalmazott megközelítési mód.

Az uniós terminológiában kiemelkedő jelentőségű az európai kockázatitőke-alapokról szóló 345/2013/EU rendelete, amely két helyen tartalmaz meghatározást. Az (1) preambulumi cikk értelmében „a kockázati tőke finanszírozást nyújt olyan vállalkozásoknak, amelyek általában nagyon kicsik, vállalati fejlődésük kezdeti szakaszában vannak, valamint jelentős növekedési és terjeszkedési lehetőségeik vannak. A kockázatitőke-alapok emellett értékes szakértelmet és tudást, üzleti kapcsolatokat, márkaértéket (*brand equity*) adnak és stratégiai tanácsadást nyújtanak a vállalkozásoknak. A kockázatitőke-alapok azáltal, hogy finanszírozást és tanácsadást nyújtanak ezeknek a vállalkozásoknak, serkentik a gazdasági növekedést, hozzájárulnak a munkahelyek létrehozásához és a tőke mobilizációjához, elősegítik az innovatív vállalkozások létrehozását és elterjedését, növelik azok kutatási-fejlesztési befektetéseit, és táplálják a vállalkozói szellemet, az innovációt és a versenyképességet (…)". A rendelet szövege az európai

[46] State aid and risk capital. 2001/C 353/03. 21.8.2001.

[47] Communication from the Commission to the Council and the European Parlament on implementation of Risk Capital Action Plan. COM/2001/0605 final.

[48] A mezzanin-finanszírozás szűkebb értelemben a saját és idegen tőke között átmenetet képező hibrid instrumentum, amely többnyire a hitelezői jogviszonyhoz kapcsolódó törlesztőrészletek mellett tulajdonviszonyt megtestesítő opciós komponenst is tartalmaz.

[49] „… and the term „venture capital" refers to the totality of this finance" State aid and risk capital. 2001/C 353/03. 21.8.2001.1. lj.

kockázatitőke-alapok vonatkozásában a továbbiakban a „minősített kockázatitőke-alapok" definícióját adja. Ezen a ponton jegyezzük meg, hogy a magyar fordítás véleményünk szerint helyesítésileg és értelmileg is helytelen, ezért a továbbiakban az értelmileg (és nemzetközileg) helyes kockázati tőkealap kifejezést fogjuk következetesen használni.

A regionális és nemzeti szakirodalmak jellemzői, hogy nem alkotnak önálló definíciót, jellemzően hivatkoznak valamely elismert forrás meghatározására. Érdekes példaként kiemelhetők az izraeli források, ahol a kockázati tőkefinanszírozás fogalma alatt csak a high-tech – más forrásokban technológia-intenzív – szektornak juttatott tőkét értik, minden más olyan befektetést, amely növekedési potenciállal rendelkező vállalkozásokba irányul, a private equity fogalma alá vonnak.[50]

Az OECD meghatározásában[51] a kockázati tőke olyan finanszírozás, amely jellemzően fiatal, kockázatos, de fejlett technológiájú vállalkozások kapnak.

A nemzeti szakirodalom körében széles körben idézett Osman Péter[52] járta körbe a kockázati tőke magyar fogalmát. Osman definíciójában a kockázati tőke a jó növekedési képességű vállalkozások finanszírozásának nagy hatású eszközrendszere, amely része a magántőke fogalmának. A definíció pontosításánál, egyes elemeinek részletezésénél a szerző csupán az EVCA által meghatározott fogalmi elemeket ismerteti. A hazai szerzők közül Karsai Judit sem vállalkozik definíciós kérdések eldöntésére, mindössze utal az Osman által kifejtettekre.[53] Makra Zsolt, az üzleti angyal finanszírozás szakértője PhD-dolgozatában a kockázati tőkét úgy definiálja, mint „növekedés potenciállal rendelkező, tőzsdén nem jegyzett vállalatok számára nyújtott tőkebefektetés, amelynek célja a megszerzett részesedés középtávon nagy haszonnal történő értékesítése".[54]

A kockázati tőke, mint kifejezés használata a hivatalos magyar nyelvű dokumentumokban nem következetes. A 2006-os Bizottsági közlemény a kis- és középvállalkozások finanszírozásáról és a lisszaboni program végrehajtásáról[55] angol nyelvű szövege a következő összefoglaló gondolatot tartalmazza: „*The future of European competitiveness depends on an integrated, open, and competitive financial market that also covers risk capital, and in particular, that part of risk capital markets that is generally referred to as venture capital*", vagyis a *risk capital* (továbbra is úgy definiálva, mint

[50] Részletesen ismerteteti az izraeli kockázati tőkepiacot: Avnimelech – Teubal, 2004.
[51] OECD: Venture capital: Trends and policy recommendations, 2004.
[52] Osman, 2005, 20.
[53] Pl. Karsai, 2007(b), 1085.
[54] Makra, 2007, 13.
[55] COM (2006) 349 final.

informális tőkebefektetők + *venture capital* + innovatív vállalkozások tőzsdei bevezetése) fogalmán belül értelmezett *venture capital*, mint szűkebb kategória itt egyértelműen külön válik. A hivatalos magyar fordításban ez a szofisztikált megkülönböztetés teljes mértékben elsikkad: „Az európai versenyképesség jövője olyan integrált, nyílt és versenyképes pénzügyi piactól függ, mely a kockázati tőkét is magában foglalja, és különösen a kockázatitőkepiacok azon részét, melyet kockázati tőkebefektetések piaca néven ismerünk." Azon túl, hogy a fenti mondatnak nincs ebben a formában értelme, nem is adja vissza a lefedett ügyletek tartalmi megkülönböztetését.

A fentiek figyelembevételével a magyar terminológiában a „**kockázati tőkebefektetés**" használatát, amelyet az angolszász terminológia *venture capital* kifejezésével azonosíthatunk, a következő definíció alapján tartom alkalmazhatónak: *Tőzsdén nem jegyzett, nagy növekedési potenciállal rendelkező gazdasági társaságban való tulajdonszerzés, amelynek célja a társaság értékének növelése a tőke biztosításán túl a társaság vezetésében való részvétel útján, valamint az így megszerzett tulajdoni hányad nagy inhaszonnal történő értékesítése.*

Ezen kategóriába tartoznak tehát a fentiekben ismertetett magvető (*seed*), korai szakaszú (*start-up*), és terjeszkedési (*expansion*) finanszírozási formák, kiegészítve a kivásárlási tőkével (buy-out), amelyek ügyleteket megvalósíthatja mind formális (pl. kockázati tőkealap), mind informális befektető (pl. üzleti angyal).

Ezen definíción túl a **szűk értelemben** vett kockázati tőkebefektetések alatt értjük a következőket: *Kifejezetten erre a célra alapított kockázati tőketársaságok által megvalósított ügylet, amely során a kockázati tőketársaság nagy növekedési potenciállal rendelkező gazdasági társaságban való tulajdonszerzést követően részesedését előre meghatározott feltételek mellett meghatározott idő elteltével értékesíti.*

Ezen kifejezés alá tartoznak tehát az életszakasztól nem függő, de kizárólag intézményi kockázati tőkebefektetők által megvalósított ügyletek.

A korábban ismertetett szakkifejezések közül a *private equity*, amelyet magyarra „**magántőke**"-ként fordíthatunk: *Jelenti mindazokat a befektetési szerződéseket, amelyek eredményeként egy gazdasági társaság részesedést szerez egy másik gazdasági társaságban azzal a céllal, hogy a részesedését később nagy haszonnal értékesítse.*

Ide tartoznak a kockázati tőke tágabb fogalmán kívül mindazok az ügyletek, amelyek során gazdasági társaságok időlegesen részesedést szereznek egy másik társaságban, vagyis a vállalatközi fejlesztő-tőkebefektetések (*corporate venturing*), az áthidaló finanszírozás (*bridge financig*) és a hiteltámogatással megvalósuló menedzseri ki- ill. bevásárlás (*leveraged buy-out*) ezen halmaz részét képezik.

I.3. A kockázati tőkepiac szereplői

A fentiekben meghatározott kockázati tőkebefektetésekhez számos járulékos fogalom megismerése szükséges, amelyek a finanszírozási életszakaszokhoz, a módszerhez, illetve a nyereségszerzés mikéntjéhez kapcsolódnak. A később részletes ismertetésre kerülő szakirodalom jellemzője, hogy a korábban ismertetett definíciós aggályok sokkal kevésbé jelentkeznek, a gazdasági szakirodalom ezen fogalmakat részletesen, és (meglehetősen) egységesen kimunkálta.

A kockázati tőkebefektetésekhez tartozó egyes, a vállalati életszakaszokhoz kötődő finanszírozás megismeréséhez a közgazdasági szakirodalom vállalati életciklus-modelljeinek megismerése szükséges. Zsupanekné Palányi Ildikó foglalja össze egy 2007-es tanulmányában a hazai és külföldi szakirodalom legfontosabb életciklus-modelljeit.[56] A vállalati életciklus-elméletek alapját jelentik egyrészt a Jeffry A. Timmons[57] és az Ichak Adizes által kidolgozott modellek,[58] illetve a magyar szakirodalom jelentős alakjai, Szerb László,[59] Salamonné Huszty Anna[60] és Katits Etelka[61] által kimunkált elméletek. Ezek összegzéseként és a kockázati tőkebefektetések vonatkozásait is figyelembe véve, a vállalati életciklusokat 3 nagy szakaszra oszthatjuk, úgy mint: 1. előkészítési vagy bevezetési szakasz, 2. növekedés és 3. hanyatlás időszaka. A szerzők az ezen belüli korszakolás tekintetében térnek el egymástól, amennyiben például Szerb a hanyatlás időszakát az innováció vagy hanyatlás alternatíváiban képzeli el, ugyanakkor hiányzik a céghalál jelensége az elméletéből, míg Adizes egyenlő időszakokra osztja az életciklust mind a növekedés, mind a hanyatlás korszakai tekintetében. A kockázati tőkebefektetések helye az életciklus elején van: ezen finanszírozási forma szinte kizárólag a még növekedési potenciállal rendelkező társaságok számára nyújt tőkét. A korábbiakban ismertetett definíciós kérdések között felvetett turnaround vagy megfordító finanszírozás az egyetlen, amelyet a vállalkozás érett vagy késői szakaszában nyújt tőkét egy vállalkozásnak, ugyanakkor megjegyzendő, hogy ezen finanszírozási formát a szakirodalom fent ismertetett módon nem tartja feltétlenül a kockázati tőkefinanszírozás körébe tartozónak.

Az életciklusokhoz kötődő befetetések egyes ügyleteinek elnevezése a szakirodalomban a következő:

---

[56] Zsupanekné Palányi, 2007, 45–56.
[57] Timmons, 1990.
[58] Adizes, 1992.
[59] Szerb, 2000. és 2005.
[60] Salamonné Huszty, 2006.
[61] Katits, 2002.

(1) *Seed financing*, vagy **magvető** finanszírozás alatt értjük mindazokat az ügyleteket, amelyek a válllakozás alapításához, indításához nyújtanak tőkét.
(2) *Start-up financig*, vagy **induló** tőke biztosítása, amely már működő, de terméket még nem értékesítő, nyereséget nem termelő társaság számára, termékfejlesztésre, kezdeti marketingre, a termék piaci bevezetésére nyújtott finanszírozás.
(3) *Expansion capital*, vagy **terjeszkedés** finanszírozása, amelynek elsődleges célja a termelési kapacitás növelése, a piac- vagy termékfejlesztés, illetve pótlólagos működőtőke biztosítása, függetlenül attól, hogy egy vállalat termel-e nyereséget vagy sem.
(4) *Buy-out*, vagy **kivásárlás**i tőke, egy vállalkozás létező részvényeinek vagy üzletrészének megszerzése egy másik pénzügyi befektetőtől vagy más tulajdonosoktól.
(5) *Turn-around* vagy **megfordító** finanszírozás. Ezt a finanszírozási típust nem sorolja mindenki a kockázati tőke körébe, és a fent rögzített, jogi megközelítésű definíció szerint sem tartozik ide ez az ügylet. A megfordító finanszírozást értelmezhetjük úgy, mint az érett szakaszban lévő, de nehéz helyzetbe került vállalkozások „megmentése", vagy az érett szakasz egy újabb lendülete.

Annak ellenére, hogy a közgazdasági szakirodalom ezen kifejezések tartalmát, illetve az általuk lefedett ügyleteket részletesen kidolgozta, nem kerülhető meg a jogforrásokban megtalálható definíciók kérdése, amelyek – mint azt láthatjuk – nem feltétlenül fedik a fenti kategóriákat.

Ebben a tekintetben a legfontosabb forrás a korábban már hivatkozott Európai Bizottsági dokumentum, a Közösségi iránymutatás a kis- és középvállalkozásokba történő kockázatitőke-befektetések előmozdítását célzó állami támogatásokról.[62] Ez a jogforrás azért kiemelkedő jelentőségű, mert egyrészről a későbbi uniós joganyagok döntően ezekre a definíciókra hivatkoznak, másrészt a magyar joggyakorlat is több helyen alkalmazza. A dokumentum a következő fogalommeghatározásokat tartalmazza:

Magvető tőke alatt értjük a kezdeti vállalkozási koncepció tanulmányozására, értékelésére és kidolgozására az induló szakaszt megelőző finanszírozást.

Induló tőke ehhez képest a termékfejlesztésre és kezdeti marketingre nyújtott finanszírozás olyan vállalkozásoknak, amelyek terméküket még nem értékesítették üzletszerűen, és nem termelnek nyereséget.

Növekedési tőke pedig a vállalkozásnak a növekedéshez vagy bővüléshez biztosított finanszírozás, amelynek célja a termelési kapacitás növelése,

[62] 2006/C 194/2.

a piac- vagy termékfejlesztés, illetve a pótlólagos működőtőke biztosítása, függetlenül attól, hogy a vállalat nyereséges-e vagy sem.

A közgazdasági szakirodalom hagyományosan formális és informális szereplőkre osztja a kockázati tőkepiacot, ahol a formális szereplők közé tartoznak a kockázati tőkealapok és más intézményi befektetők, az informális szereplők csoportjába pedig jellemzően az üzleti angyalok és azok hálózatai. A piac jogi vizsgálatához azonban ez a megközelítés nem alkalmazható, hiszen ők a kockázati tőkebefektetésekhez kapcsolódó aktusok egyik alanyi csoportját jelölik csak, és egyben nem jelent a fenti csoportosítás különbséget az ügyletekben megjelenő jogintézmények szempontjából sem. Így a szereplők vizsgálatakor új megközelítést szükséges alkalmazni.

(1) **Befektetők**. A befektetők köre tartalmazza azokat a magánszemélyeket, akik egy vállalkozásba vagy vállalkozás-csoportba úgy eszközölnek befektetést, hogy annak keretében a vállalkozásban saját tőkét vagy kvázi-saját tőkét emelnek. A korábban ismertetett fogalmi keretekben ez a csoport magában foglalja az üzleti angyalokat, illetve a kockázati tőkealapok részjegyeinek tulajdonosait is.

(2) **Befektetési alapok és más közvetítők**, vagy befektetési eszközök. A közgazdasági szakirodalomban a kockázati tőkealapok és az intézményi befektetők (állami alapok, nyugdíj-alapok, kockázati tőkealapok, bankok, biztosító-társaságok), akik a céltársaságokban közvetlenül valósítanak meg kockázati tőkebefektetéseket, mint forrást nyújtó gazdasági társaság.

(3) **Céltársaságok**. Azok a gazdasági társaságok, akik a kockázati tőkebefektetések révén tőkeemeléssel forráshoz jutnak.

ad (1) A szereplők közötti jogügyletek szempontjából az üzleti angyalok, mint közvetlen befektetők és a céltársaság által kötött szerződések lényeges tartalmi elemeiben nem különböznek a befektetési alapok, vagy más jogi formában működő vagyontömegek, mint formális befektetők céltársaságokkal kötött szerződéseitől. Ugyanakkor szabályozási helyzetük (adózás, nyilvántartás, transzparencia, támogatási eszközök) indokolja, hogy külön szereplőként kerüljenek rögzítésre. Szintén indokolt azon magánszemélyek, jogi személyek vagy jogi személyiség nélküli gazdasági társaságok, illetve egyéb jogalanyok megkülönböztetése, akik a befektetési eszközök tulajdonosai, tekintettel arra, hogy az üzleti angyalokéhoz hasonlóan sajátos megítélés alá esnek több szabályozási tárgykör tekintetében, kiemelt figyelemmel az adózási szempontokra.

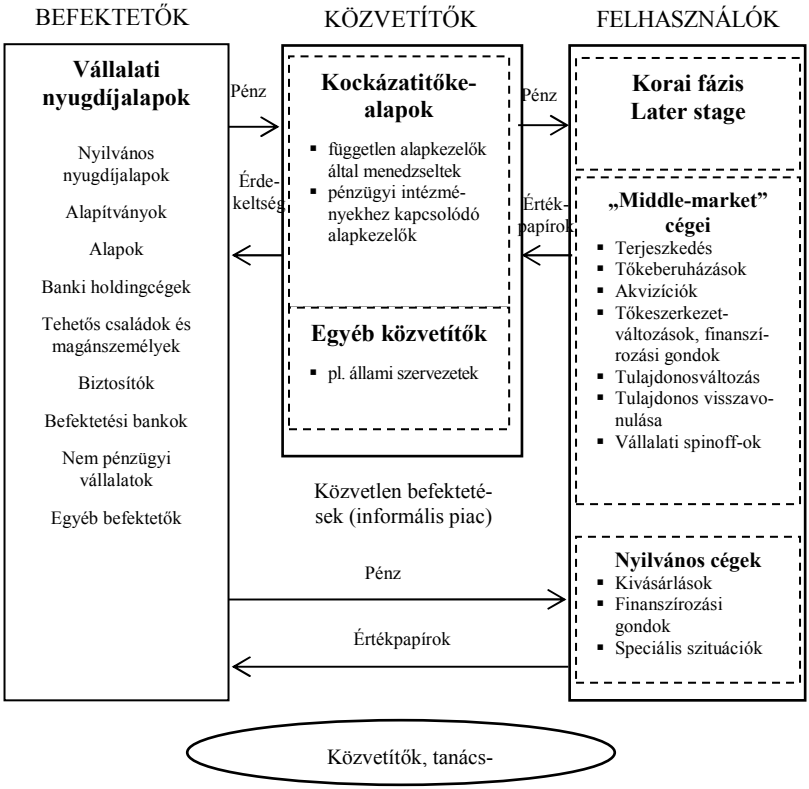
ad (2) A közgazdasági szakirodalom által legszélesebb körben feldolgozott ügylettípus a kockázati tőkealapok tevékenysége során kötött szerződések, illetve azok egyes kondíciói, a portfólió-összetételre és a döntéshozatal mikéntjére vonatkozó kérdések.

A kockázati tőkealapokra vonatkozó meghatározást a kollektív befektetési formákról és kezelőikről, valamint egyes pénzügyi tárgyú szerződések módosításáról szóló 2014. évi XVI. törvényben (Továbbiakban: ABA-törvény, jelezve, hogy a magyar jogszabály az alternatív befeketetési alapokra – ABA – és alapkezelőkre vonatkozó uniós szabályozás átültetése) találunk. Eszerint kockázati tőkealap olyan zártvégű alternatív befeketetési alap, melyet vállalkozásfejlesztés finanszírozásának céljából hoztak létre és befektetési politikája szerint az összesített tőke-hozzájárulása és a le nem hívott tőkéje legalább 70%-át a vállalati fejlődés kezdeti szakaszában lévő kisvállalkozásokba fekteti, amelynek kollektív befektetési értékpapírjait zártkörűen kizárólag szakmai befektetők részére hozzák forgalomba, és amely nem tőkeáttétellel finanszírozott.

ad (3) A céltársaságok, amelyek körének pontos meghatározása a definíciós kérdések között felvetett aggályok miatt nem egyértelmű, a kockázati tőkebefektetések során kötött szerződések másik alanyi csoportja. A vázolt definíció szerint tőzsdén nem jegyzett, nagy növekedési potenciállal rendelkező társaságok, amelyek a későbbiekben részletezésre kerülő érvek alapján ugyan közjogi értelemben kiemelten támogatandó körét jelentik a vállalkozásoknak, ugyanakkor magánjogi szempontból számos faktor (információs aszimmetria, szellemi tulajdonvédelem, tranzakciós költségek) hátráltatja pozíciójukat a szerződéskötés során.

A kockázati tőkebefektetések szereplőinek egy kiváló ábrán történő áttekintését adja Kovács Tamás doktori disszertációjában az alábbiak szerint:

2. ábra: A kockázati tőkepiac szereplői



Forrás: Fenn, Liang és Prowse[63] *alapján Kovács Tamás*[64] *átszerkesztésével.*

A befektetők körének meghatározásakor vizsgálnunk kell az európai és a magyar trendeket is a továbbiak pontos megértéséhez. Bár a szakirodalom a fenti befektetői kört látja kirajzolódni, a valóságban a folyamatosan változó jogi és gazdasági környezet alakítja az aktuális befektetői kört. Ennek illusztrálására vegyük az Európai Kockázati és Magántőke Egyesület (továbbiakban EVCA) 2014-es évkönyvének összefoglaló adatait a befektetői típusok alakulásáról.

Míg Nagy-Britannia és Írország adatai a szakirodalmi megállapításokat jól tükrözik, látnunk kell, hogy 2014. évben Közép-Kelet Európa vonatkozásában hiányoznak (0%-os adatokkal szerepelnek) az egészségügyi alapok, a

[63] Fenn – Liang – Prowse, 1995, 4.
[64] Kovács, 2013, 21.

biztosítótársaságok, a vállalati befektetők, a tőkepiac, a bankok és – a későbbiek szempontjából fontos – akadémiai, kutatóintézeti befektetők is. Aránytalanul magas ugyanakkor a régióban a kormányzati befektetők aránya, a második legmagasabb arány is csak fele a régiósnak! Ezen adatok elemzése több tényező vizsgálatát is igényli egyidejűleg.

3. ábra: A kockázati tőkebefektetések forrásai

Kockázati befektető formája	Nagy-Britannia és Írország	DACH (Auszria, Németország, Svájc)	Franciaország és a Benelux államok	„Észak" (Dánia, Finnország, Norvégia, Svédország)	Dél-Európa (Görögország, Olaszország, Spanyolország, Portugália)	Kelet-Közép Európa
Egészségügyi alap	11,3	2,8	3,1	7,1	0	0
Nyugdíjalap	40,3	49,5	11,3	27,4	24,2	28,3
Biztosító	10,3	12,6	13,9	4,8	2	0
Kormányzati intézmény	5,5	4,1	24,1	6,4	30,3	60,2
Alapok alapja vagy más alapkezelő	12,8	12,2	16	28,4	19,4	4,4
Magánszemélyek	7,7	10	18,4	9	12,1	7,1
Vállalati befektető	3,1	3,3	2,6	0,5	1,3	0
Tőkepiac	0,7	0,8	0	1,3	0	0
Bank	1,9	1	9	0,7	9,5	0
Oktatási vagy kutatóintézet, alapítvány	6,4	3,7	1,6	14,4	1,2	0

Forrás: EVCA Yearbook 2014. 14. alapján saját szerkesztés.

A banki finanszírozói kör jelentős visszaszorulása a válság után az új pénzügyi szabályozásnak köszönhető. Az Egyesült Államokban az ún. Volker Rule előírás,[65] míg Európában a Basel III. (CRD IV) szabályozás korlátozza a saját számlás ügyleteket és a kockázatitőke-alapokba történő tőkebefektetést. Így ezen szabályozások betartása jelentősen csökkentette a kockázatitőke-alapok banki befektetői bázisát. A biztosítótársaságokra vonatkozó Solvency II.

[65] Székely, 2012, 239.

előírás-csomag – a bankokéhoz hasonlóan igen összetett követelményrendszer, amely egyidejűleg érinti a biztosítók szavatoló tőkéjét, kockázatkezelését és tevékenységének átláthatóságát. Az új előírások nyomán a biztosítóknak a bankokhoz hasonlóan szükségképpen csökkenteniük kell kockázatitőke-kitettségüket, ami főként kockázatitőke-portfólióik másodlagos piaci eladása útján valósulhat meg.[66]

A nehezebben magyarázható hiányok között az akadémiai, kutatóintézeti befektetéseket kell kiemelnünk. A II.2.3. pontban részletezzük, hogy az egyetemi, kutatói hátterű intézmények milyen jelentős szerepet tölthetnek be egy ország innovációs mutatóiban, és ezen intézmények finanszírozásának hiánya vagy elégtelensége jelentős versenyhátrányt jelent.

A kormányzati részvétellel kapcsolatban szintén nem lehet nem észrevenni, hogy bár az uniós támogatásból elindított, részben kormányzati forrásokat mozgósító kockázati tőkeprogramok nem csak Közép-Kelet Európában kerültek meghirdetésre, annak jelentős hatásai ebben a régióban mutatkoznak leginkább. Az állami részvételt a kockázati tőkepiacon a II.1. fejezetben tárgyaljuk részletesen, kitérve arra is, hogy a szakirodalmi álláspont szerint ezen állami részvétel esetén fennáll a piaci kiszorító hatás érvényesülése.

[66] Karsai, 2013, 21.

II. A kockázati tőke működését meghatározó tágabb keretrendszer

A kockázati tőkebefektetések és általában a kockázati tőke, mint támogatott tevékenység állami ösztönzésének széles körű hazai[67] és nemzetközi szakirodalma[68] van, elsősorban közgazdaságtani szempontból közelítve meg a témát.

Az állami szerepvállalás megítélése kapcsán a gazdasági szakirodalom markáns vonalat húz a közvetett és közvetlen beavatkozási formák közé.[69] Véleményem szerint a két eszköztípus kizárólag egymást szervesen kiegészítve működhet eredményesen, annál is inkább, minthogy a közvetett beavatkozási eszközök maradéktalan megvalósítását még egyetlen ország sem tudta megvalósítani. Az alábbiakban összefoglalom az állami beavatkozási eszközök vázát, annak eddig előfordult eseteit.

A táblázatban követem a szakirodalom által kimunkált közvetett-közvetlen eszközökre vonatkozó megkülönböztetést, ugyanakkor az adóösztönzőket, mint a központi költségvetésre közvetlenül ható támogatási formákat a közvetlen támogatások közé sorolom.

[67] A közelmúltban két doktori értekezés is született a témában: Kovács, 2011(b)., illetve Kovácsné Antal, 2011., Karsai Judit már az 1990-es évek óta publikál tanulmányokat az államnak a kockázati tőkepiacon betöltött szerepéről, és a JEREMIE-program meghirdetése óta a gazdasági szaksajtó (pl. HVG online, Világgazdaság) is többet foglalkozik a témával.

[68] A kockázati tőke fogalmának meghatározásakor több fontos forrás is megjelölésre került, itt csak utalnék az irodalomjegyzékben fellelhető számos tanulmányra és monográfiára a témában, különös tekintettel Douglas J. Cumming, Paul Gompers, Josh Lerner és John Armour munkáira (ld. részletesen az irodalomjegyzékben). A nemzetközi, azon belül is az európai szakirodalom kategorizáló ismertetését adja: Rosiello et al., 2011.

[69] Pl. Kovács, 2011(b)., Cumming – Johan, 2009.

4. ábra: A kockázati tőke állami támogatásának eszközrendszere

<table>
<tr><th colspan="2">Közvetlen eszközök</th><th colspan="3">Közvetett eszközök</th></tr>
<tr><td colspan="2">Állami tulajdonú tőkealap
pl. Széchenyi Kockázati Tőkealap</td><td colspan="3">Adminisztratív eszközök</td></tr>
<tr><td colspan="2"></td><td>Költség (vállalkozás alapítása, működtetése)</td><td>Idő (cégbírósági bejegyzés ideje, változásbejegyzés)</td><td>Eljárás (egyszerű, könnyen adminisztrálható, követhető)</td></tr>
<tr><td colspan="2">Hibrid finanszírozás</td><td colspan="3">Jogszabályok</td></tr>
<tr><td>Co-financing az állam önálló jogi személyiségű kockázati tőkealapja együtt valósít meg befektetéseket magánkézben lévő alapokkal</td><td>Hibrid alap az állam és a magántőke közösen hoz létre egy kockázati tőkealapot (pl. ELAN SBI Capital)</td><td colspan="2">Befektető-védelmi szabályok</td><td>Szellemi tulajdon védelme</td></tr>
<tr><td colspan="2">Vissza nem térítendő támogatás v. díj
pl. SBIR program</td><td colspan="3">Nemzetközi szinten megvalósuló ösztönzők</td></tr>
<tr><td colspan="2"></td><td>Kettős adóztatás elkerülése pl. OECD modellegyezmény alkalmazása vagy többoldalú megállapodások</td><td>Letelepedés és szolgáltatás szabadsága</td><td>Tőkeáramlás szabadsága</td></tr>
<tr><td colspan="2">Adóösztönzők</td><td colspan="3">Vállalkozói környezet</td></tr>
<tr><td>Adókedvezmény pl. a kockázati tőkebefektetésekből származó tőkejövedelmek adójának csökkentése</td><td>Elhatárolás pl.veszteségelhatárolás</td><td colspan="2">Innovatív kkv-k támogatása (pl. egyetemi spin-off vállalkozások)</td><td>Likvid tőkepiacok, tőzsdeszabályozás</td></tr>
</table>

Forrás: saját szerkesztés.

A fenti táblázat szolgál alapul az állami szerepvállalás jobb megértéséhez, és tematikus elemzéséhez, amelynek logikai irányát a továbbiakban követni kívánom, mint a kockázati tőkebefektetések közjogi aspektusai.

Bár nem a fenti megközelítést alkalmazza, mégis igen fontos indikátor az európai kockázati tőkepiac jogi aspektusai vizsgálatához az EVCA (European Venture Capital and Private Equity Association) által kiadott összehasonlító elemzés, amely 2003 óta rendszeresen rangsorolja az európai országokat a kockázati tőke-barát szabályozási és adókörnyezet szempontjából. Az EVCA szerint a tőkepiacon befektetett állami pénzalapok, és a kiegészítő

nyugdíj-megtakarítások ösztönzése ösztönző hatással van a kockázati tőkepiacra. A második értékelési szempont a befektetési alapok kellően rugalmas szabályozása, amely egyszerre kell, hogy megfeleljen a hazai és nemzetközi forrásból érkező tőke számára. A szabályozás legfontosabb eleme, hogy a befektetési alapkezelők szabadon csatornázhassák forrásaikat a legnagyobb nyereséggel kecsegtető vállalkozásokba. A befektetők számára az adózási szabályok átláthatósága nélkülözhetetlen, valamint igényként merül fel az alapkezelői díjak adótartamának megfizetéséért való felelősség, illetve a befektetéseket szükségtelenül korlátozó szabályoktól való mentesség. Alapvető követelmény az országokkal szemben a más államban alapított befektetési alapok és alapkezelők tevékenységének elismerése, elkerülve ezzel a kettős adóztatást. Mindezeken felül a fiskális ösztönzők is előnyt jelentenek az ország számára.

A céltársaságok számára kiemelkedően fontos, hogy a szabályozási környezet támogassa azokat a technológia-intenzív, kezdő vállalkozásokat, ahol a kutatási és fejlesztési költségek fajlagosan magasak, és a vállalkozás első életszakaszában nem, vagy alig termelnek nyereséget. Az állam részéről a kedvező mértékű társasági adó, a kutatás és fejlesztéshez nyújtott fiskális támogatások az ösztönzés legfontosabb eszközei, valamint a kutatói szerződésekhez nyújtott támogatások, és a technológiai transzferek támogatása. A 2008-as összehasonlítás már elvárásként fogalmazza meg az államok számára, hogy tegyék lehetővé a kamat és kamatokhoz kapcsolódó költségek minél hatékonyabb leírását, hogy ezzel is több forrás jusson a fejlesztésekre. Az innováció támogatásának egyik legfőbb eszköze pedig a tehetséges szakemberek helyben tartása, amelyre vonatkozó programok, ösztönzők szintén az értékelés részét képezik. Ennek részeként nem csak a tudósok, alkalmazott kutatók megtartása a fontos, hanem a kockázati tőkepiac számára nélkülözhetetlen szakemberek, tanácsadók és alapkezelők megfelelő támogatása és jogi védelme, illetve a megtartásuk eszközeként használható részvényopciók és kamatjövedelmek kedvező adóztatása is.

Az OECD 2003-as jelentése[70] a következő pontokban összegzi a kívánatos tagállami magatartást a kockázati tőke támogatása körében:

1) az intézményi befektetőkre vonatkozó szabályok enyhítése a piacon elérhető növelése érdekében;
2) a tőkejövedelmek adójának csökkentése egyszerre ösztönzi a vállalkozókat és a befektetőket, és egyidejűleg elkerülhetővé teszi a kockázati tőkebefektetésekre vonatkozó egyedi adójogszabályokat;

[70] OECD, 2004. (Elérhető: http://www.oecd.org/dataoecd/4/11/28881195.pdf. Letöltés ideje: 2012.01.24.)

3) a közvetlen kormányzati tőkeprogramok ugyan rövid távon élénkítik a kockázati tőkepiacot, de a piaci működés helyreállása után ezek kivezetése is szükséges;
4) az üzleti angyal hálózatokat állami programokkal kell összekötni, ezzel párhuzamosan a technológiai inkubációt is támogatni kell.

John Armour már 2003-ban felhívta a figyelmet[71] a fokozódó szabályozási versenyre a kockázati tőkepiacon. Tanulmányában kiemeli, hogy az olyan szabályozási tárgykörök, mint a tőkejövedelmek adója, csőd- és fizetésképtelenség joga, és a munkajog (amennyiben az hatással van a vállalkozói aktivitásra) azok a területek, amelyek döntő befolyással bírnak a befektetők számára azon kérdésben, hogy melyik országban alapítsanak kockázati tőkealapot, illetve hozzák létre annak alapkezelőjét (utalva itt a forum shopping lehetőségére).[72] Ugyanerről a versenyhelyzetről számol be Jeng és Wells 2000-ben,[73] megerősíti az OECD idézett 2004-es tanulmánya,[74] valamint Jääskeläinen és szerzőtársai 2007-ben.[75]

Rosellio és szerzőtársai[76] a kockázati tőkepiacon való állami szerepvállalás irodalmát 2011-ben két részre osztották: (1) a tradicionális irodalom, amelynek középpontjában a monetáris ösztönzők és az intézményi folyamatok állnak, és (2) az evolúciós irodalom, amely az állami kockázati tőkepolitika kialakítása során figyelembe veszi a high-tech klaszterek és a kockázati tőkepiac szereplőinek kapcsolata nyomán felmerülő megoldandó kérdéseket is. Az evolúciós szemlélet eredményességét Izrael és Skócia példáján mutatják be, és megállapítják, hogy a sikeres állami szerepvállalás mögött éppúgy állnak közgazdaságtani szemléletbeli különbségek, mint regionális és nemzeti eltérések. A nemzeti sajátosságokra visszavezethető faktorokat Ronald J. Gilson is igazolja,[77] illetve az izraeli állami program sikereit Gil Avnimelech szintén részben az időzítés és az ország sajátosságaira vezeti vissza.[78]

Maula és szerzőtársai[79] a nemzeti kormányzatok számára a következőkben összegezték azon eszközöket, amelyek a jól működő kockázati tőkepiac kialakításához szükségesek:

---

71 Ld. részletesen: Armour, 2003.
72 Uo. 157–158.
73 Jeng – Wells, 2000.
74 OECD, 2004, 18–24.
75 Maula – Murray – Jääskeläinen, 2006, 913–929.
76 Rosiello – Avnimelech – Teubal, 2011, 196–197.
77 Gilson, 2003.
78 Avnimelech – Teubal, 2004, 114–116.
79 Maula et al., 2006, 34–35.

(1) Elsősorban a tehetséges vállalkozókat, és a tehetős üzleti angyalokat kell ösztönözni arra, hogy egymásra találva helyben hasznosítsák tudásukat.
(2) Az állam nem szoríthatja ki a piacról a magántőkét, feladata mindössze annak katalizálása, a figyelemfelkeltés, és nem a helyettesítés.
(3) A vállalkozókat fel kell készíteni nem csak a hazai, hanem a nemzetközi piacokon elérhető sikerekre is.
(4) Minthogy a kockázati tőkeügyletek lényege a sikeres kiszállás, így meg kell teremteni a vállalati részesedések értékesítéséhez a leginkább kedvező körülményeket.

Látható tehát, hogy bár maga a közgazdasági irodalom is megosztott a kérdésben, alapvetően az állami beavatkozásokat megközelíthetjük a közvetett-közvetlen formák mentén, és megállapítható, hogy az egyes országok által választott eszközrendszer több tényező által is determinált.

II.1. Közvetlen állami szerepvállalási formák

II.1.1. Állami tőkealapok

A közvetlen eszközök közé sorolható az állami tulajdonú kockázati tőkealapok működtetése, amely módszer a legtöbb ország eszköztárában fellelhető. A nemzetközi gazdasági szakirodalom több szempontból is górcső alá vette az állami alapokat, vizsgálva az eredményességet,[80] a piaci változásokra való reakcióidőt.[81] Az átfogó kutatások között számos országspecifikus tanulmány állította,[82] hogy ezen állami alapok jótékony hatással vannak a kockázati tőkepiacra, míg az összehasonlító elemzések gyakran egészen más eredményre vezetnek.[83]

Brander és szerzőtársai[84] 2010-ben egy 25 országban megvalósult, 21.852 vállalkozást érintő kockázati tőkebefektetéseket vizsgáló tanulmányban megállapították, hogy a kiszállások sikeressége mérésekor az állami háttérrel megvalósult kockázati tőkebefektetések csak abban az esetben sikeresek, 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.

Az állami forrásokból működő kockázati tőkepiaci szereplők két csoportját különböztethetjük meg: egyrészt a tisztán állami tulajdonú társaságokat, másrészt az ún. hibrid finanszírozási struktúrát, amikor az állam a magánszektorral együtt valósít meg befektetéseket. Ezen utóbbi formának két előfordulási esetköre ismert: egyrészt a közösen létrehozott és működtetett kockázati tőkealapok, másrészt amikor a két független alap közösen valósít meg befektetéseket (*co-investment*).

A szakirodalmi álláspont szerint az államot kettős motiváció vezérli ezen struktúrák működtetése során: egyrészt az igazoltnak tekintett piaci hiányosság egy megoldási módja, másrészt közvetett ösztönzés a piaci szereplők számára a további tőkenövelésre. Általánosságban elmondható, hogy míg az európai országok az igazolást az előbbi érvben keresik, az angol-

[80] Jääskeläinen et al., 2007.
[81] Hirsch, 2006(a).
[82] Pl. Izrael esetében Avnimelech – Teubal, 2004., az Egyesült Államok piacáról Lerner, 1999., Ausztráliáról Cumming, 2007(a). és 2007(b).
[83] Pl. Jääskeläinen et al., 2007.; Maula – Murray, 2003.; OECD 1997, 2004
[84] Brander – Du – Hellman, 2010.

szász mintára működő piacokon az állami szerep inkább az utóbbi, ún. hello-effektust célozza.

A kockázati tőkepiac állami tőkealapokon keresztüli ösztönzésének egy sikertelen példája Kanada, ahol a 2010-ben megjelent elemzés szerint az állam nem csak sikertelenül vett részt a piaci műveletekben, de kifejezetten hátráltatta annak teljesítményét. Douglas J. Cumming 2007-es kanadai kockázati tőkepiaci elemzése már rámutatott arra, hogy a mindenkori kormányzat rosszul választja meg az eszközeit, és a fenti alapon túl alkalmazott, más közvetlen támogatási formák is teljesen kudarcot vallottak.[85] Ezek között is Kanada egyedi megoldása a munkavállalói szakszervezetek részvételével alapított tőkealapok (*Labour-Sponsored Venture Capital Corporations – LSVCC*). Ezek a befektetési társaságok, amelyek részben állami tőkéből, részben magánszemélyektől gyűjtött tőkével működő alapok, egy szakszervezet közreműködésével tőzsdén nem jegyzett társaságokban szereznek részesedést, és a klasszikus kockázati tőkebefektetések elvén működnek. Legfőbb előnyük, hogy a tulajdonos magánszemélyek a befektetéseik után adókedvezményben részesülnek, amelynek összegét magánnyugdíjpénztári számlájukon írja jóvá az állam. A befektetők számára korlátozás, hogy 8 évig nem értékesíthetik az alapban szerzett befektetésüket. 2005-ben 125 LSVCC működött Kanadában, 16 szövetségi szinten, a többi provinciális alapon szervezett. 2005-ig a Kanadában felhalmozott kockázati tőke vagyonállomány mintegy felét (!) ezen társaságok adták 10 milliárd dollár értékben, ugyanakkor az összegyűjtött tőke jelentős része nem céltársaságokhoz került befektetésre, hanem biztonságos állampapírokban kamatozik. 2000 és 2005 között mindössze 3 LSVCC tudott a befektetésein pozitív belső megtérülési rátát felmutatni. A menedzsment költségek a vagyontömeg átlagosan 4%-át teszik ki, és ezzel korrigálva az eredményességet, gyakorlatilag minden LSVCC veszteséges![86]

Az állami kockázati tőkeprogramok világszinten legsikeresebbnek tekintett programja az izraeli kormány által bevezetett Yozma. A program célja az volt, hogy olyan kockázati tőkealapok jöjjenek létre részben állami, részben magántőke bevonásával, amelyek csak a korai fázisban lévő kkv-kat finanszírozzák, és amelyek tulajdonosai között nagy múlttal rendelkező, külföldi kockázati tőkealapok állnak. A feltételeknek megfelelően létrehozott új kockázati tőkealapokban az állam a tőke legfeljebb 40%-ig szerzett részesedést, vagyis a 100 millió dollárnyi kormányzati tőke minimálisan további 150 millió USD magántőke rendelkezésre állását jelentette a finanszírozási rendszer alapján. Minden új alapnak opciós vételi joga volt a kormányzati rész tekintetében, rögzített

[85] Cumming, 2007(b).
[86] Cumming – MacIntosh, 2007.

kamat mellett[87] az alapítástól számított 5 évig. Így a befektető növelni tudta a nyereségét azzal, ha az alapból kivásárolta az államot, így a nyereséget nem kellett megosztania, mindössze az előre kialkudott kamatrátával növelt összeget kellett megfizetnie, vagyis minél sikeresebb az alap, az állam kivásárlásával annál nagyobb nyereségre lehetett szert tenni. A program eredményességét mutatja, hogy a létrejött 10 alapból 8 élt a kivásárlás lehetőségével.[88]

Nemzetközi összehasonlításban az OECD felmérése alapján a program sikeres végrehajtása után az izraeli kockázati tőkepiac az Egyesült Államok után a második legfejlettebb, a NASDAQ-on több izraeli hight-tech céget jegyeznek, mint európai, indiai és kínai vállalatot együttvéve.

Az izraelihez hasonló struktúrában működik az Ausztrália által bevezetett *Innovation Investment Fund* (IIF), amely 1997-ben kezdte meg működését. A létrehozott 9 alapban az állam 2/3 részben tulajdonos, működését tekintve pedig egy piaci alapon szervezett kockázati tőkealap szabályai szerint hozza a döntéseket. A jegyzett tőke 60%-át kötelező az első 5 évben fiatal, innovatív, ausztrál kis- és középvállalkozásokba fektetni, amelyek az alap tőkéjének 10%-ánál, vagy 4 millió ausztrál dollárnál nem kaphatnak nagyobb összegű tőkét. Cumming 2007-es kutatása[89] azt igazolta, hogy az alapok nemzetközi összehasonlításban eredményesen működnek.

A finn kormány által 1967-ben létrehozott SITRA-program az egyik legjobb európai példa az állami tőkéből finanszírozott kockázati tőkealapokra. A program, amely a finn parlament ellenőrzése alatt álló, de a kormányzati irányítástól függetlenül működő szervezetet takar, a finn kutatásfejlesztés célzott támogatására jött létre. A kockázati tőkebefektetési tevékenységet 1990-ben kezdte meg a társaság, és 2004-ben módosított a fókuszcsoportot úgy, hogy kizárólag a gépipart, az egészségügyet és az energiaszektort érintő kutatásokkal foglalkozó társaságok részesülnek a kockázati tőkebefektetések piaci gyakorlatának megfelelően tőketámogatásban.[90] A befektetés feltétele, hogy a társaság vállalja a külföldi piacokon való megjelenést.

A SITRA egyrészt maga is kockázati tőkebefektetőként működik, amely során kifejezetten az induló vállalkozások támogatására specializálódik. Emellett működő, piaci kockázati tőkealapokba is fektet, és azok a portfóliótársaságok, amelyek megérettek a nemzetközi piacra való bevezetésre, ezen társaságokon keresztül kaphatnak tőkét.[91] A támogatás nem csak tőkeemelésben valósul meg, hanem egyfajta állami inkubációs programba kerül be a

[87] A tőkén és a kamaton felül a befektetést kapott vállalkozások jövőbeli nyereségének 7%-át kérte az állam.
[88] Avnimelech, 2009, 8.
[89] Cumming, 2007(a).
[90] Kalske, 1999.
[91] Forrás: http://www.sitra.fi/en/Corporate+funding/funding.htm, Letöltés ideje: 2011.08.03.

célvállalkozás, amely sikeres működés esetén folyamatos forrásbevonást tesz lehetővé a vállalati életciklus előrehaladtával. A piaci nyitottság és a kormányzati erőfeszítések eredményeként Maula és szerzőtársai[92] egy kutatás eredményeként arról számolnak be, hogy Finnországban a vállalkozások jóval nagyobb arányban kezdeményeznek kockázati tőkebevonást, mint Európa más országaiban. 2006-ban készült átfogó elemzés[93] a finn innovatív vállalkozások állami finanszírozásáról, amelynek egyik eredményeként a piaci szereplők a program hátrányaként értékelték a SITRA szektorspecifikus működését, ugyanakkor a szerzők kiemelték a program kiemelkedő sikereit az induló vállalkozások és az üzleti angyalok közötti kapcsolat megteremtésében.

Az Európai Unió Bizottságának Regionális Politikai Főigazgatósága által összeállított Útmutató a kockázati tőkefinanszírozáshoz a regionális politikában (2004) c. munkaanyaga modellezi a tagállami (és uniós) forrásból támogatott kockázati tőkealapokat.

Az Uniós döntéshozók feltételezése szerint elsősorban azok a vállalkozások kaphatnak ilyen típusú finanszírozást, akik a piaci forrásokból egyébként kiszorulnának, vagyis az állam szerepe a piaci rés kitöltésére szorítkozhat.

Ugyanakkor az uniós joganyagok többsége kiemeli, hogy

(1) az uniós eljárásrend szerint állami támogatásnak nem minősülő általánosabb strukturális intézkedések, mint a vállalkozói kultúra támogatása, a semlegesebb adózás bevezetése, a piaci integráció ösztönzése és a szabályozási és adminisztrációs szigor enyhítése szintén hozzájárulnak a kockázati tőkepiac élénkítéséhez.

(2) nem beszélhetünk az Európai Unióban általános kockázati-tőkepiaci hiányosságról, mindössze bizonyos típusú befektetések esetén léteznek piaci elégtelenségek a vállalkozások finanszírozásának területén. Így az elfogadott állami intézkedések csak akkor tekinthetők a közös piaccal összeegyeztethetőnek, ha azok ezen szűk piaci hiányosságot ellensúlyozzák.

Lawton 2001-ben publikált elemzése azt támasztja alá, hogy a korai európai támogatási programok ezen második alapelvnek nem tudtak megfelelni, ezért nem is tudták betölteni azt az áthidaló szerepet, amely a korai életszakaszban lévő kisvállalkozások finanszírozásában szántak nekik.[94]

[92] Maula, 2006.
[93] Maula − Murray − Jääskeläinen, 2006.
[94] Lawton, 2001.

II.1.2. Magyar állami kockázati tőkealapok

A magyar állami részvétel a kockázati tőkepiacon tükrözi mind a Kelet-Közép-Európa országaira jellemző közreműködési formákat, és általában az európai mintákat is, amennyiben a piaci részvételére elsősorban a közvetlen források megnyitása a jellemző.

Történetiségét tekintve az első, kockázati tőkét közvetítő intézmény a Magyar Fejlesztési Bank volt, illetve az annak tulajdonában álló társaságok. Ezek közül is kiemelkedő szerepet tölt be az Informatikai Kockázati Tőkealap (IKTA), illetve a Corvinus Első Informatikai Kockázati Tőkealap (CELIN). A rendelkezésre álló statisztikai adatok alapján az IKTA 2004-en 3 milliárd forint tőkével alakult, és 2011-ig 14 társasággal kötött befektetési szerződést, ahol az átlagos befektetési méret meghaladta a 200 millió forintot.[95] A Corvinus Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt. által kezelt CELIN alap 2011-ig mindössze 4 társasággal kötött szerződést, amelyek közül 2 felszámolás alá került.[96] Mindkét alap célja az volt, hogy a piaci finanszírozásból kiszoruló, induló kis- és középvállalkozásoknak nyújtson kockázati tőke jellegű finanszírozást.

A 2011-ben megalakításra került Széchenyi Kockázati Tőkealap (SZTA) szervesen követi a korábbi finanszírozási gyakorlatot: a célcsoport ugyanaz, mint a korábban létrehozott állami alapok esetében, saját tájékoztatásának megfelelően a társaság potenciális partnernek tekint minden olyan vállalkozást, amely legfeljebb 500 ezer eurónak megfelelő forintösszeg erejéig végrehajtott tőkejuttatás befogadásával képes piaci pozícióját stabilizálni és fejleszteni, munkahelyeket teremt és hozzájárul az egyes régiók gazdasági helyzetének megerősítéséhez.

A magyar állam kockázati tőkepiaci részvételének egy új stádiumát jelentették a hibrid alapok, amelyek egyértelműen paradigmaváltást jeleztek 2009 folyamán az ágazatban. Ez az időpont jelenti az Európai Unióban a JEREMIE-forrásokhoz tartozó pályázatok első körének lezárultát, amelyen a Magyar Vállalkozásfinanszírozási Zrt. is nyertes volt, és mint közvetítő, 2009 folyamán kötött szerződést a magyar kis- és középvállalatokba fektető, Magyarországon bejegyzett kockázati tőkealap-kezelőkkel. A JEREMIE-program Magyarorszá-

[95] Az alap működésével kapcsolatban jogi aggályok merültek fel 2011-ben. Lásd részletesebben: http://www.budaigyula.hu/index.php?option=com_content&task=view&id=317&Itemid=1. Letöltés ideje: 2011.08.01.

[96] A statisztikai adatok az MFB éves beszámolói, a Cégközlöny adatai és sajtóhírek alapján állnak rendelkezésekre, illetve Kovács Balázs saját adatfeldolgozása alapján kerülnek idézésre.

gon a szakma által is elismerten sikeres program,[97] annyira, hogy 2014-ben az ötödik fordulójának kiírására is sor került.

2014 februárjában a Magyar Vállalkozásfinanszírozási Zrt. összefoglalta a JEREMIE-program kapcsán 2008-tól megvalósult konkrét finanszírozási projekteket 2013. december 31-i adatok alapján.[98] A Kockázati Tőke Programokban 2008 és 2013 között 93,1 milliárd forint állami tőke került befektetésre, a magánbefektetői forrásokkal együtt ez mintegy 130 milliárd forint közvetlen befektetést jelent. A JEREMIE program kapcsán 18 kockázati tőkealap-kezelő tevékenykedik a források elosztásában, de további alapok bejegyzése várható. A 2013. év végi adatok alapján 90 portfóliótársaság kapott kockázati tőke típusú finanszírozást, amely ügyletek során az általagos szerződési érték 385 millió forint volt. Az iparági megoszlás tekintetében elmondható, hogy az informatika, elektronika, telekommunikációs területek egyértelmű dominanciát mutatnak (a 90 ügyletből 37 ezen a területen valósult meg).

A JEREMIE-program keretében létrejött kockázati tőkealapokat az alábbi ábra mutatja be.

5. ábra: A JEREMIE-program Magyarországon, 2009–2014. jan.

Új Magyarország Kockázati Tőke Program		
Alapkezelő	**Alap**	**Alap mérete (millió Ft)**
Biggeorge's-NV EQUITY Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	Biggeorge's-NV EQUITY I. Kockázati Tőkealap	4 000
Central-Fund Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	CenTech Új Magyarország Kockázati Tőkealap	5 000
DBH Investment Zrt.	DBH Investment Kockázati Tőkealap	5 000
Euroventures Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	Euroventures IV Kockázati Tőkealap (Co-investment Alap)	7 096,5
Finext Startup Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	Finext Startup Kockázati Tőkealap	7 360
MORANDO Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	Morando Kockázati Tőkealap	6 506
Portfolion Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	OTP Kockázati Tőkealap I.	6 800

[97] HVA Iparági Javaslatcsomag megállapítása, 2014. január. (Elérhető: http://www.hvca.hu/wp-content/uploads/2014/01/HVCA_Position_Paper_2014.01.06-final.pdf. Letötlés ideje: 2015.01.13.)

[98] Garamvölgyi, 2014. (Elérhető: http://www.m27absolvo.hu/media/tender/1731.pdf. Letöltés ideje: 2014.05.14.)

Új Magyarország Kockázati Tőke Program		
Alapkezelő	**Alap**	**Alap mérete (millió Ft)**
Primus Capital Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	Primus III. Kockázati Tőkealap	6 200
Új Széchenyi Kockázati Tőke Program (Közös Magvető Alap - Közös Növekedési Alap)		
Alapkezelő	**Alap**	**Alap mérete (millió Ft)**
Bonitás Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	Bonitás Kockázati Tőkealap	6 500
Első Magyar Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	Conor Seed Capital Kockázati Tőkealap	2 150
Core Venture Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	Core Venture Közös Magvető Kockázati Tőkealap	2 145
Kairos Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	Kairos Magvető Kockázati Tőkealap	2 143
	Kairos Növekedési Kockázati Tőkealap	6 429
New York Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	New York Kockázati Tőkealap	4 300
Prosperitás Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	Prosperitás Profit Közös Növekedési Kockázati Tőkealap	6 430
	Prosperitás Proseed Közös Magvető Kockázati Tőkealap	2 150
Venturio Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	Venturio 2013. Kockázati Tőkealap	4 411,76
X-Tech Capital Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	X-Tech I. Kockázati Tőkealap	4 288
Új Széchenyi Kockázati Tőkeprogramok Közös Növekedési Alap Alprogramja (GOP-2014-4.3/B), 2014		
Alapkezelő	**Alap**	**Alap mérete (millió Ft)**
Valor Capital Kockázati Tőkealap-kezelő Zrt.	(indítás alatt)	támogatás: 2 700

Forrás: MV Zrt. közleményei alapján.

A Magyar Nemzeti Bank (továbbiakban: MNB), mint a kockázati tőkebefektetési alapok és alapkezelők felügyeleti szerve 2015. február 2-án részletes elemzést közölt a JEREMIE-alapok 2010 és 2014 közötti működéséről. A vizsgált időszakban megvalósított ügyletek értékének 63,18%-át ugyanazon négy szakágazatban végrehajtott befektetések tették ki, amelyek az invesztíciók darabszáma alapján is a legmagasabb arányokkal rendelkeztek. A legnagyobb volumenben az IT-jellegű és más elektronikai fogyasztási cikkek előállításával kapcsolatos ágazatban került sor befektetésekre (melynek aránya 16,56% volt), de az invesztíciók értékét tekintve egyaránt 15% feletti megoszlással rendelkeznek az élettudományok, az egyéb fogyasztói szolgáltatások, valamint az üzleti és ipari szolgáltatások

előállításával, illetve nyújtásával kapcsolatos ágazatok. A kommunikáció súlya majdnem elérte a 10%-ot, az építőipar, valamint a szállítással és az ingatlanokkal kapcsolatos ágazatok jelentősége pedig a volumenek alapján is marginális volt. Indokolt még megemlíteni a pénzügyi szolgáltatásokat, amelyek a befektetések számát tekintve 3,24%-os, a volumen szempontjából pedig közel 5%-os súllyal rendelkeztek.

Mind Karsai, mind Garamvölgyi korábban idézett munkái hivatkoznak arra, hogy a JEREMIE kockázati tőkeprogram első fázisában létrehozott kockázati tőkealapok befektetéseinek köszönhetően a magyarországi cégekbe életük korai szakaszában befektetett tőke értéke a hazai GDP-hez viszonyítva egész Európában a legmagasabb arányú.[99] Ez az adat ugyanakkor több tényező figyelembevételével értékelendő. A JEREMIE-alapok valós indulásának éve 2009, amikortól a társaságok tényleges tőkekihelyezési tevékenységbe kezdhettek, a 2008-as év (de részben a 2009-es is) az előkészítés évének tekinthető. Az alap működési rendszerének egyik fontos eleme, hogy a 10 évre létrehozott tőkealapok tevékenysége során az első 5 évben el kell helyeznie a forrásait, amely a 2008-as indulási évet figyelembe véve 2013-ra esik, vagyis a JEREMIE I. forrásokat kapott közvetítők számára a 2013-as év volt az eredeti elképzelések szerint az utolsó, amikor ha tőkekihelyezéseket megvalósíthatták. Ugyanakkor 2013 őszén a kihelyezési időszakot meghosszabbították 2015. december 31-ig, amelynek eredményeként azonnal csökkent is a „nyomás" a befektetőkön.[100] Mivel a finanszírozás lényege, hogy 3-6 éves időszak után a befektetésből „ki kell szállni", vagyis – lehetőség szerint nyereséggel – értékesíteni kell a megszerzett üzletrészt, a kifutási idő szempontjából is mérlegelni kell a tőkekihelyezés végső időpontját. Fentiekkel egyidejűleg, 2012 végén már ismert volt az a tény is, hogy 2013-tól kik lesznek azok a szereplők, akik a JEREMIE II. (Új Széchenyi Kockázati Tőkeprogram) támogatásával tovább folytathatják az innovatív kis- és középvállalkozások finanszírozását.[101]

A szakirodalomban gyakran elhangzó ellenérv, hogy a kevésbé fejlett kockázati tőkepiaccal rendelkező országokban nem a tőkehiány a kis- és

[99] Karsai, 2013, 68.; Garamvölgyi, 2014, 11.

[100] Ezt erősíti meg az egyik nyertes alapkezelővel készített 2014. márciusi riportban is Erdei Sándor, amikor ezt nyilatkozza: „Azt gondolom, hogy készek voltunk arra, hogy 2013 végéig a befektetési döntéseket meghozzuk, de miután köztudott lett, hogy újabb két évre leszerződünk, mi is megfontoltabbá váltunk a projektek kiválasztásával. A tavalyi év végén a kihelyezhető források 83%-áról döntést hoztunk, a maradék 17%-ról is tudtunk volna dönteni, de meggyőződésünk szerint a kivárás volt most a legjobb stratégia." (Elérhető: http://www.amcham.hu/a-radaron-meg-nincsenek-rajta-a-magyar-startupok-friss-interju-erdei-sandorral-a-dbh-investment-elnok-vezerigazgatojaval. Letöltés ideje: 2014.05.18.)

[101] A nyertes alapok listája és az elnyert összegek az MV Zrt honlapján elérhetőek. (http://www.mvzrt.hu/content.php?id=ie210468630b883595851b2d79da149b. Letöltés ideje: 2014.05.14.)

középvállalkozások finanszírozásának fő problémája, hanem a vállalkozói készségek, vagy az üzleti környezet „barátságtalan" volta. Közvetlenül a JEREMIE I. alapok indulása után olyan helyzet állt elő Magyarországon is, amilyen korábban sohasem: bizonyos területeken több a rendelkezésre álló forrás, mint az igény. A JEREMIE-alapok részben azzal küzdöttek, hogy be tudják fektetni a forrásaikat.[102] Kovács Balázs 2009-ben végzett kutatása szintén azt erősítette meg, hogy az állami forrásból kockázati tőkét kapott vállalkozások nem feltétlenül a tőkehiányt jelölték meg, mint a növekedésüket gátló tényezőt.[103]

A JERMIE III. alapok pályázatait 2013. áprilisában hirdette meg a kormányzat, amely kifejezetten növekedési fázisú társaságok támogatására jött létre, 4 alapot finanszíroz, amelyek a közép-magyarországi régión kívüli befektetéseket fognak megvalósítani.[104] Ezen alappal kapcsolatban felmerül a szakirodalomban megfogalmazott azon kritika, amely szerint az állami részvétel elsősorban azon vállalkozások esetében indokolt, amelyek korai, tőkehiányos állapotban vannak, más forrásból nem jutnának finanszírozáshoz.

Karsai Judit 2013-ban megállapítja, hogy a pénzügyi válságot követően a kockázati tőkebefektetéseket finanszírozók köre nagyban átalakult: ezen a területen megnőtt az állami szerepvállalás fontossága. A korai fázist segítő kockázati tőke társaságoknál az állami források jelentik a befektetett tőke 40%-át Európában, míg az összes a növekedési tőkét és a kivásárlásokat is magában foglaló befektetéseknek 10%-a érkezett kormányzati szervektől. A kormányzati részvétel a közép-kelet-európai régióban még inkább erőteljesebb: 2012-ben állami forrásból származott az összes új forrás közel 30%-a.[105] Ezt támasztják alá a korábban ismertetett 3. sz. ábra adatai és az azok kapcsán elmondottak is. Karsai Judit ugyanakkor az állami kézben lévő alapokkal kapcsolatban már 2007-ben egyértelműen kijelenti,[106] hogy a megoldás egyrészt elavult, másrészt a nemzetközi gyakorlat szerint eredménytelen. Kutatásai alapján állami befektetők a célcsoportként meghatározott, innovatív kis- és középvállalkozások helyett a hagyományos vállalkozásokat részesítették előnyben, ezért csak szerény hatást gyakoroltak az innovációt hordozó, technológiai vállalkozások fejlődésére. Amikor a közvetlen kormányzati tőkebefektetések negatív tapasztalatai és magas költsége külföldön már nagyrészt meggyőzte a kormányzatokat arról, hogy a

[102] Erről pl. sajtóhír: Piac&Profit: Ne az államtól várjuk a csodát. (Elérhető: http://www.piacesprofit.hu/kkv_cegblog/nem-az-allamtol-varjuk-a-csodat/. Letöltés ideje: 2014.05.18.)

[103] Kovács, 2011(b), 136.

[104] A három JEREMIE-program áttekintése, és az első program elemzése az alábbi tanulmányban is olvasható: Lovas– Rába, 2013, 353–370.

[105] Karsai, 2013, 67.

[106] Karsai, 2007(b), 1093.

professzionális és kizárólag nyereségérdekelt befektetők felhasználása sokkal hatékonyabb, mintha az állam maga próbál meg jártassággal rendelkező befektetőként fellépni az új cégeknél, akkor Magyarország és általában Európa még mindig ebben a módszerben látja a „megváltás" lehetőségét.

II.1.3. Közvetlen állami támogatások: díjak, garanciavállalás

Az amerikai Small Business Innovation Research (SBIR) program az eddigi legsikeresebb kockázati tőke-ösztönző, amely kormányzati támogatással valósult meg.[107] Szerkezetét, formáját tekintve eltér a világ más országaiban alkalmazott modellektől, bizonyos szempontból a mai napig egyedi megoldásnak mondható.

A folyósított állami támogatás nem a kockázati tőkefinanszírozásban megjelenő tőkeemelés, hanem „díj", amely nem jelent tulajdonszerzést a célvállalkozásban, nem jelent menedzsment-támogatást, és nem tartalmaz kiszállási stratégiát sem. A támogatás címzettje lehet azon vállalkozás (taxatív, konjunktív felsorolás), amely

- profitorientált vállalkozás,
- amely legalább 51%-ban amerikai állampolgár vagy az Egyesült Államokban tartósan letelepedett külföldi állampolgár tulajdonában van,
- vagy amely legalább 51%-ban olyan más, profitorientált vállalkozás tulajdonában van, amely legalább 51%-ban amerikai állampolgár, vagy az Egyesült Államokban tartósan letelepedett külföldi állampolgár tulajdona, és
- alkalmazotti létszáma nem haladja meg az 500 főt.[108]

A támogatás 3 fázisban valósul meg. Az első fázisban 150.000 USD-t kap (a program 1983-as indításakor ez az összeg 50.000 USD volt) a vállalkozás 6 hónapos időtartam alatt, hogy innovációs ötletét kidolgozza. A díj elnyerését 11 szövetségi tanácsban döntik el, ahol mérlegelik a vállalkozás, illetve a vállalkozási ötlet innovativitását, a vállalkozói kvalitásokat, és a jövőben realizálható nyereséget is. A második fázisban 2 éven keresztül 1.000.000 USD (eredetileg 500.000 USD) finanszírozással segítik a korábbi szakasz nyerteseit abban, hogy a kidolgozott és megvalósított innovációs ötletet üzleti alapokra helyezze. A harmadik fázis, vagyis a piaci bevezetés már nem jár pénzügyi támogatással, ebben a szakaszban a vállalkozónak a

[107] Elfogadta az 1982. évi Small Business Innovation Development Act (P.L. 97-219). Az eljárási szabályokat folyamatosan módosítják, jelenlegi formájában 2011. szeptember 30-ig működik.
[108] http://www.sbir.gov/about/about-sbir Letöltés ideje: 2011.08.03.

kockázati tőkepiac szereplői közül kell finanszírozóra találnia, de egyes közvetítő ügynökségek dönthetnek további támogatási összegekről is.

A döntéshozók a szövetségi államok Kutatási és Fejlesztési Ügynökségei,[109] akiknek az éves költségvetésükből kell elkülöníteni a program fedezetét. A döntés meghozatalakor több, szakterületekre bontott testületet hoznak létre, ahol a mérlegelési szempontok alapján elsősorban a pályázatban rejlő technológiai lehetőségeket kell értékelni, és nem a sokkal szubjektívebb piaci bevezetés esélyét. Az első fázisban támogatást kapott társaság a második szakaszban is ugyanazon ügynökséggel folytatja a munkát, így a termékfejlesztés és annak piaci bevezetése egy ügymeneten belül zajlik.

A Védelmi Minisztérium mint az egyik közvetítő több konferencián is beszámolt a program eredményes működéséről, amelyeket Audretsch és szerzőtársai ismertettek 2002-ben,[110] kiemelve, hogy a támogatott vállalkozások által fejlesztett termékek kereskedelmi bevezetése kiemelkedően sikeres, valamint a díjazottak által generált társadalmilag hasznosítható hozzáadott érték is jelentős. Mindezt persze egy olyan országban mutatták ki, ahol az összes innovációs forrás 20-25%-a kormányzati forrásból származik.[111]

Josh Lerner 1999-ben publikált empirikus felmérése alapján elmondható, hogy az első fázisban a jelentkezők nagyjából 10%-a nyeri el a támogatást, míg a nyertesek fele jut később finanszírozáshoz a jóval nagyobb tőkét jelentő második fázisban.[112] Az elemzés 2 szempontot vizsgált: az eladások növekedését és a munkavállalók számának növekedését. Megállapítása az, hogy a támogatást nyert vállalkozások mindkét területen szignifikánsan jobban teljesítettek, mint a támogatásban nem részesült, hasonló vállalkozások. Azonban a kutatás másik nagyon fontos eredménye az volt, hogy azok a vállalkozások, akik támogatást nyertek, és olyan helyen rendelkeztek székhellyel, ahol a kockázati tőkepiac aktív, más támogatást nyert vállalkozásokhoz képest is sokkal jobban teljesítettek a vizsgált 10 éves időszak alatt.[113]

2004-ben az Amerikai Tudományos Akadémia egy kutatócsoportja értékelte a program 20 évét,[114] és megállapították, hogy a sikeresség tükrében nem lehet kétséges a program szükségessége, legfeljebb a továbbfejlesztés irányai.[115]

---

[109] A kormányzati portál információi alapján 2011-ben 11 közvetítő ügynökség dönt a pályázatokról. (Elérhető: www.sbir.gov.)
[110] Audretsch – Link – Scott, 2002, 146–147.
[111] Branscomb – Auerswald, 2002, 20–24.
[112] Lerner ,1999, 295.
[113] Uo. 304.
[114] Wessner, 2004, 6–10.
[115] Uo. 28.

Lerner egy 2002-es tanulmánya megállapítja,[116] hogy a sikeres állami kockázati tőkeprogramok nagyban függnek a döntéshozók személyétől. Kutatásai alapján megállapította, hogy az állami alkalmazottak tisztességtelen befolyásolása az egyik gátló tényező, a szakmai kompetencia hiánya, illetve a motiváció hiánya pedig növelik annak esélyét, hogy nem azok a vállalkozások jutnak forrásokhoz, akik a program valódi célcsoportjai. Ugyanezt erősíti meg Karsai Judit is az állami szerepvállalás hatékonysága kapcsán.[117]

II.1.4. Nemzetközi legjobb gyakorlatok az adózás körében

Az **Egyesült Államokban** szövetségi szinten jelenleg nincsen olyan jogforrás, amely központi adókedvezményben részesítené a kockázati tőkebefektetéssel érintett szereplők bármelyikét. Ennek ellenére az adózási környezet mégis az egyik legkedvezőbb a világon, ugyanis a befektetés során felmerülő kamatköltségek beszámíthatók a befektetésen elért nyereséggel szemben, sőt szűk körben az általános bevételekkel szemben is. A tőkeveszteség szembeállítható a nyereséggel, és az ún. passzív befektetések (kevesebb, mint 10%-nyi tulajdoni arány egy másik társaságban, vagy betéti társaságon keresztül szerzett részesedés) beszámíthatók a nyereséggel szemben.

Nem *expressis verbis* a kockázati tőkebefektetésekhez, inkább a kis- és középvállalkozások finanszírozásához kapcsolódó előnyként jelenik meg az adókedvezmények 3 szintje a központi szabályozásban.

(1) A minősített kisvállalkozásban szerzett tulajdonhoz kapcsolódó kedvezmény.
(2) Az újra-befektetéshez kapcsolódó kedvezmény.
(3) A veszteség leírásához kapcsolódó adókedvezmény.

ad (1) a belső adózás rendjéről szóló törvénykönyv, *Internal Revenue Code* (IRC) 1202. szakasza szerint a minősített kisvállalkozásban szerzett és legalább 5 évig megtartott részvény értékesítéséből származó bevétel 50%-át nem kell beszámítani az adóalapba. Az így figyelembe vehető összeg felső értékhatára adóévenként 10 millió USD.

Minősített kisvállalkozásban szerzett részvénynek (*qualified small business stock* – QSBS) minősül az az értékpapír, amelyet 1993. augusztus 10-e után bocsátottak ki,[118] és a kibocsátó megfelel a minősített kisvállalkozás követelményeinek mind a részvény megszerzésekor, mind az értékesítés időpontjában.

[116] Lerner, 2002, 73–84.
[117] Karsai, 2004, 2–4.
[118] Minthogy a törvény ezen szakaszának hatályba lépése is ez a nap.

Praktikusan ez magában foglalja a következő további követelményeket is: 1993-tól kezdve sem a részvény kibocsátásának időpontjáig, sem azt követően a vállalkozás bruttó vagyonállománya nem haladhatja meg az 50 millió USD-t, valamint ezen időszak alatt vagyona legalább 80%-át aktív, „minősített kereskedelmi és üzleti tevékenység" folytatására használta fel.

ad (2) az IRC törvény 1045. szakasza lehetővé teszi, hogy az a befektető, aki a minősített kisvállalkozásban szerzett tulajdonrészét eladta, amennyiben 60 napon belül újabb minősített kisvállalkozásba fekteti be az így szerzett ellenértéket, mentesül az adófizetési kötelezettség alól. A kedvezmény akkor vehető igénybe, ha a befektető nem gazdasági társaság[119] (*corporation*), az eladott részvény legalább 6 hónapig a tulajdonában volt, és a kedvezmény igénybevételéről határozott. 2007. augusztus 13-tól ezt a kedvezményt igénybe vehetik a társas vállalkozások tagjai is (*partners of a partnership*), akik részesedésüket értékesítik és helyette új kibocsátású részvényeket vásárolnak a társaságban.

ad (3) az IRC 1958-ban bevezetett 1244. szakasza teszi lehetővé, hogy azok a magánszemélyek, akik veszteséggel értékesítették kisvállalkozásban (*small business company*) szerzett részesedésüket, ezt a negatív eredményt 50.000 USD összeghatárig nem tőkeveszteségként (*capital loss*), hanem általános veszteségként (*ordinary loss*) kezeljék és számolják el. Az így elszámolt veszteség szembeállítható a bevételekkel, így jelentős adó-megtakarítást eredményez a befektetőnek. Korlátozások vonatkoznak a részvényre, amennyiben az lehet törzsrészvény vagy elsőbbségi részvény, de annak ellenértéke csak pénzben vagy olyan apportban teljesíthető, amely nem részvény vagy kötvény. A kisvállalkozásnak belföldi honosnak kell lennie, a bevételeinek több, mint 50%-át aktív kereskedelmi vagy üzleti tevékenység eredményeként kell felmutatnia a veszteséget megelőző 5 évben, és a részvények kibocsátását megelőzően nem részesülhetett 1 millió USD-nál nagyobb összegű tőkebefektetésben.

Áttérve közvetlenül a kockázati tőkebefektetéseket érintő szabályozásra, a 2010-es évben merült fel először kormányzati körökben az alapkezelők juttatásaihoz kapcsolódó adójogszabályok módosításának lehetősége. A legtöbb kockázati tőkealap a statisztikai adatok szerint[120] az alap által elért nyereség mintegy 20%-ának megfelelő összeggel, mintegy sikerdíjként (*carried interest*) fizeti ki az alapkezelőt (*general partner*), és ezt kiegészítendő az alap tőkéjének 2%-a a működési költség. Az Egyesült Államokban az alapkezelők motiváció-

[119] Az amerikai adórendszerben az „S corporation" nem adóalany, hanem a vállalkozás nyereségét és veszteségét a tulajdonosok között elosztják, és azt ők a személyi jövedelemadójuk keretében számolják el. A „C corporation ehhez képest a hagyományos értelemben vett gazdasági társaság, ahol az adó alanya a társaság, és az osztalék után fizetnek adót a tulajdonosok. A törvényszöveg szerint a kedvezményt az veheti igénybe, aki nem „corporation", a szövegmagyarázat szerint pedig ez a következőket jelenti: a kedvezmény alanya lehet természetes személy, vagy S corporation. Erről részletesen: Sergi – Jones – Kuusisto, 2008.

[120] NVCA, EVCA adatok alapján.

jaként speciális adókedvezményt élveztek ezen tisztségviselők, mivel a 35%-os átlagos személyi jövedelemadó mérték helyett 15%-os kulccsal adóztak.

Az egyes tagállamok számos kedvezményt alkalmaznak, mind a befektetők, mind a céltársaságok támogatása érdekében. Virginia állam 1998-ban vezette be az üzleti angyalokat támogató adórendszerét, amelynek értelmében az a magánszemély, aki virginiai székhelyű, biotechnológiában vagy feldolgozóiparban érdekelt high-tech kisvállalkozásban szerzett tulajdonrészt, jövedelmének 50%-a erejéig, de legfeljebb 50.000 USD értékben jövedelemadómentességet élvez.[121]

Az **ausztrál kormányzat** 1997-től kezdett érdemben foglalkozni a kockázati tőkepiac ösztönzésével. A szakirodalom által jól ismert és részletesen elemzett állami befektetési programok bevezetésével megindította a kockázati tőke iparágának fejlődését az országban.[122] Az állami beavatkozás ezen formája azonban a szakirodalom jelentős része szerint sem elegendő,[123] így a közvetett beavatkozási módok közül az adózási rendszer átalakítását 2002-ben kezdték meg.

Az ausztrál kormányzat 2002-ben alakította ki a kockázati tőkebefektetések ösztönzését célzó adópolitikájának egyes elemeit, amelyeket azóta is fokozatosan fejleszt. 2002-ben még csak meghatározott országokból származó befektetői csoportoktól érkező tőke részesült kedvezményekben, a 2007-es pénzügyi évtől azonban a kedvezményeket kiterjesztették a hazai tőkebefektetőkre is.

2007. január 1-étől vezette be jelenleg is működő, ösztönző adórendszerét az ausztrál forrásokból származó kockázati tőkebefektetések számának és mértékének növelésére. Az új intézmény neve korai szakaszú kockázati tőketársaság (*Early Stage Venture Capital Limited Partnership* – ESVCLP), amelynek tulajdonosai korai szakaszban lévő, innovatív vállalkozásokban szereznek részesedét a vonatkozó törvényben meghatározott feltételek szerint. Mivel a társaság létrehozásának célja a korai szakaszban lévő vállalkozások támogatása, így a céltársaságokra tekintettel a következő előírásoknak kell megfelelni:

(1) a befektetett tőke értéke 10-100 millió AUD értékű lehet,
(2) egy társaságba legfeljebb az alaptőke 30%-át lehet fektetni.
(3) a céltársaság alaptőkéje a befektetés időpontjában nem haladhatja meg az 50 millió AUD-t, és a részesedést értékesíteni kell abban az esetben, ha a céltársaság saját tőkéje meghaladja a 250 millió AUD-t,
(4) az ECVCLP-nek az Innovation Australia nevű kormányzati szerv által elfogadott befektetési tervvel kell rendelkeznie, amelynek megvalósulásáról évente jelentést kell készíteni, amelyet hivatalosan is közzétesznek.

[121] Virginia Code 58.1 - 339.4.
[122] Az első programokat részletesen bemutatja: Cumming, 2007(a).
[123] Ezt magyar részről támasztja alá pl. Karsai, 2004.

A társaság tulajdonosai számára a tőkejövedelemből származó nyereség vagy veszteség mentes a jövedelemadó alól abban az esetben, ha az ügylet, amelynek során keletkezett, megfelel a befektetési követelményeknek, azt az illetékes hatóságoknál feltétel nélkül nyilvántartásba vették, és a társaság a tulajdonrészt legalább 12 hónapig a portfóliójában tartotta. A társaság vezető tisztségviselője (*general partner*) mentesül a jövedelemadó megfizetése alól, ha ausztrál állampolgárságú, vagy olyan állam állampolgára, amellyel Ausztráliának kettős adóztatást elkerülő egyezménye van hatályban. Szűk körben a tőkejövedelem adójára vonatkozó kedvezmény érvényesíthető olyan ausztrál, alapok alapja formában működő kockázati tőkealap számára is, amely ESVCLP-n keresztül fektet korai szakaszú vállalkozásokba. Szintén részesülhetnek az adómentességben azok, akik ESVCLP által finanszírozott társaságból osztalékot szereznek a befektetési időszakon belül.

Ugyanakkor a vezető tisztségviselő, aki kamatjövedelemként szerez járandóságot a befektetésekből, nem élvez adómentességet. A társaság tulajdonosai által elszenvedett veszteség, amely a befektetés leírásából származik, a jövedelemadó számításakor nem beszámítható.

Az állami szerepvállalás első részletes bemutatása Brian Watson és Josh Lerner nevéhez fűződik, akik az ausztrál kockázati tőkepiac eredményeit elemezve azt állapították meg, hogy Izrael és India mellett (amely államok szintén a gyakorlatilag nem létező kockázati tőkepiaci állapotról építettek fel működő struktúrákat) Ausztrália kormányzata is jelentős és dokumentálható eredményeket ért el a kockázati tőkepiac fejlesztése terén.[124]

Az Európai Unió országai közül **Nagy-Britannia** rendelkezik a legfejlettebb kockázati tőkepiaccal, amelynek egyik fontos eleme a korán bevezetett és folyamatosan továbbfejlesztett adóösztönzők megjelenése a jogrendszerben.

A kontinensen egyedülállónak mondható szervezeti forma, a *venture capital trust* (továbbiakban: VCT) olyan, a londoni értéktőzsdén jegyzett vállalkozás, amely kizárólag magas kockázatú, tőzsdén nem jegyzett kereskedelmi kisvállalatokba fekteti a vagyonát. A VCT tőkéjét magánszemélyek adják, akik befektetéseikért cserébe jelentős adókedvezményben részesülnek. A kockázati tőketársaságok ezen formáját Nagy-Britanniában 1995-ben vezették be kifejezetten azzal a céllal, hogy a kis- és középvállalkozások forrásait magánszemélyek megtakarításaiból tudják növelni.

A hatályos szabályozás alapján[125] az a magánszemély, aki VCT-ban részesedést vásárolt, az éves befektetésének 30%-át (2006 előtti adóévek vonatkozásában a 40%-át), leírhatja az adójából, feltéve, ha nagykorú, új kibocsátású

[124] Watson – Lerner, 2007.

[125] A jövedelemadóról szóló törvény 6. része. (Elérhető: http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2007/3/part/6. Letöltés ideje: 2015.06.01.)

tulajdonrészt jegyzett, amelyet legalább 5 évig a tulajdonában tart, és a társaság nem biztosít számára visszaváltási lehetőséget. Az érvényesíthető kedvezmény legfeljebb évi 200.000 GBP után vehető igénybe, és abban az adóévben érvényesíthető, amelyben a részesedést megszerezték, tehát nem kell kivárni az 5 éves tartási időszakot. A VCT által fizetett osztalék teljes egészében mentes a jövedelemadó alól. A részesedés értékesítésekor keletkezett bevétel szintén mentes a tőkejövedelmek adója alól.

A kockázati- és magántőke alapok tisztségviselőit illetően már 1987-ben megállapodás született a kormányzat és a szakma érdekeit képviselő *British Private Equity and Venture Capital Association* (BVCA) között,[126] hogy a menedzsment a tőkealap eredménye után kapott jövedelme (*carried interest*) tekintetében nem az általános jövedelemadó-szabályok szerint adózik, hanem mint tőkejövedelemből származó bevétel. Ezt a megállapodást a felek 2003-ban megerősítették, így a hatályos adókulcsok tekintetében a menedzsment jövedelmek 18%-os adóteher alá esnek az általános 40%-oshoz képest, amely jelentős megtakarítást jelent.

Az Európai Bizottság Vállalkozáspolitikai és Ipari Főigazgatósága legutóbb 2009-ben tette közzé a határon átnyúló kockázati tőkebefektetések akadályairól szóló közleményét,[127] amely egyben felülvizsgálata a hasonló tárgyú 2007-es kiadványuknak, amely kifejezetten az adózási kérdésekre koncentrál.[128] Az adózási kérdésekkel egy 2010-es Bizottsági kiadvány foglalkozik kifejezetten.[129] Már 2009-ben megállapításra került, hogy az Európai Unió országai közül egyedül Finnország rendelkezik a kockázati tőke számára átlátható adózási rendszerrel, amelynek alapelve, hogy a társaság csak ott adózik, ahol a központi ügyintézés helye van. A EU többi tagállama vagy nemzeti jellegű ösztönző programokat vezetett be (vagy azok bevezetését tervezte), vagy bilaterális egyezményektől tette függővé az EU más tagállamaiban bejegyzett társaságok számára az adóharmonizációt vagy kedvezményeket.

---

[126] Emlékeztető a Minisztérium és a BVCA közötti megállapodásról a kockázati tőkebefektetésekhez kapcsolódó egyes adózási kérdésekről. (Elérhető: http://www.hmrc.gov.uk/shareschemes/bvca_and_fb2003_carried_interest.pdf. Letöltés ideje: 2011.08.08.)

[127] Európai Bizottság: Cross-border venture capital in the European Union. Summary report. 2009 december. Elérhető az Európai Bizottság honlapján. (Elérhető: http://ec.europa.eu/enterprise/newsroom/cf/_getdocument.cfm?doc_id=5646. Letöltés ideje: 2012.01.26.)

[128] Európai Bizottság: Report of the expert group on removing obstacles to cross-border investments by venture capital funds. 2007 május. Elérhető az Európai Bizottság honlapján. (Elérhető: http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/taxation/company_tax/initiatives_small_business/venture_capital/tax_obstacles_venture_capital_en.pdf. Letöltés ideje: 2012.01.26.)

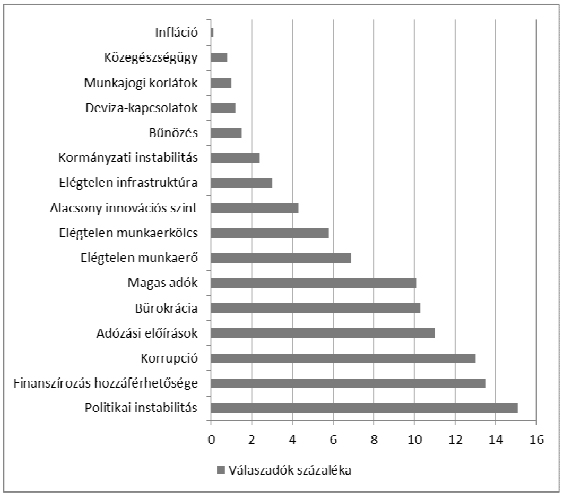
[129] Report of Expert Group on removing tax obstacles to cross-border Venture Capital Investments. (Elérhető: http://ec.europa.eu/taxation_customs/resources/documents/taxation/company_tax/initiatives_small_business/venture_capital/tax_obstacles_venture_capital_en.pdf. Letöltés ideje: 2015.01.01.)

II.2. A közvetett állami intézkedések egyes formái

II.2.1. A „vállalkozó-barát" jogi és üzleti környezet elemei

A közvetett állami beavatkozási eszközöket más megközelítésben interpretálhatjuk úgy is, mint olyan megoldások, amelyek megteremtik a kockázati tőkebefektetés ügyleteinek szereplői számára azt a környezetet, amelyben a tevékenységük a leghatékonyabban működhet. A kockázati tőkebefektetések tágabb környezetében ezek az előírások elsősorban az innovatív kis- és középvállalkozásokra vonatkozó, vállalkozóbarátként jellemezhető intézkedések, folyamatok. A kis- és középvállalkozások támogatása a korábban már említetteknek megfelelően több más gazdasági-politikai intézkedéscsomaggal is szoros kapcsolatot mutat: ilyen az innováció-támogatás, a vállalkozói kedv ösztönzése, a gazdaságfejlesztés, a versenyképesség növelése, mint főbb célkitűzések.

6. ábra: Az üzleti működést akadályozó tényezők Magyarországon



Forrás: WEF Global Competitiveness Report 2014-15.

Egy adott állam vagy térség vállalkozók számára vonzó mivolta több közgazdasági felmérésben is nyomon követhető. Globális szinten a *World Economic Forum* közöl rendszeresen elemzéseket arról, hogy a versenyképességi mutatók alapján egy adott ország üzleti környezete mennyire segíti elő a gazdasági fejlődést. A 2014-15-ös adatok alapján a vállalkozások

működését akadályozó tényezők közül Magyarország esetében a 6. ábrán látható adatokat közölték.[130]

A megkérdezett vállalkozások növekedésük egyik legfőbb gátjának már évek óta a finanszírozási forrásokhoz való hozzáférés korlátozottságát látják, ugyanakkor a 2008-as válságot követő hitelezési stop az arányokat még jobban módosította. Az adózási előírások túlzott bonyolultsága, gyors változásai szintén évek óta visszatérő faktorok.[131] Az utóbbi években lényegesen emelkedett a politikai instabilitásra és a korrupcióra utalók száma.

A Global Entrepreneurship Monitor 2011-es adatai összeállításakor a vállalkozói környezet vizsgálata során a következő tényezőket vette figyelembe:

- a hagyományos finanszírozási formákhoz való hozzáférés (banki kölcsön, hitel, garanciák),
- a kormányzati politikában a kis- és középvállalkozások támogatásának helye, illetve a vállalkozói lét támogatása,
- a kormányzat kifejezetten vállalkozás-támogatási programjainak mértéke és minősége,
- a vállalkozói oktatások: a vállalkozóvá válásnak, illetve a vállalkozás működtetésének oktatása általános- és középiskolákban, illetve a felsőoktatásban,
- kutatásfejlesztési eredmények közvetítése a kisvállalkozások felé,
- kereskedelmi és jogi keretek, azon belül a szellemi tulajdonvédelem, elszámolási rendszerek, egyéb kapcsolódó jogi és kereskedelmi szolgáltatások elérhetősége,
- az új vállalkozások piacra jutásának lehetősége, és a szabályok változásának gyakorisága,
- az infrastruktúra megléte és állapota (pl. kommunikáció, logisztika),
- a vállalkozói státuszt jellemző kulturális és szociális normák.[132]

Külön említést érdemel a nyugdíjpénztárak, nyugdíjalapok szabályozásának kérdése, mint a kockázati tőkepiacra közvetetten ható intézményrendszer. Mind a hazai,[133] mind a nemzetközi szakirodalom alapján egyértelmű, hogy a nyugdíjpénztárak jelentős szerepet játszanak a kockázati tőkebefektetések forrásoldalának megteremtésében. A magyar gazdaságpolitika ugyanakkor elfordult ettől a finanszírozási formától, és a nyugdíjpénztári tagok létszámának minimálisra csökkentésével a magánnyugdíj-

[130] World Economic Forum: Global Competitiveness Report 2014–2015. (Elérhető: http://www.weforum.org/reports/global-competitiveness-report-2014-2015. Letöltés ideje: 2015.06.01.)
[131] Ld. Szerb – Ulbert, 2007.
[132] Bosma – Wennekers – Amorós, 2012.
[133] Karsai, 2014, 5.

pénztáraktól jelentős forrásokat vont el. Ezen felül a magánnyugdíjpénztárak befektetési és gazdálkodási tevékenységéről szóló 282/2001. (XII. 26.) Korm. rendelet 2. melléklete szerint a magánnyugdíjpénztár Magyarországon bejegyzett kockázati tőkealap jegyének, illetve külföldön bejegyzett és a kibocsátás országában kockázati tőkealapnak minősülő alapjegyének együttes aránya nem haladhatja meg a befektetett pénztári eszközök 5%-át, valamint egy kockázati tőkealap által kibocsátott jegyek aránya nem haladhatja meg a befektetett pénztári eszközök 2%-át.

II.2.2. A szellemi tulajdonjogok védelmének szerepe

A szűk értelemben vett kockázati tőkebefektetések célcsoportjába a korábban ismertetetteknek megfelelően az innovatív, nagy növekedési potenciállal rendelkező vállalkozások tartoznak. A kockázati tőke típusú finanszírozási formák közül az induló, korai szakaszban lévő vállalkozások tőkével való ellátása eredményezi az egyik legnagyobb hasznot,[134] különös tekintettel arra, hogy ezen társaságok tulajdonosai a vállalati életciklus szempontjából is döntő lépés előtt állnak: korábbi, vagy folyamatban lévő kutatási eredményeik első nyilvánosságra hozatala és a hozzá kapcsolódó kereskedelmi értékesítés a vállalati élet új szintjét jelenti[135] – annak anyagi és jogi kihívásaival együtt.

A kockázati tőkés és a céltársaság szempontjából is döntő fontosságú a vállalatnál megtermelt szellemi tulajdon megfelelő kiaknázása, és adott esetben akár nemzetközi védelme is. Az innováció-támogatásnak, a versenyképesség növelésének elengedhetetlen feltétele a megfelelő jogvédelem megléte. A szellemi tulajdonjogok védelmének kezdetei a 19. századig nyúlnak vissza, de a globalizáció és a hozzá kapcsolódó információs forradalom előtérbe helyezte ezen jogok nemzetközi védelmének erősítését.

Az Európai Unió az Európa 2020 stratégián belül is kiemelten kezeli a kérdést, azon belül is az egységes európai szabadalomvédelemre irányuló javaslat és a hozzá kapcsolódó fordítási nehézségek leküzdésére irányuló bizottsági erőfeszítések mutatják az első, kézzelfogható eredményeket. Ugyanakkor az EU-n kívüli piacokon, elsősorban az Egyesült Államokban is megfigyelhető a nemzetközi jogvédelemre irányuló fokozott igény. Ennek egyik legfontosabb állomása a EU, az USA és Japán által kötött há-

[134] Az EVCA évkönyvei alapján és a szakirodalmi feldolgozások (pl. Karsai Judit, Douglas Cumming, Josh Lerner) alapján látható, hogy az expanziós szakasz után, amelyet a jelem munkában a kockázati tőke tág fogalma tartozónak tekintettünk, az induló szakasz finanszírozása a leginkább jövedelmező a befektető szempontjából. Erről lásd még: EVCA Yearbook 2003–2008. Pan-European Private Equity & Venture Capital Activity Report. EVCA, Brüsszel, 2008.

[135] Adizes szerint a vállalati fejlett kor is innen számítható. A témáról lásd részletesebben: Adizes, 1992, 25–98.

romoldalú egyezmény az egységes szabadalmi bejelentési formanyomtatványról és annak joghatásairól.[136] A szellemi tulajdonjogok másik kiemelkedő jelentőségű területén, a védjegyek nemzetközi oltalma kapcsán mind a nemzetközi mind az uniós szabályozás olyan tekintetben fejlettebbnek mondható, hogy a kapcsolódó szabályozás már korábban elfogadásra került.

A Nemzetközi Kereskedelmi Kamara 2012-ben tette közzé összefoglalóját a szellemi tulajdonvédelem aktuális kérdéseiről, és lehetséges fejlődési irányairól, amelyben hangsúlyos részként szerepel az infó-kommunikációval összefüggő jogvédelmi rendszerek komplex erősítése, és a biotechnológia és nanotechnológia egyes eredményeinek védelme is.[137] Ezen utóbbi területről megállapíthatjuk, hogy a kockázati tőkebefektetések szempontjából kiemelten fontos területek. Az ágazat jellemzőit rendszeresen összefoglaló nemzetközi szervezetek statisztikai adatai alapján a kockázati tőkebefektetések legfontosabb területét jelentik továbbra is a telekommunikációs vállalkozások (különösen igaz ez a kelet-közép-európai országok piacaira), valamint 2010-ben az európai piacokon a második legnagyobb volumenű tőkekihelyezés az élettudományok (*life sciences*) területén valósult meg.[138] Az amerikai piacon 2011 legnagyobb kockázati tőkebefektetése egy gyógyszeripai vállalkozásnál jött létre.[139]

Hazánkban 2005-ben készült felmérés a Szellemi Tulajdon Nemzeti Hivatala (korábban: Magyar Szabadalmi Hivatal) megbízásából az innováció és az iparjogvédelem kapcsolatának vizsgálatára.[140] A 405 válaszadó hazai kis- és középvállalkozás negyede rendelkezett valamilyen szellemi tulajdon területére eső oltalommal, amelynek 58%-a védjegy, 29%-a szabadalom. A teljes mintára vetítve a védjegyek aránya 14%, a szabadalmaké 7% volt, míg 2%-uk rendelkezett használati mintaoltalommal, és csupán 1%-nak volt formatervezési minta-oltalma. A vállalkozások közül a felmérés eredményei szerint a jogi személyiséggel rendelkező, kutatási és exporttevékenységet is végző nagyvállalatok azok, akik a szellemi tulajdonuk védelmével és iparjogvédelmi tapasztalattal rendelkeznek. A kockázati tőkebefektetések szempontjából ez azt jelenti, hogy a célcsoportba eső vállalkozások nagy valószínűséggel még nem, vagy nem elegendő tapasztalattal rendelkeznek ezen a fontos jogterületen.

[136] Basic principles of the common application format. 2007. november 30. (Elérhető: http://www.trilateral.net/projects/pct/CAF/principles.pdf. Letöltés ideje: 2012.01.31.)
[137] ICC 2012.
[138] EVCA 2010-es adatai alapján.
[139] NVCA 2012-es adatai alapján.
[140] Petz et al., 2006, 40–55.

A továbbiakban csak a kockázati tőkebefektetések szempontjából elsődleges jelentőséggel bíró szabadalmi, és érintőlegesen védjegyjogi kérdésekkel foglalkozom.

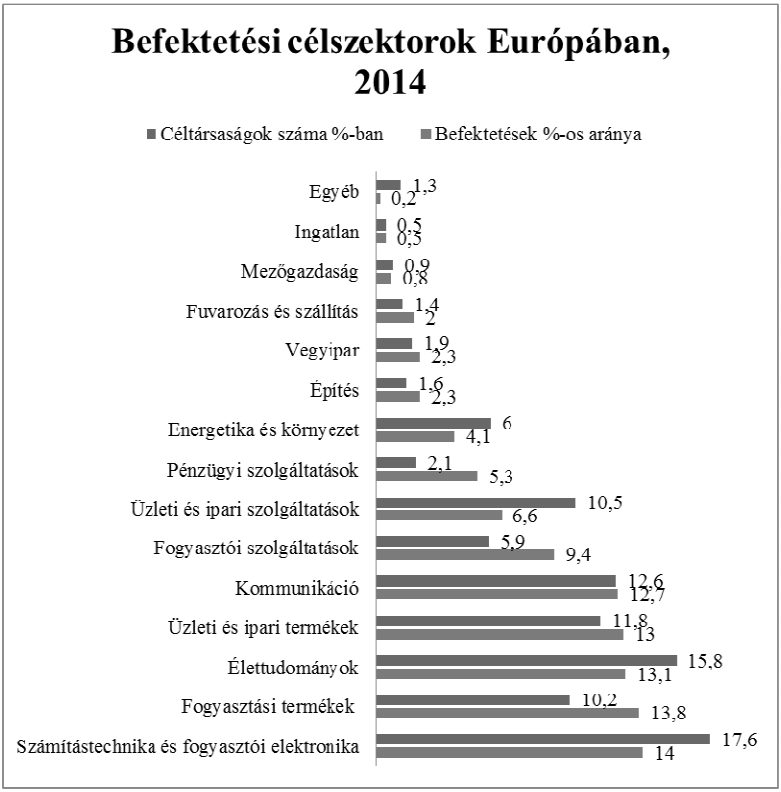
A szűk értelemben vett kockázati tőkebefektetők és a céltársaság viszonyában döntő fontosságú lehet, hogy a vállalkozás milyen és főként milyen értékű szellemi tulajdonnal rendelkezik. Különösen nagy szerepe van a szellemi tulajdon értékelésének induló vagy kezdeti fázisban lévő, innovációra épülő vállalkozásnál, ahol a cégérték döntő hányadát a vállalat tulajdonában lévő technológia értéke, vagyis az abban megtestesülő üzleti potenciál adja. A szellemi tulajdon értékelésének igénye olyankor is felvetődik, amikor a tulajdonos magát a szellemi tulajdont vagy annak hasznosítási jogát kívánja értékesíteni, és ehhez racionális árat szeretne meghatározni.

A közgazdasági szakirodalom az értékelés folyamán a szellemi tulajdon fogalma alá nem csak a jogi védelem alá helyezhető szellemi javakat vonja, hanem minden olyan értékelhető emberi teljesítményt, információt, amely egyedileg azonosítható.[141] Szintén a közgazdasági és a kockázati tőke gazdasági megközelítésű szakirodalma veti fel azt a kérdést, hogy kell-e, indokolt-e a vállalati szellemi tulajdon „regisztrált" jogi védelme,[142] vagy elegendő oltalmat jelent a polgári jogi titokvédelem eszköztára? A szellemi tulajdon értékelésének egyes konkrét formáit, valamint a titokvédelem korlátait és szerződési kereteit a kockázati tőkebefektetési szerződési folyamat során mutatjuk be.

A 7. sz. ábra alapján látható, hogy a kockázati tőkebefektetések kiemelt célcsoportjai a fogyasztási javakat előállító vállalkozások, az élettudományok, a kommunikáció, az üzleti és ipari termelés területén működő társaságok, vagyis a beruházási és vállalatértékelési döntéseknél a szerzői jogi kérdések éppúgy érintettek, mint az iparjogvédelem, és azon belül is a szabadalmi és védjegy oltalmak területei.

[141] A definíciót Landes – Posner, 2003, 1–2. adja.
[142] Lásd pl. Smahó, 2005, 61–79.

7. ábra: 2014 kockázati tőkebefektetéseinek iránya Európában



Forrás: EVCA Yearbook 2014.

A befektetési folyamat során, majd az együttműködés ideje alatt a vállalkozás jellemzően új terméket, szolgáltatást vezet be a piacra, és a befektetési döntés megszületése után, amennyiben a céltársaságnál már kimutatható tudományos eredmények keletkeztek, haladéktalanul megindul a szellemi tulajdon védelmére irányuló eljárás is.

Amennyiben az eljárás szabadalmi jog megszerzésére irányul, a kockázati tőkés szempontjából a következő kérdések kritikusak: (1) ki legyen a szabadalmas/védjegy-jogosult?; (2) átruházható jogok kerülnek-e bejegyzésre?; (3) hol indítsa meg a jogvédelmi eljárást?; (4) milyen átfutási idővel kell számolni, mire a szabadalom/védjegy (az ideiglenes szabadalom) bejegyzésre kerül?; (5) milyen felmerülő költségei vannak az eljárásnak, illetve a jogi oltalom fenntartásának?

ad (1) A felek közötti kockázati tőkebefektetési szerződés része, hogy a vállalkozásnál keletkező szellemi értéknek ki legyen a jogosultja. Alapvetően más a helyzet abban az esetben, ha a céltársaság már rendelkezik szabadalmaztatható, vagy védelem alá helyezhető értékkel, illetve akkor, ha a kutatások a kockázati tőkebefektetést követően kezdődnek el a vállalkozásnál, vagyis a tőkebefektetés révén jön létre a védelem alá helyezhető eredmény. Ez egyben tovább is vezet a következő kérdéshez.

ad (2) A nemzetközi gyakorlatban ugyanis kétféle eljárás azonosítható: a bejegyzett szabadalmi jog jogosultja a védelmi időn belül átruházhatja a szabadalmas státuszt, vagy csak a vagyoni jogok a hasznosításának jogát adhatja át. A hatályos magyar jog szerint a találmányok szabadalmi oltalmáról szóló 1995. évi XXXIII. törvény 25.§ (1) bekezdés alapján „*a találmányból és a szabadalmi oltalomból eredő jogok – a feltaláló személyhez fűződő jogai kivételével – átszállhatnak, átruházhatók és megterhelhetők*". A feltaláló személyhez fűződő jogai a névjog és a nyilvánosságra hozatal joga. A kockázati tőkebefektetések esetén a befektető tulajdonos lesz a szabadalmi eljárást kezdeményező vállalkozásban, ugyanakkor a befektetési időszakot követően (ami 3-5 éves időszakot jelent) a személyhez fűződő jogok jogi jellege miatt a befektető legfeljebb a vagyoni jogokat „viheti tovább" a jogviszonyból. A védjegyek esetében személyhez fűződő jogokról nem beszélhetünk, a jogutódlást a nemzeti és nemzetközi jogforrások egyaránt engedik.

ad (3) Az eljárás megindításának lehetősége mindazon országokban adott, ahol a védelmet a jogosult igényli. A természetes személy igénybejelentő az állampolgársága szerinti országban minden körülmények között megindíthatja az eljárást. A hatályos magyar jog szerint a szolgálati találmányra a szabadalom a munkáltatót illeti meg, míg az alkalmazotti találmány feltalálója, így szabadalmasa a munkavállaló, de a munkahelyet hasznosítási jog illeti meg.[143] A szabadalmi eljárás egy adott országban történő megindítása fontos eljárási határidőket von maga után, amennyiben a jogosult több országban is jogvédelmet szeretne élvezni. Ennek részleteit fent ismertettük, itt mindössze arra hívjuk fel a figyelmet, hogy a multilaterális megállapodásokkal rendelkező országok ebből a szempontból előnyt élveznek.

ad (4) A határidők számításakor a szabadalmi eljárásban általában nem a hivatali jogkörben eljáró szerv, hanem a kérelmező számára találunk kötelező, adott esetben jogvesztő határidőket. Az eljárások hossza függ a bejelentés tárgyától, annak nemzeti vagy nemzetközi jellegétől. A hatályos magyar szabályozás kifejezetten rögzíti, hogy „a szabadalmi eljárásokban

[143] 1995. évi XXXIII. törvény 8. §.

nem érvényesül a közigazgatási eljárásról szóló törvényben (2004. évi CXL. törvény a közigazgatási hatósági eljárás és szolgáltatás általános szabályairól továbbiakban: Ket) megállapított ügyintézési határidő, továbbá nem alkalmazhatók a Ket.-nek azok a rendelkezései sem, amelyek az eljáró hatóság egyéb intézkedésére állapítanak meg határidőt".[144]

ad (5) A költségek összehasonlító elemzése szerint a hazai szabadalmi bejegyzések költsége a nemzeti eljárásrend alapján nagyban függ attól, hogy a feltaláló, vagy más bejelentő indítja-e az eljárást. A feltaláló költségei mintegy 50%-kal alacsonyabbak, mint más bejelentő esetében. A nemzetközi szabadalmi oltalom költsége a nemzeti szabadalmi bejegyzésnek mintegy tízszerese, amennyiben a feltaláló maga kezdeményezi, és ezen túl még a nemzeti eljárásrendek alapján is külön kezdeményezni kell a védelmet. A védjegyek bejegyzése nemzeti eljárásrend szerint Magyarországon a szabadalmi bejegyzéssel nagyjából azonos, nemzetközi szinten alacsonynak mondható költséget jelent a jogosultnak. A madridi rendszerben bejegyzett nemzetközi védjegy-oltalom költsége pedig a nemzetközi szabadalmi eljárás költségének a harmada, vagyis a nemzeti költségek mintegy háromszorosa, de nem igényel nemzeti szintű további tennivalókat. A költségek számítása körében fontos tényező lehet az esetlegesen szükséges fordítások költsége is, amelyről részletesen a továbbiakban lesz szó.

Tekintettel arra, hogy a kockázati tőkebefektetések célcsoportjába tartozó vállalkozások jellemzően nemzetközi gazdasági tevékenységet is folytatnak, a szellemi tulajdonvédelem körében a nemzeti eljárásrenden túl kiemelkedő jelentősége van a találmányok nemzetközi védelmének is. Halpern és Muraközi a témakörben végzett 2010-es kutatási eredményei azt mutatják, hogy az innovációt végrehajtó vállalatok jelentősen több piacot érhetnek el, és nagyobb értékben exportálnak, mint nem innovatív társaik.[145]

II.2.3. Spin-off vállalkozások és a kockázati tőke

A spin-off vállalkozások olyan innovatív kisvállalkozások, melyeket egy egyetem vagy költségvetési kutatóhely saját kutatási eredményeinek piacosítása érdekében hoznak létre, általában kis foglalkoztatotti létszámú társaságok, amelyek jellemzően megmaradnak az anyaintézmény környezetében.[146]

A közpénzekből finanszírozott kutatások állami támogatásának oka, hogy a kutatási eredmények hasznosítása nyomán a társadalom számára

[144] Uo. 48.§ (7).
[145] Halpern – Muraközy, 2010, 293–295.
[146] Becskyn-Nagy – Papp – Tóth, 2014, 22.

hasznos gazdasági-szociális értékek jönnek létre. Bekkers és szerzőtársai 2006-ban publikálták, hogy Hollandia ipari fejlesztéseinek 21%-a mögött államilag támogatott kutatások állnak.[147] A közfinanszírozású intézmények tudományos eredményeinek ipari hasznosítása hazánkban éppúgy központi kérdés, mint az EU-ban, vagy az OECD államaiban. Ugyanakkor ha megnézzük egyes térségek esetében a kockázati tőke forrásait a 3. sz. ábrán , egészen szélsőséges eltéréseket tapasztalunk az egyetemek, kutatóintézetek által biztosított, kockázati tőke jellegű források rendelkezésre állása terén. A korábban ismertetett ábra alapján megállapítható, hogy Európán belül a fejlett kockázati tőkepiaccal rendelkező területeken jellemző a kutatóintézetek befektetőként való megjelenése, míg Kelet-Közép-Európa esetében a 2014-ben rögzített 0%-os arány mindenképpen elgondolkodtató.

A közgazdasági irodalom megkülönbözteti azokat a vállalkozásokat, amelyek (1) valamely közpénzből finanszírozott kutatási intézmény szellemi tulajdonának hasznosítására újonnan létrejött vállalkozás, amelyben a kutatási intézmény részesedéssel rendelkezik, azoktól a vállalkozásoktól (2) amelyek a létrejött új gazdasági társaságban tevőlegesen nem vesznek részt, csupán a jogilag védett kutatási eredményt szolgáltatják a társaságnak. A megkülönböztetés lényege, hogy a szellemi alkotások joga által védett értéket létrehozó természetes személyek (kutatók) a létrejövő spin-off vállalkozásban is közreműködnek-e, vagy sem. Az előbbiek előnye, hogy a kutatók megtartása, motiválása, illetve az ipari kapcsolataik erősítése ebben a formában megoldható, ugyanakkor a nemzetközi kutatások szerint az ilyen kapcsolatok hátrányosan hatnak a publikációs tevékenységre. A további együttműködés mellett szól, hogy az alapkutatást végzők az ipari hasznosítás során a termékfejlesztésbe, illetve az esetleges továbbfejlesztésekhez kapcsolódva kiterjeszthetik kutatásaikat, kockázata viszont, hogy az alkalmazott kutatások irányába terelik az egyébként kiváló alapkutatókat.[148]

A spin-off vállalkozások meghatározásakor irányadó az OECD 2001-es ajánlása, amely szerint ilyen vállalkozásnak tekinthetők azok,

- amelyet közfinanszírozású intézmény vagy egyetem alkalmazottja alapított,
- amely technológiáját egyetemtől, vagy más közfinanszírozású kutatóintézettől nyerte licenc-eljárás keretében,
- amelyben egyetem, vagy más nemzeti kutatólaboratórium tőkerészesedéssel vesz részt,
- amelyet közfinanszírozású kutatóintézet alapított.

[147] Bekkers – Gilsing – van der Steen, 2006, 545–547.
[148] Uo. 547–548.

Buzás Norbert ezzel szemben a spin-off vállalkozások definícióját az alábbiak szerint adja: az a vállalkozási céllal létrehozott szerveződés, ahol az ott dolgozók döntően az anyaintézményben szerzett tudást és/vagy tapasztalatot hasznosítják. A spin-off vállalkozásokon belül megkülönböztet egyetemi, vállalati és ún. indirekt spin-off társaságokat, ahol az utóbbi jelenti azt a formát, amelyben az akadémiai szféra korábbi alkalmazottai új, tudásalapú vállalkozást hoznak létre anélkül, hogy formálisan hasznosítanák volt munkaadójuk szellemi tulajdonát.[149]

A spin-off vállalkozásra egyértelműen alkalmazható magyar kifejezésünk, vagy jogi meghatározásunk nincsen. Az innovációs törvény a **hasznosító vállalkozás** kifejezést használja, amely „*költségvetési kutatóhelyen – a 20. § alkalmazásában nonprofit kutatóhelyen is – létrejött szellemi alkotások üzleti hasznosítása céljából az ilyen kutatóhely által alapított, illetve részvételével vagy részesedésével működő gazdasági társaság*”.[150] Ugyanakkor a magyar közgazdasági irodalomban nem terjedt el a hasznosító vállalkozás, mint szakkifejezés.

A továbbiakban – a jogforrási megközelítést előtérbe helyezve – a spin-off vállalkozásokat úgy azonosítjuk, mint költségvetési forrásból származó kutatóhelyen létrejött szellemi alkotás hasznosítására létrehozott vállalkozást.

Az egyetemek és az gazdasági szereplők közötti tudás és technológiatranszfer fontos szereplői a spin-off vállalkozások. A 2000-es évektől több közgazdasági kutatás is kimutatta, hogy az egyetemi kutatók alkalmazása számottevő előnyt jelent az innovációban érdekelt vállalkozások számára,[151] illetve hogy az egyetemek részvételével alakult, illetve onnan származtatható vállalkozások a szellemi tulajdon hasznosítása terén jobb eredményeket érnek el, mint versenytársaik.[152] Ennek legkitűnőbb példáját Mowery és szerzőtársai ismertetik 1980-ban az Egyesült Államokban elfogadott Bayh-Dole törvény kapcsán.[153] A törvény lehetővé tette, hogy az egyetemek a közpénzből folytatott kutatási eredményeiket saját nevük alatt jogi oltalom alá helyezzék, és azt a kereskedelmi forgalomban értékesítsék.[154] Az amerikai szellemi tulajdon hivatalának statisztikai adatai alapján míg 1984-ben mindössze 554 olyan szabadalmat jegyeztek be, amelynek jogosultja egyetem volt, addig 1997-ben már 2236-ot.[155]

---

[149] Buzás, 2004, 258–259.

[150] 2004. évi CXXXIV. törvény a kutatás-fejlesztésről és az innovációról, 4.§ 6.b. pont.

[151] Pl. Gübeli – Doloreux, 2005, 270.

[152] Az orvostudományok terén bemutatja részletesen: Zucker et al., 2002., illetve ausztriai egyetemek szabadalmi bejegyzéseit vizsgálva szintén erre a következtetésre jutnak Schartinger és szerzőtársai (2002).

[153] Ld. részletesen Mowery et al., 2001.

[154] Bayh–Dole Act, vagy Patent and Trademark Law Amendments Act. 35 U.S.C. § 200–212.

[155] Idézi Mowery, 2001, 104.

Az egyetemi spin-off vállalkozások mindazonáltal a szellemi tulajdonjogokon kívül jelentős tőkével nem rendelkeznek, így felmerül a kereskedelmi hasznosításhoz szükséges tőke előteremtésének kérdése, amelyen keresztül ezen vállalkozások és a kockázati tőkebefektetések iparága találkozik. Sørheim és szerzőtársai 2011-ben publikált tanulmányukban kiemelik, hogy míg az Egyesült Államokban a spin-off vállalkozások könnyen jutnak kockázati tőkéhez, addig az európai kutatóintézetek komoly nehézségekkel küzdenek ezen a területen. Ennek eredményeként az európai eredményeket is gyakran amerikai tőke bevonásával hasznosítják az intézmények.[156] A finanszírozási forrás mellett Kenney és Florida azt is állítják, hogy a kockázati tőkebefektető által biztosított gyakorlati ismeretek, tacit tudás és gazdasági kapcsolatok legalább olyan fontosak az innovatív korai szakaszú vállalkozások fejlődése és sikeressége szempontjából.[157] Atkinson 1994-ben publikált cikkében elemzi az orvosi és biotechnológiai egyetemi fejlesztésekhez kötődő kockázati tőkebefektetések jellemzőit, és megállapítja, hogy ezen vállalkozások finanszírozása kizárólag akkor eredményes, ha a befektető fókuszált, célirányos és egymáshoz kapcsolódó vállalkozásokat támogat. Kiemeli, hogy ezen vállalkozások speciális kockázati tényezőkkel is rendelkeznek, úgymint a kutatók érdekellentéte az akadémiai foglalkoztatás és a vállalkozásban betöltött szerep kapcsán.[158]

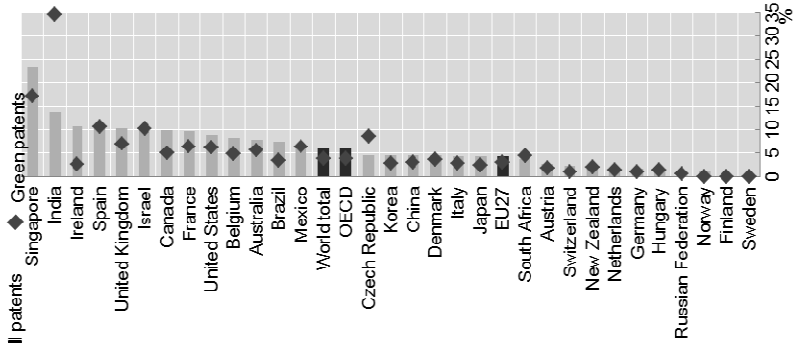
A gazdasági szakirodalom a közfinanszírozású kutatóhelyek szellemi termékeinek hasznosítása kapcsán három modellt dolgozott ki. Az első (*open scince model*) szerint a kutatóhelyeken elért eredmények jogait a kutató szerzi meg.[159] A második modell (*licencing model*) alapján a jogokat a kutatóintézet szerzi meg, és hasznosítja. Ezen elven működik az Egyesült Államok joga is a fent hivatkozott Bayh-Dole törvény elfogadása óta. A harmadik, ún. innovációs modell alapján a jogokat a kutatóintézet szerzi meg, de törekednie kell az ipari kapcsolatok bevonására a hasznosítás során. Az innovációs modell alapjait látjuk a magyar innovációs törvény vonatkozó rendelkezéseiben is.

Az OECD 2010-ben közzétett statisztikái alapján 2000 és 2007 között a közcélú kutatási intézmények által a PCT-eljárásban bejegyzett szabadalmak számát tekintve az összes szabadalomnak átlagosan a 6,12%-át jelentik be ilyen intézmények. Mindez arra enged következtetni, hogy a szellemi termékek hasznosítása kapcsán van kiaknázható tudás az állami fenntartású intézményeknél.

---

[156] Ld. részletesen Sørheim et al., 2011.
[157] Kenney – Florida, 2000. Ezt az eredményt erősítik meg Mustar és szerzőtársai 2006-ban.
[158] Atkinson, 1994.
[159] Ismerteti pl. Rhoten – Powel, 2007.

8. ábra: Kutatási intézmények által bejelentett szabadalmak, 2000–2007



Forrás: OECD.

A magyar spin-off vállalkozások, azokon belül is az egyetemekhez köthető gazdasági társaságok tevékenységének egyes részletszabályairól a Magyar Szabadalmi Hivatal 2010 márciusában tett közzé részletes elemzést.[160]

Az innovációs törvény 19. §-ának (1) bekezdése a költségvetési szervként működő kutatóhelyek részére kifejezetten is lehetővé teszi a hasznosító vállalkozásokban történő részesedésszerzést oly módon, hogy a szellemi alkotást nem pénzbeli hozzájárulásként gazdasági társaság (hasznosító vállalkozás) tulajdonába adhatják, apportálhatják. Az apportálás egyik előfeltétele, hogy a kutatóhely rendelkezzen az innovációs törvény 18. §-a szerinti szellemitulajdon-kezelési szabályzattal.

A kezelési szabályzatok összeállításához a Magyar Szabadalmi Hivatal és a Nemzeti Innovációs Hivatal 2005-ben módszertani útmutatót publikált, amely a közfinanszírozású kutatóhelyek számára tételes és részletes iránymutatást ad. A kezelési szabályzatok tartalmazzák azon esetkörök jogi kérdéseit is, amikor a kutatóhely egy ipari, gazdasági szereplővel kerül kapcsolatba, és együttműködésük során szellemi tulajdonvédelem alá eső érték keletkezik.[161]

A hasznosító vállalkozás három évnél rövidebb időre nem hozható létre, és abban a költségvetési szerv felelőssége nem haladhatja meg vagyoni hozzájárulásának mértékét, az osztalékból való részesedése pedig nem lehet annál kisebb arányú, azaz hasznosító vállalkozás gyakorlatilag csak korlá-

[160] MSZH, 2010.
[161] MSZH, 2005, 18–20.

tolt felelősségű társasági vagy részvénytársasági formában hozható létre. A vállalkozás létesítő okirata nem írhat elő pótbefizetési kötelezettséget a résztvevő költségvetési szerv terhére, de mellékszolgáltatás nyújtására való kötelezettségvállalást a törvény nem tilalmaz.

A felelősség korlátozására és a pótbefizetés tilalmára vonatkozó rendelkezések értelemszerűen irányadók a költségvetési szerv által létrehozott vagy a részesedésével működő hasznosító vállalkozás által további gazdálkodó szervezet alapítása, illetve gazdálkodó szervezetben történő részesedés szerzése esetén is, továbbá mindazon esetekben, amikor a hasznosító vállalkozás közvetett részesedésével működő gazdálkodó szervezet alapít gazdálkodó szervezetet vagy szerez gazdálkodó szervezetben részesedést.

Papanek Gábor és Perényi Áron 2006-os kutatása megállapította, hogy az egyetemi spin-off vállalkozások Európa-szerte forráshiánnyal küzdenek, és az egyetemek és a kockázati tőkepiac szereplői közötti kapcsolat erősítése sokat segíthet a probléma megoldásában.[162]

Az amerikai spin-off piac játékelméleti elemzése során Celestin Chukumba és Richard Jensen azt állapították meg, hogy a már hivatkozott Bahy-Dole törvény utáni Egyesült Államokban az egyetemek mellett működő technológiai transzfer irodák (*technology transfer offices*) meghatározó szerepet játszanak az új társaságok létrejöttében és a kockázati tőke bevonásában. A kutatási eredményeik és a piaci adatok összevetése során az derült ki, hogy ha a transzfer iroda nem tudja, vagy túlzott költségigénye miatt nem akarja az egyetemi „tudást" értékesíteni már működő társaságoknak, akkor az visszakerül a feltalálóhoz, aki így maga hoz létre társaságot a hasznosításra, és/vagy kockázati tőkebefektetőt keres ahhoz. Iparági adatokkal támasztották alá, hogy azon egyetemi spin-off társaságok esetében, ahol az egyetemnek kiterjedt kockázati tőkés kapcsolatai vannak, sokkal gyakoribb a szellemi tulajdonjogok bejelentése, mint ahol ilyen jellegű kapcsolatok nincsenek.[163]

Az induló vállalkozások kockázati tőkével társulva a szerzők szerint a következő előnyökkel rendelkezhetnek:

(1) a kockázati tőkebefektetőnek számottevően több gyakorlata van az új, piaci bevezetés előtt álló találmányok hasznosításában, mint egy működő vállalkozásnak. Jobban tisztában van az értékesítéshez szükséges információk és készségek mibenlétével, így az induló vállalkozás számára költségmegtakarítást érhet el.

(2) Azok a vállalkozások, amelyeket a feltaláló maga alapít, azzal az előnnyel is rendelkeznek, hogy a feltaláló jobban ismeri a hasznosí-

[162] Papanek – Perényi, 2006.

[163] Chukumba – Jensen, 2005.

tásra váró technológiát, mint bárki más, ezért a később felmerülő kérdések, szükséges módosítások megvalósítása gyorsabb és kisebb költséggel jár, valamint elkerülik az információs aszimmetriát is.

(3) Ha a technológiai transzfer irodának több lehetősége is van találmányok értékesítésére, a könnyebben és gyorsabban értékesíthetőkkel foglalkozik, automatikusan háttérbe szorítva azon találmányokat, amelyekbe arányosan több munkát kell fektetni. Ezt a relatív hátrányt küszöböli ki a feltaláló és a kockázati tőkés általi hasznosítás.[164]

II.2.4. A tőzsde szabályozásának szerepe a kockázati tőkefinanszírozásban

A kockázati tőkebefektetésekből való kiszállás (*exit*) 5 meghatározó módja ismert: az első nyilvános részvénykibocsátás (*initial public offering – IPO*), a vállalati felvásárlás vagy fúzió, a más befektetőnek való értékesítés, a menedzsment általi kivásárlás és a leírás. A befektető által a leginkább jövedelmező értékesítési mód a részvénypiaci értékesítés, így a fejlett kockázati tőkepiaccal rendelkező országokban ez az elsődleges kiszállási mód. Cumming és Johan 2008-ban amerikai és kanadai példákon bemutatták, hogy az IPO a befektetők által leginkább preferált tervezett kiszállási mód.[165]

Arra a kérdésre, hogy hogyan függ össze egy adott ország tőzsdejoga, illetve tőzsde-kultúrája a kockázati tőkepiac működésével, számos szerző keresett már választ.

Ronald Gilson és Bernard Black a 90-es évektől kezdődően foglalkoztak azzal a kérdéssel, hogy milyen összefüggések vannak egy ország tőzsdei viszonyai és a kockázati tőke ipara között. Arra a következtetésre jutottak, hogy az aktív kockázati tőkepiac elengedhetetlen feltétele a likvid, liberális tőzsdepiac.[166] Azt a gondolatot, hogy a tőzsdére lépés feltételei és a működési feltételek döntően befolyásolják a kockázati tőke jellegét és nagyságát egy országban, később több szerző is a magáévá tette. Különösen hangsúlyosan jelenik meg ez abban az összefüggésben, hogy az olyan, fejlett gazdasággal rendelkező országok, mint Németország és Japán miért nem rendelkeznek egyben fejlett kockázati tőkepiaccal is.[167]

Jeng és Wells 21 országot összehasonlító tanulmányának egyértelmű következtetése, hogy az első nyilvános részvénykibocsátás lehetőségei és a

[164] Uo. 3–4.
[165] Cumming – Johan, 2008, 1209.
[166] 1999-ben két tanulmányt is tettek közzé. ld. irodalomjegyzék. Itt a következőkből idéztünk: Gilson – Black, 1999(b), 36–40.
[167] Részletesen elemzi pl. Pukthuanthong – Thiengtham – Walker, 2007, 33–36.

tőzsde fejlettsége a leginkább meghatározó tényező az aktív kockázati tőkepiac kialakulása szempontjából.[168]

Tamir Agmon és Avi Messica izraeli szerzők az állami ösztönzési programok mellett a siker egyik fontos tényezőjeként határozzák meg a befektető-barát tőzsdei környezetet. Tanulmányukban azt állítják, hogy az USA nem csak élen jár a kockázati tőkebevonás volumenében, hanem az európai tőketársaságok is befektetéseik egy részét a NASDAQ-on keresztül értékesítik.[169]

Schwienbacher az egyes szerződési feltételek gyakorisága és alkalmazása kapcsán azt is kimutatta az európai és az amerikai szerződési gyakorlatban, hogy a tengerentúlon előszeretettel alkalmazott átváltoztatható kötvények alkalmazása többek között azért sem terjedt el Európában, mert a kontinensen kevésbé jellemző az első nyilvános részvénykibocsátás útján való kiszállás.[170]

Ugyanakkor Cumming és szerzőtársainak empirikus kutatása azt támasztotta alá, hogy a fentiekkel ellentétben a döntő kérdés nem az aktív tőkepiac megléte vagy hiánya, hanem a jogrendszernek magának a minősége határozza meg, hogy egy országban melyik kiszállási mód dominál.[171]

A tőzsdei úton való kiszállás előnyeit és hátrányait Kovács Tamás a következőkben foglalja össze:

9. ábra: A tőzsdei kiszállás előnyei és hátrányai

Előnyök	Hátrányok
A nagyobb likviditás a részvényeket értékesebbé teheti	Sok belső információt kell nyilvánosságra hozni a bevezetés során, amely a versenytársak számára előnyt jelenthet
A hatákonyabb piac reálisabban áraz	Szigorúbb beszámolási kötelezettség
Ha egyszer egy társaság a tőzsdén jegyzett, könnyebben tud pótlólagos forráshoz jutni	A teljesítménynövekedés elmaradásával a társaság részvényeinek értéke az eladások révén csökkenhet
A társaság menedzsmentje részvényopciókkal motiválható	A nyilvános kibocsátás költséges és időigényes
A részvénytulajdonosok részesedésüket készpénzre válthatják	A makrogazdasági hanyatlást jól tükröző tőzsdén többet veszíthetnek értékükből a vállalat részvényei

Forrás: Kovács, 2014, 23. alapján saját szerkesztés.

[168] Jeng – Wells, 2000, 241.
[169] Agmon – Messica, 2008, 105–110.
[170] Schwienbacher, 2005.
[171] Cumming – Fleming – Schwienbacher, 2006.

III. A kockázati tőkebefektetések szabályozásának történeti áttekintése

III.1. A kockázati tőkebefektetések rendszertani elhelyezése

Az intézményesült kockázati tőke szereplőinek azonosítása, a felek jogainak és kötelezettségeinek vizsgálata a hatályos jogszabályok alapján nem megoldhatatlan feladat. Az informális kockázati tőkebefektetők, az üzleti angyalok működése és szerződési gyakorlata ugyanakkor már nem nevesített a hatályos magyar jogban (sem).

Az alapfogalmaknál tisztázott, szűk értelemben vett kockázati tőkebefektetések szereplői a kockázati tőkealap, a kockázati tőkealap-kezelő valamint az a társaság, amely a finanszírozás címzettje. A felek közötti jogviszonyt szabályozza egyrészt a befektetési szerződés, amely többféle szerződéstípus alkalmazásával megvalósulhat, valamint befolyásolja a kockázati tőkebefektetési tevékenységre vonatkozó kógens közjogi normák halmaza.

III.1.1. A kockázati tőkealap és az alapkezelő jogi jellege

A vagyonegyesítő társaságok közül az alapítvány, illetve a részvénytársaság, mint jogi formák egyes tulajdonságait fedezhetjük fel a kockázati tőkealap és a kockázati tőkealap-kezelő vizsgálatakor. A jogi személyiségű vagyontömegek közül az alapítvány annyiban mutat hasonlóságot a kockázati tőkealapokkal, amennyiben a vagyon (alapítványi vagyon és kockázati tőkealap) és annak kezelésével megbízott szervezet (kuratórum és kockázati tőkealap-kezelő) hasonlóan elkülönül egymástól, ugyanakkor az alapítványra jellemző nonprofit jelleg a kockázati tőkealap esetén teljességgel hiányzik.

A részvénytársasági működéshez ehhez képest annyiban hasonlít a kockázati tőkealap, amennyiben mindkettő profitorientált működési elvű, és a vezető tisztségviselő(k) feladata(i) (igazgató, igazgatótanács és kockázati tőkealap-kezelő) elválik a tulajdonosi szereptől.

A fent vázolt szervezetek közötti legfontosabb különbség mégis a szabályozásban rejlik, mivel a kockázati tőkealapot, és annak mögöttes intézményét, a befektetési alapot, illetve a kezelésüket végző kockázati tőkealap-kezelőt, illetve a befektetési alapkezelőt a pénzügyi intézményrendszert szabályozó, elsősorban közjogi jellegű normák között találjuk, míg az alapítvány és a részvénytársaság szabályozása tisztán magánjogi jelleggel a polgári törvénykönyben található. A megkülönböztetés fő iránya így abban rejlik, hogy míg alapjában véve három magánjogi jogalany működésének

jogi feltételeiről szólva a kockázati tőkealap és alapkezelő szabályai a közjogi normák között találhatóak, amivel a jogalkotó szorosabb kapcsolatot vélelmez a kockázati tőkealapok és alapkezelők vonatkozásában a pénzügyi szektorral, mint a klasszikus magánjogi területekkel. Ez a megkülönböztetés köszön vissza a tagsági jogot megtestesítő okirat, a kockázati tőkealapjegy szabályozásában is.

A kockázati tőkealapokat a tőkepiaci törvény úgy definiálta, mint kockázati tőkealap-jegy zártkörű forgalomba hozatalával létrehozott és működtetett, jogi személyiséggel rendelkező vagyontömeg, amelyet a kockázati tőkealap-kezelő a befektetők általános megbízása alapján, azok érdekében kezel. A kockázati tőkealap a befektetési alapok egyik önálló típusa, amely 2011 után egyedüliként maradt a tőkepiaci törvény hatálya alatt, mivel az uniós jogi átültetési kötelezettségek következtében a befektetési alapok, illetve a befektetési alapkezelési tevékenység teljes körű újraszabályozására volt szükség.[172] A megkülönböztetés indokát az adta, hogy míg a befektetési alapok és az alapkezelési tevékenység engedélyezési, működési rendszerét az Unió egységesíti, illetve szigorú kockázatkezelési és tájékoztatási feltételeket, illetve az ezzel járó adminisztratív terheket jelentősen módosítja, már a közösségi szabályozás tárgyalása során egyértelmű volt a jogalkotó számára, hogy a kockázati tőkealapokat valamilyen módon mentesíteni kell a számukra indokolatlanul szigorú új szabályok alól.

Ugyanakkor 2014-ben a kockázati tőkealapok és alapkezelők mégis kikerültek a tőkepiaci törvényből, és a kollektív befektetési formákról és kezelőikről, valamint egyes pénzügyi tárgyú törvények módosításáról szóló 2014. évi XVI. törvény (ABA-törvény) tartalmazza működésük szabályait. Az új szabályozás 4. § (1) 59. pont definíciója szerint a kockázati tőkealap olyan zártvégű alternatív befektetési alap, melyet vállalkozás-fejlesztés finanszírozásának céljából hoztak létre és befektetési politikája szerint az összesített tőke-hozzájárulása és a le nem hívott tőkéje legalább 70%-át a vállalati fejlődés kezdeti szakaszában lévő kisvállalkozásokba fekteti, amelynek kollektív befektetési értékpapírjait zártkörűen kizárólag szakmai befektetők részére hozzák forgalomba, és amely nem tőkeáttétellel finanszírozott.

Rendszertani értelemben a kockázati tőkealapok és alapkezelőik az uniós jogforrásokban kialakításra került kategóriáknak megfelelően az ún. alternatív befektetési alapok között helyezkednek el. Az átruházható érték-

[172] 2011. évi CXCIII. törvény a befektetési alapkezelőkről és a kollektív befektetési formákról, illetve a hozzájuk kapcsolódó végrehajtási rendeletek: 344/2011. (XII.29) Kormányrendelet a befektetési alapkezelőre vonatkozó szervezeti, összeférhetetlenségi, üzletviteli és kockázatkezelési követelményekről; 345/2011. (XII.29) Kormányrendelet a befektetési alapok befektetési és hitelfelvételi szabályairól.

papírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozásokról (ÁÉKBV) szóló, az Európai Parlament és a Tanács 2009. július 13-i 2009/65/EK irányelve értelmében a befektetési vállalkozások által létrehozott befektetési alapok azzal a céllal kerülnek létrehozásra, hogy a befektetők tőkéjét kollektíven, egy olyan pénzügyi eszközöket tartalmazó portfólióba fektessék be, mint a részvények, kötvények és más értékpapírok. Az 1980-as évek óta létező ÁÉKBV a befektetési alapok európai formája, 2009-ben ezek már több mint 5 trillió euró értékű eszközzel rendelkeztek, ami az EU bruttó hazai terméke felének felelt meg. Az ÁÉKBV-kre vonatkozó szabályozás a gazdasági válsággal új irányt vett: egyrészt rendkívüli mértékben szigorították a korábbi szabályokon, másrészt megkülönböztetésre kerültek az ún. alternatív befektetési alapok, amelyeken belül a kockázati tőkealapot is találjuk. Ezen alapkezelők „alternativitása" abban jelenik meg, hogy az ÁÉKBV szabályai értelmében nem engedélykötelesek, vagyis az alábbi kategóriák valamelyikébe esnek:

1) a zártvégű kollektív befektetési vállalkozások;
2) azok a kollektív befektetési vállalkozások, amelyek anélkül szereznek tőkét, hogy befektetési jegyeiket a Közösségben vagy annak egy részén nyilvánosan értékesítenék; (zártkörűen értékesített befektetési alapok alapkezelői)
3) azok a kollektív befektetési vállalkozások, amelyek befektetési jegyei az alapok szabályzataival vagy a befektetési társaságok létesítő okirataival összhangban kizárólag harmadik országokban értékesíthetők nyilvánosan;
4) a kollektív befektetési vállalkozásoknak azon köre, amelyeket azok a tagállamok állapítanak meg, ahol a kollektív befektetési vállalkozások letelepedtek, és amelyek a VII. fejezetben, valamint a 83. cikkben meghatározott rendelkezéseknek a befektetési és hitelfelvételi politikájuk következtében nem felelnek meg.

A kockázati tőkealapokra az a) és b) pontok egyaránt vonatkoznak, így kerülnek ki az ÁÉKBV-irányelv hatálya alól, és kerülnek az ABA-irányelv hatálya alá. Ugyanakkor a törvény 2. §-a fontos könnyítést tartalmaz a kockázati alapkezelőkre nézve az általános szabályok alól. A törvény indoklása értelmében a „hagyományos" befektetési alapkezelők több milliárd forint összegű befektetések és számos különböző zártkörű alap felett rendelkeznek, addig a kockázati tőkealap-kezelők és magántőkealap-kezelők egyidejűleg jellemzően egy-kettő, esetenként néhány százmillió forint eszközértékű alap kezelését végzik. Emiatt a 125.000 eurós indulótőke (szavatoló tőke) minimum előírása indokolatlanul magas, melyet nem indokol sem a kockázati tőkealap-kezelő működési kockázata, sem felelőssége. Egy ilyen

addicionális tőkelekötés a más EGT-államokban bejegyzett kockázati tőkealap-kezelőkhöz képest egyértelmű versenyhátrányt is jelent. Ezért indokolt ezen alapkezelők tőkekövetelmények alóli, az elektronikus portfolió-nyilvántartási rendszerre vonatkozó előírások alóli, illetve az értékelésre előírt szabályok alóli felmentése.

III.1.2. A kockázati tőkealap-jegy mint értékpapír

A kockázati tőkealap-jegyek megszerzésének folyamata a befektetési szerződéssel történik. Ez a szerződési típus Bartal Judit és szerzőtársai szerint olyan speciális szerződés, amely a megbízási szerződés, a letéti szerződés és a bizományosi szerződés szintézise. A megbízási szerződés a befektető, mint megbízó és későbbi alapjegy-tulajdonos és a befektetési intézmény, társaság, a későbbi kockázati tőkealap-kezelő között keretjellegű és tartós jogviszonyt keletkeztet. A letéti jellegű szolgáltatás jellegét az mutatja, hogy a megbízott díj és költségeinek megtérítése ellenében folytatja tevékenységét. Az értékpapírokkal folytatott tényleges ügyletek lebonyolítását pedig a megbízott bizományi szerződés alapján végzi.[173]

A kockázati tőkealap vagyoni hányadát megtestesítő kockázati tőkealap-jegy az értékpapírok között a befektetési jegyek csoportjába tartozik. Széchenyi László értékpapírjogi munkája a „befektetési jegyet" a kötelmi jogi – dologi jogi – tagsági jogi értékpapírok közötti megkülönböztetés során a tagsági jogi értékpapírok között helyezi el, nem nevesítve ezen belül a kockázati tőkealap-jegyet, holott az már 1998 óta létező kategória.[174] Harsányi Gyöngyi csoportosításában a társasági papírok – árupapírok – dologi papírok mellett a befektetési jegyek az egyéb, sui generis értékpapírok között találhatók.[175] Tomori Erika az értékpapír- és tőzsdejogi fogalmakon belül foglalkozik a befektetési jeggyel, és azon belül annak speciális fajtájaként nevesített kockázati tőkealap-jeggyel.[176]

Az új Ptk. hatálybalépése, valamint a 2014. évi XVI. törvény (továbbiakban: ABA-törvény) új jogi helyzetet teremtett a kockázati tőkealap-jegyek, és általában a befektetési jegyek jogi megítélése kapcsán. Az új szabályozás a befektetési jegy fogalmát kiterjesztően, az ÁÉKBV-n kívül valamennyi hatálya alá tartozó kollektív befektetési formára, így ABA-nak minősülő kockázati tőkealapra és a magántőkealapra nézve is egységesen értelmezi, megszüntetve ezáltal a kockázati tőke-alapjegy önálló értékpapírjogi minőségét és megítélését.[177]

---

[173] Bartal et al., 2000, 197–210.
[174] Széchényi, 2002, 58.
[175] Harsányi, 2010, 133–140.
[176] Tomori, 2003, 413–423.
[177] Bakos-Kovács, 2015, 1.

III.2. Uniós jog és magyar jogharmonizáció a kockázati tőkebefektetések körében

III.2.1. A kockázati tőkebefektetések szabályozásának magyar előzményei

A közép-kelet-európai régióban az 1990-es években Magyarország volt a legkedveltebb célpontja a kockázati tőkebefektetéseknek.[178] A Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület (továbbiakban: MKME vagy HVCA) módszeres adatgyűjtéseit megelőzően azonban pontos adatok nem állnak rendelkezésre sem a hazánkba érkező tőke nagyságrendjéről, sem forrásáról vagy eredményességéről. Az mindazonáltal tény, hogy a megvalósult befektetések forrásai külföldi jog alapján létrehozott befektetői körből érkezett.[179]

A Magyar Kockázati Tőke Egyesület (az MKME jogelődje) 1999-es évkönyve és a későbbi kutatások alapján megállapítható, hogy az ebben az időben kockázati tőkefinanszírozást nyújtó társaságok több lábon álltak, vagyis üzleti tevékenységüknek csak töredékét adta a más társaságokban történő üzletszerű részesedés-szerzés. Az ágazat magyarországi székhelyű befektetői olyan gazdasági társaságok alapvetően két csoportja különül el: az egyik csoportba tartoznak a piaci szereplők által működtetett, elsősorban részvénytársasági formában működő gazdasági társaságok, a befektetők másik csoportjába pedig az állami forrásokat kezelő, állami tulajdonú társaságok tartoznak.[180] A befektetett tőke nagyságrendje azonban mindenképpen a külföldi bejegyzésű társaságoktól származó tőke túlsúlyát mutatja.[181]

A kockázati tőkebefektetések eredményes működéséhez elkerülhetetlen a jól működő törvényi szintű szabályozás. A kockázati tőkebefektetéseket a magyar jog először 1998-tól szabályozta: április 1-jével lépett hatályba a kockázati tőkebefektetésekről, a kockázati tőketársaságokról, valamint a kockázati tőkealapokról szóló 1998. évi XXXIV. törvény (továbbiakban: Kbtv).

A törvény hatálya alá tartoztak a kockázati tőketársaságok, a kockázati tőkealapok és alapkezelők, valamint a külföldi székhelyű vállalkozások magyarországi fióktelepei.

A későbbi jogalkotás az alanyok közül már kiveszi a kockázati tőketársaságokat, amelyeket a Kbtv. úgy definiált, mint a kizárólag a törvényben meghatározott kockázati tőkebefektetési tevékenységet folytató, a törvényben meghatározott feltételeknek megfelelően alapított, illetve működő rész-

[178] Ld. részletesen: Karsai, 1998.
[179] Ld. részletesen: Karsai, 1999.
[180] Uo. 793–795.
[181] EVCA – HVCA, 1996.

vénytársaság (2. § f. pont). Az így meghatározott társaság minimális jegyzett tőkéje 500 millió forint, amelyet kizárólag pénzbeli hozzájárulásban lehetett teljesíteni, névre szóló részvényekből állt, és a tőkejegyek névértékét a jegyzéskor teljes egészében be is kellet fizetni. Az egyes alapokat, illetve a tőketársaságot legalább 6 éves időtartamra, vissza nem váltható részjegyek kibocsátásával lehetett alapítani.

A törvény egyik hiányossága, hogy bár a kockázati tőkealapok számára meghatározta a minimális 500 milliós alaptőkét, ugyanakkor a szervezeti és tőkekövetelményeket részletező 6. § nem tárgyalta az alapkezelő jegyzett tőkéjének minimumát, így arra a gazdasági társaságokról szóló 1997. évi CXLIV. törvény előírásai, mint háttérszabályok alkalmazásával az általános szabályok szerint lett volna alapítható azzal a korlátozással, hogy a részvényei kizárólag névre szólóak lehetnek.

A Kbtv. 32 § szerint a tőketársaság és az alap a megszerzett részesedéseken túl csak állampapírban vagy bankbetétben tarthatta a tőkéjét.

A befektetési szabályok között a 28. § szerint a nyilvántartásba vételt követő 2 éven belül az alap és a tőketársaság jegyzett tőkéjének 30%-át kell befektetni, és a negyedik naptári év végéig nem csökkenhet 30% alá. Ennél is szigorúbb előírás, hogy 6 naptári év átlagában az 50%-ot, és legalább 3 év átlagában a 70%-ot kellett elérnie a befektetéseknek a jegyzett tőkéhez viszonyítva.

Már a Kbtv. is tartalmazott korlátozásokat az ingatlanok tulajdonjogának megszerzése tárgyában, amennyiben a tőketársaság csak saját működésének céljára szerezhet ingatlan-tulajdont a jegyzett tőke legfeljebb 10%-a erejéig, illetve a kockázati tőkealap egyáltalán nem szerezhet ingatlantulajdont. Ez alól kivételt jelentett a tőketársaság, illetve az alap tulajdonába csőd-, felszámolási, végelszámolási vagy bírósági végrehajtási eljárás során került ingatlan, amely vonatkozásában a szerzés időpontjától számított két éven belül elidegenítési kötelezettsége volt a társaságnak illetve az alapnak, kivéve, ha az ingatlant hat hónapon belül olyan társaságba apportálta be nem pénzbeli hozzájárulásként, amelyben a tőketársaság, illetve az alap legalább huszonöt százalékos tulajdoni részesedéssel rendelkezett.

A kölcsönnyújtási tevékenység szigorú korlátját jelentette az a későbbiekben is alkalmazott gyakorlat, amelynek értelmében a társaság vagy az alap olyan társaságnak nyújthat kölcsönt, amelyben legalább 25%-os tulajdonrésze volt, legfeljebb akkora összegben, amekkora a szerzett részesedése, és legfeljebb az alap vagy társaság saját tőkéjének 20%-a erejéig.

A jogalanyok felügyeleti hatósága az akkori Állami Pénz- és Tőkepiaci Felügyelet (az MNB illetve a PSZÁF jogelődje), amely részére 38. § alapján a tőketársaság, az alap és az alapkezelő, valamint a fióktelep felügyeleti díjat volt köteles fizetni, mértéke évente négyszáz ezer forint, amelyet negyedéves

részletekben kellett megfizetni. A felügyelet részére történő adatszolgáltatás részletes szabályait a kockázati tőketársaságok, a kockázati tőkealap-kezelők és a kockázati tőkealapok kockázati tőke befektetési tevékenységéhez kapcsolódó adatszolgáltatási kötelezettségéről az Állami Pénz- és Tőkepiaci Felügyelet részére szóló 29/1998. (X. 21.) PM rendelet tartalmazta.

A törvényt már megalkotásától kezdve komoly kritika övezte, amelyet a gyakorlat azzal igazolt, hogy 6 éves „élettartama" alatt mindössze egyetlen társaság (IKTA – Informatikai Kockázati Tőkealap, 100%-ban állami tulajdonban) tartozott a hatálya alá. A legfőbb ellenvetés az volt, hogy olyan szigorú alapítási és befektetési szabályokat tartalmazott, amelyek a kockázati tőke nemzetközi világában teljesen idegenek voltak.

Két ilyen anomáliát emelek ki:

(1) a nemzetközi gyakorlatban a befektető intézmények nem tartanak portfóliójukban be nem fektetett szabad pénzeszközöket, ezzel szemben a törvény a teljes alaptőke befizetését írta elő alapításkor.
(2) a befektetők megfelelő lehetőség híján nem helyeznek ki pénzeket, ezzel szemben a törvény előírta, hogy adott időn belül mekkora tőkét kell befektetni, ráadásul szankcióként az alap megszűnését helyezte kilátásba.

Ezen első szabályozás alkalmával a magyar törvényhozás még dacosan elutasította annak lehetőségét, hogy az intézményi befektetők, például a magánnyugdíjpénztárak ilyen alapokba fektethessenek, holott nemzetközi viszonylatban ők alkotják a kockázati tőkepiac egyik legjelentősebb forrását, és egy 2010-es felmérés szerint hajlandóak is lettek volna a magyar kockázati tőkepiacon befektetőként megjelenni.[182]

Látva a rendszer működésének elégtelenségét, 2003-tól kezdődött meg az egyeztetés a kormányzat és a szakmai fórumok között. Ennek eredményeként a korábbi törvény egészét hatályon kívül helyezte a 2005. évi CLXXXVI. törvény, és a kockázati tőkealapok szabályozása a tőkepiaci törvény (továbbiakban: Tpt.) keretei között nyert szabályozást. A kockázati tőkéről szóló szabályok lényegesen egyszerűsödtek, és a korábbiaknál sokkal rugalmasabbá váltak. A tőkepiaci törvény kivezette a kockázati tőketársaság fogalmát, így a kockázati tőkebefektetési tevékenységet már csak a kockázati tőkealap, illetve annak kezelő szerve, a kockázati tőkealap-kezelő folytathatott.[183] A törvény hatályba lépéséről rendelkező szabályok között a

[182] Karsai, 2010.

[183] A tőkepiaci törvény fogalommeghatározásai az alábbiak: Tpt. 5. § (1): 71. *kockázati tőkealap:* kockázati tőkealap-jegy zártkörű forgalomba hozatalával létrehozott és működtetett, jogi személyiséggel rendelkező vagyontömeg, amelyet a kockázati tőkealap-kezelő a befektetők általános megbízása alapján, azok érdekében kezel, 72. *kockázati tőkealap-kezelő:* kockázati tőkealap-kezelési tevékenységre engedéllyel rendelkező részvénytársaság, illetve fióktelep,

180. § (6) bekezdése értelmében a kockázati tőkebefektetésekről, a kockázati tőketársaságokról, valamint a kockázati tőkealapokról szóló 1998. évi XXXIV. törvény alapján a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete által engedélyezett kockázati tőkealap-kezelő és nyilvántartásba vett kockázati tőkealap 2006. június 30-áig köteles a Tpt. 296/A-296/Q. §-ában foglalt előírásoknak megfelelni. Sem a módosításokat bevezető törvényszöveg, sem a kapcsolódó jogszabályok nem rendezték tehát azoknak a részvénytársaságoknak a helyzetét, amelyek kockázati tőketársaság formában működtek volna a korábbi szabályozás szerint. Ugyanakkor tény, hogy a törvény hatályban léte alatt egyetlen ilyen vállalkozás sem tartozott a nyilvántartás szerint a törvény hatálya alá.

Az alapkezelő tevékenységi körébe sorolta még a törvény a befektetésekhez kapcsolódó tanácsadást is (296/A. § (2) b. pont). Ennek jelentősége elsősorban abban rejlik, hogy az alapkezelési tevékenységet hosszas és költséges előkészítő munka előzi meg, amelynek elszámolására korábban nem volt mód.

Alapkezelést továbbra is csak olyan részvénytársaság végezhetett, amelynek jegyzett tőkéje kizárólag pénzbeli hozzájárulásból áll, és a jegyzett tőke rendelkezésre állását igazolja. A PSZÁF-hoz be kellett nyújtani a társaság alapító okiratát, részvénykönyvének másolatát, szervezeti és működési szabályzatát, üzleti tervét, könyvvizsgáló nevét, és számviteli politikájára vonatkozó adatait. Az alapkezelő a tevékenységi engedély megszerzésétől számított 6 hónapon belül meg kellett kezdenie tevékenységét (ez korábban egy év volt), vagyis legalább kérelmeznie kell egy kockázati tőkealap bejegyzését a Felügyeletnél.

A korábbi merev szabályozástól eltérően a Tpt. a kockázati tőkealap jegyzett tőke minimumát a korábbi 500 helyett már csak 250 millió forintban rögzítette. Alapításkor elég volt csak a jegyzett tőke 10%-át befizetni, a fennmaradó összeget legkésőbb az alapítást követő 6 éven belül kellett rendelkezésre bocsátani. Meg kellett tenniük ezt akkor is, ha a hatodik évig az alap egyetlen befektetést sem eszközölt. A korábbi szabályozáshoz képest mindenképpen lényeges előnyt jelentett, hogy a jegyzett tőke a futamidő alatt bármikor felemelhető volt.

---

73. *kockázati tőkealap-kezelési tevékenység:* a kockázati tőkealap-kezelő által a meghirdetett befektetési elveknek megfelelő kockázati tőkealap kialakítása és a kockázati tőkealap vagyonának a kockázati tőkealap-kezelő döntése alapján a kockázati tőkealap alapkezelési szabályzatában meghirdetett befektetési elveknek megfelelő kezelése, befektetése, 74. *kockázati tőkealapjegy:* a kockázati tőkealap nevében (javára és terhére) – e törvényben meghatározott módon és alakszerűséggel – sorozatban kibocsátott, vagyoni és egyéb jogokat biztosító, átruházható értékpapír. (Hatályos szöveg, 2011. augusztus 16.)

A tőkealap létrehozása továbbra sem járt Cégbírósági regisztrációval, a korábbiaknak megfelelően a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete vette konstitutív hatállyal nyilvántartásba, és az onnan való törléssel szűnt meg. Alapvető újdonság volt a szabályozásban, hogy kockázati tőkealap más tőkealap átalakulásával is létrejöhet. Egyesülés és szétválás esetében az abban résztvevő alapok tőkealapjegy-tulajdonosainak írásbeli, egyhangú jóváhagyó nyilatkozata volt szükséges.

Szintén új eleme a szabályozásnak, hogy az alapkezelő vezető tisztségviselői között legalább egy személynek ötéves szakmai gyakorlattal kellett rendelkeznie, amelyet igazolhat tőkebefektetési tevékenységet végző társaságnál, vagy ehhez szorosan kapcsolódó tanácsadó vagy vagyonkezelő társaságnál eltöltött idővel (296/B. § 5-6 bekezdései).

A korábbi szabályozásból átvett elemként létrehozott tőkealap kizárólag zártvégű lehetett, a futamidő legalább 6 naptári évet kellett, hogy kiadjon. Míg az 1998-as Kbtv. szerint az alap futamideje legfeljebb még egyszer, az eredeti futamidőnek megfelelő időtartamra volt meghosszabbítható, a hatályos szabályok szerint a futamidő növelése és csökkentésének lehetősége is korlátozás nélkül lett adott (Tpt. 296/G. (5) bekezdés).

A tulajdonosok háromféleképpen juthattak nyereséghez: ha a tőkealap futamidő közben hozamot fizet; ha futamidő közben eladják tőkejegyeiket; vagy ha a tőkealapot a futamidő lejártával végelszámolják, a befolyó pénzt pedig a tőkejegyek arányában szétosztják a tulajdonosok között. A hozamfizetés tekintetében régi/új szabály, hogy tilos a hozamfizetés akkor, ha ezáltal az alap jegyzett tőkéje (és egyben befizetett tőkéje) a törvényi minimum alá csökkenne. Szintén megmaradt az a szabály, hogy hozam csak akkor fizethető, ha az az alap rendelkezésére áll, vagyis hitelből hozam nem finanszírozható. Ha azonban az alap jól teljesít, hozamfizetésre akár egy év alatt többször is sor kerülhet, míg a korábbi Kbtv. 18. § (1) bekezdése alapján hozamkifizetést az alap csak egy alkalommal teljesíthetett évente.

A tőkejegy adásvételét illetően az új szabályozás szerint a szabályzat előírhatja, hogy a tőkejegy átruházásához az alapkezelő, illetve a többi tulajdonos jóváhagyása szükséges.

A végelszámolásra vonatkozó rendelkezések nagymértékben változtak, ezek közül a legelőnyösebb az volt, hogy a végelszámolás megkezdéséhez képest az alapjegyeket 18 hónapon belül kell értékesíteni, amely határidő további hat hónappal meghosszabbítható. Ráadásul, ha az alap tulajdonában tőzsdére vezetett értékpapírok vannak, ezeket nem kell értékesíteni, hanem természetben feloszthatók a tulajdonosok között.

A tőkealap a végelszámolási úton kívül még két módon szűnhetett meg: ha futamidő közben a tőkealap alapkezelő nélkül marad, illetve a futamidő végén, vagy a megszűnési eljárás alatt a tőkealap saját tőkéje negatívvá

válik. Ilyen esetekben a megszüntetést a PSZÁF által kijelölt közhasznú szervezet végzi (Tpt. 296/O (1) bekezdés).

Az új törvény tagadhatatlanul legnagyobb előnye, hogy megszüntette a befektetésekkel összefüggő korábbi kényszerelőírásokat. Nincs rendelkezés arra nézve, hogy mekkora összeget kell befektetni és az alapításhoz képest mikor. A korábbi jogszabály által az adókedvezmény köréből kivont jogalanyokat is megilleti az új törvény szerint a kedvezmény, és egyetlen ágazat vállalkozásai sincsenek kizárva a befektetési célpontok köréből.

Megszűnt az a korlát is, hogy a társaság nem szerezhet tulajdont tőzsdére vezetett vállalkozásban, mindössze annyi a kitétel, hogy az első szerzéstől számított egy éven belül legalább 10%-os részesedést érnek el az adott vállalatban, és ezt az arányt fél éven keresztül tartják.

Az ingatlanszerzéssel kapcsolatos korábbi tilalom is enyhült annyiban, hogy a kényszerből (pl. csőd, felszámolás által) a társaság tulajdonába került ingatlanvagyont a szerzéstől számított két éven belül el kell idegeníteni, vagy apportálni olyan vállalatba, amelyben a társaságnak legalább 10%-os tulajdonrésze van.

A pozitív irányú változásokkal szemben az új törvény hiányosságaként említhető, hogy fenntartotta a szigorú korlátozásokat az egy vállalatba fektethető tőkével szemben. A törvénynek megfelelően az egy vállalkozásba fektethető összes tőke arány 20% (hitellel együtt 25%), de ezt az arányt nem a jegyzett tőkéhez képest mérik, hanem a jegyzett tőke befizetett részéhez viszonyítva.

III.2.2. A gazdasági válságot követő uniós szabályozás

Az Európai Unió a pénzügyi rendszerben rejlő kockázatok kiküszöbölését elsősorban a pénzügyi/befektetési döntéshozó szervek szabályozottabb működésén keresztül látja megvalósíthatónak, ezért a pénzügyi felügyeleti rendszer átalakításán túl a befektetési alap-kezelők szabályozásának újragondolása került előtérbe a gazdasági válságot követően.

Az Európai Parlament 2008. szeptember 23-i ülésén szólította fel a Bizottságot, hogy dolgozzon ki részletes jogalkotási javaslatot, amely lefedi az összes lényeges pénzpiaci résztvevőt, azon belül a fedezeti alapokat és a magántőke-befektetési alapokat. A Bizottság az előkészítés során nagyban támaszkodott a Rasmussen-jelentésre,[184] illetve a Larosiére-jelentésre,[185] ame-

[184] Az Európai Parlament jelentése a fedezeti alapokról és a magántőkéről. A6-0338/2008.

[185] Az EU-ban a pénzügyi felügyelettel foglalkozó magas szintű munkacsoport jelentése, 2009. február 25. (Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf. Letöltés ideje: 2011.07.13.)

lyek egyértelműen kiemelték a szigorúbb szabályozás szükségességét az ágazatban. Ehhez előfeltételként szükséges az európai pénzügyi piacokon az új felügyeleti rendszer kidolgozása. A Bizottság 2009-es közleménye az Európai pénzügyi felügyeletről vázolta fel azt a rendszert, amelyben a tagállami együttműködés megvalósulásával egyidejűleg mind makro-, mind mikroszinten ellenőrizhetőek a kockázatot jelentő pénzügyi intézmények.[186] A rendszer két pillérre épül az alábbiak szerint: a makroszintű felügyeletet biztosítja az Európai Rendszerszintű Kockázati Tanács *(European Systemic Risk Council* - ESRC), amely figyelemmel kíséri és értékeli a makrogazdaság alakulásából és a pénzügyi rendszer egészének alakulásából eredő pénzügyi stabilitási kockázatokat. A mikroszintű kockázatokat szűri az Európai Pénzügyi Felügyeleti Rendszer (*European System of Financial Supervisors* – ESFS), amelyben a tagállami pénzügyi felügyelők hálózatot alkotva működnek együtt az új európai felügyeleti hatóságokkal annak érdekében, hogy a pénzügyi stabilitás az egyedi pénzügyi vállalkozások szintjén is fennmaradjon és hogy védjék a pénzügyi szolgáltatások fogyasztóit.

2010. december 16-án kezdte meg működését az ESRC, és a magyar elnökséggel egyidejűleg, 2011. január 1-jével a három mikro-felügyeleti szerv, az Európai Bankhatóság (EBA), az Európai Biztosítási és Foglalkoztatóinyugdíj-felügyeleti Hatóság (EIOPA), valamint az Európai Értékpapír-piaci Felügyeleti Hatóság (ESMA).

A felügyeleti rendszer átalakításával párhuzamosan készítette elő a Bizottság az alternatív befeketetési alapkezelőkről szóló irányelvet is (ABAK-irányelv).[187] Az alternatív befektetési alapokat a bizottsági előterjesztések úgy határozzák meg, mint olyan alapok, amelyekre nem terjed ki az átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozásokra vonatkozó törvényi, rendeleti és közigazgatási rendeletek összehangolásáról szóló irányelv (ÁÉKBV-irányelv).[188] A 2009/65/EK irányelv szerint azok a vállalkozások minősülnek ÁÉKBV-nek, (1) amelyek kizárólagos célja a befektetőktől nyilvánosan bevont tőke átruházható értékpapírokba vagy egyéb likvid pénzügyi eszközökbe történő befektetése, és amelyek a kockázatmegosztás elvén működnek; és (2) amelyek befektetési jegyeiket a tulajdonosok kérésére közvetlenül vagy közvetve eszközeik terhére vásárolják vagy váltják vissza. Amennyiben az ÁÉKBV intézkedést tesz annak biztosítása érdekében, hogy befektetési jegyeinek tőzsdei értéke és nettó eszköz-

[186] A Bizottság közleménye. Európai pénzügyi felügyelet. COM(2009) 252 végleges.
[187] Az Európai Parlament és a Tanács 2011/61/EU irányelve.
[188] Az Európai Parlament és Tanács 2009. július 13-i 2009/65/EK irányelve az átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozásokra (ÁÉKBV) vonatkozó törvényi, rendeleti és közigazgatási rendelkezések összehangolásáról.

értéke ne térjen el jelentősen, ezt a fent említett visszavásárlással vagy visszaváltással egyenértékűnek kell tekinteni.

Praktikusan a fentiek alapján működő befektetési vállalkozás egy olyan befektetési „esernyő struktúrát" jelent, amely alatt számos eltérő működési mechanizmusban, piaci szegmensben és célban érdekelt „részalap", azaz sok különböző fajta kollektív befektetési vállalkozás is működhet. Ez azt jelenti, hogy a befektető egyetlen értékpapír megvásárlásával több másik kollektív befektetési vállalkozás értékpapírjába fektet és azok befektetési értékének a növekedését is élvezheti. Ezen vállalkozások alapíthatók mind a kötelmi jog alapján (alapkezelő társaság által kezelt közös alapokként), mind a befektetési alapokra vonatkozó jogszabályok alapján (zártvégű alapként), mind pedig a társasági jog alapján (befektetési társaságokként, vagy befektetési vállalkozásokként).

Az alternatív befektetési alapkezelők tehát mindazon befektetési alapok, amelyek nem sorolhatók a fenti kategóriába. A szabályozás célja, hogy harmonizált szabályozást valósítson meg ezen a területen, a jogszabályok folyamatos közelítése, és végül egységesítése mentén. A közös szabályok megvalósítására az elfogadott jogforrás az alábbiakat irányozza elő.

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 szolgáltassanak a főbb eszközökről, amelyekkel kereskednek, valamint arról, hogy a kezelésükben lévő befektetési alapok milyen főbb kitettségekkel rendelkeznek, és melyek a főbb céljaik. A tagállami szabályozás hatálya alatt azonban nem kizárt, hogy az irányelvnél szigorúbb szabályozást vezessenek be a tagállamok.

A kockázati tőkealap-kezelők számára döntő fontosságú kérdés, hogy (1) a meghatározás alapján az irányelv hatálya alá tartoznak-e, és ha igen, (2) milyen új feltételei vannak a szabályszerű működésnek.

Az alternatív befektetési alapok alapkezelői tekintetében a szabályozás elsődleges célja a nagy tőkeáttétellel működő fedezeti alapok (*hedge fund*) és magántőke-alapok szabályozása volt, de minthogy a magántőke-alapok részhalmazaként értelmezi a EU a kockázati tőkealapokat is, ezért a kockázati tőkealap-kezelők is az új irányelv hatálya alá tartoznak. A Bizottság által előterjesztett szöveg véleményezés során az Európai Központi Bank megfogalmazta[189] azt az aggályát, mely szerint az irányelv a fedezeti ala-

[189] CON/2009/81. Hivatalos Lap 2009.11.13. C 272/1. A hivatkozott rész az 5.pontban található.

pokra, árubefektetési alapokra, nyíltvégű ingatlanalapokra, a magántőke-alapokra és a kockázati tőkealapokra is vonatkozik. Ezek az alapok a befektetések olyan heterogén csoportját alkotják, amelyek különböző országokban, különböző formákban és szabályok szerint szerveződtek, ugyanakkor a működési különbségeiket az irányelv nem veszi figyelembe.

Az Európai Gazdasági és Szociális bizottság véleménye szerint,[190] elismerve az irányelv hatálya alá tartozó társaságok sokszínűségét, az irányelvnek egységesen biztosítania kell a hiányzó lehetőséget az átláthatóság irányában történő előrelépésre az alternatív alapok ágazatában.

Az irányelv a magántőke alapokon belül értelmezett kockázati tőkealapok számára két módon biztosít mentességet az engedélyezési eljárás alól. Egyrészt, az összesen kevesebb, mint 100 millió euró értékű eszközből álló portfóliókat kezelők mentesülnek az irányelv rendelkezései alól. A küszöb 500 millió euróra emelkedik azon alapkezelők esetében, amelyek csak nem tőkeáttétellel finanszírozott alapokat kezelnek, és amelyek a befektetőknek nem biztosítanak visszaváltási jogot az alap létrehozásának dátumát követő öt éven belül[191] (*de minimis* mentességek).

Mentességi ok továbbá, amikor az alapkezelő, illetve az általa kezelt alap tőzsdén nem jegyzett társaságban való befolyásoló részesedés szerzése esetén akkor mentesül a bejelentési kötelezettség alól, amennyiben a céltársaság kis- és középvállalkozásnak minősül.[192]

Szintén könnyítés, hogy az amerikai szabályozáshoz hasonlóan a már működő, zártvégű alapok számára adott a lehetőség, hogy ha a tagállamok számára átültetési időszakként meghatározott átmeneti időszak lezárulta után nem valósítanak meg befektetéseket, nem tartoznak az irányelv hatálya alá. Hasonlóan, azok a zártvégű befektetési alapok, ahol a jegyzési időszak lezárul az irányelv hatályba lépése előtt, és amelyek legfeljebb 2016-ig működnek, alapkezelőik mindössze éves jelentéstételre lesznek kötelezettek (*grandfathering*).[193]

Az irányelv hatálya alóli mentesülés azonban nem jelent teljes mentességet az engedélyezési folyamat egésze alól. Az irányelv 2a. cikk (3) bekezdése értelmében a *de minimis* mentességet élvező alapkezelők is bejegyzés-kötelesek a székhelyük szerinti tagállamban, az illetékes hatóságoknak információt kell szolgáltatnia a bejegyzés időpontjában, majd a működés alatt folyamatosan arról, hogy milyen főbb eszközökkel kereskedik, valamint hogy a kezelésében lévő alternatív befektetési alapok milyen fonto-

[190] Az Európai Gazdasági és Szociális Bizottság véleménye. Főelőadó: Angelo Grasso, Brüsszel, 2010. április 29. INT/488 – CESE 631/2010 – 2009/0064(COD).
[191] 2a. cikk (2).
[192] 26. cikk (2) a. pont.
[193] 26–30. cikkek.

sabb kitettséggel rendelkeznek és melyek a fontosabb koncentrációik, hogy az illetékes tagállami hatóságok hatékonyan nyomon követhessék a rendszerszintű kockázatokat. A hatály alá nem tartozó alapkezelők ugyanakkor az EU-útlevélből adódó előnyökkel sem rendelkeznek, így lehetőségük van önként vállalni az irányelv alá tartozást.

Tekintettel arra, hogy a kockázati- és magántőke piac globalizált, a befektetői csoportok által legnagyobb vitát a nem-uniós jogalanyok helyzetével kapcsolatos szakaszok váltották ki. Az elfogadott szövegváltozat hosszas egyeztetés eredménye, ugyanakkor a gyakorlati érvényesülésére még éveket kell várni.

A harmadik országokra vonatkozó különös szabályok az irányelv 35-35i. cikkeiben találhatók. A szabályozási koncepció lényege, hogy egy viszonylag hosszú átmeneti időt hagy a bevezetésre, és eközben több lépcsőben valósítja meg a teljes jogharmonizációt. A gyakorlatban ez azt jelenti, hogy a 2013-ban záruló harmonizációs időszak végéig a harmadik országok alapkezelői a nemzeti szabályozásoknak megfelelően végezhetik a tevékenységüket. 2013-2015 között az EU-tagállamok alapkezelői már csak az irányelv által előírt regisztrációs eljárást követően kezelhetnek alternatív befektetési alapokat, míg a harmadik országokban honos alapkezelőkre továbbra is a nemzeti szabályozás lesz irányadó. 2015 és 2018 között párhuzamosan lesz érvényben az EU-útlevélhez kötött engedélyezési eljárás, és a tagállami szabályozás, de ebben az esetben már kedvezőbb feltételeket jelent az EU-útlevél megszerzése, míg 2018 után kizárólag ennek birtokában kezelhetnek uniós alternatív befektetési alapokat nem-uniós befektetési alapkezelők, illetve értékesíthetnek befektetési-alap jegyeket az európai piacon.[194]

A fenti szabályok érvényesülésének további előfeltételeket is szab az irányelv 35a. cikk (2) bekezdése, mégpedig hogy egyrészt az alapkezelő székhelye szerinti tagállam illetékes hatóságai, valamint a nem uniós alternatív befektetési alap székhelye szerinti harmadik ország felügyeleti hatóságai között megfelelő együttműködési megállapodással kell rendelkezni, a Pénzmosás és Terrorizmus Elleni Pénzügyi Munkacsoport nem szerepeltetheti a harmadik országot a nem együttműködő országok és területek jegyzékén, valamint a két ország között olyan kétoldalú adóügyi megállapodásnak kell léteznie, amely minden feltételében megfelel az OECD adóügyi modellegyezményének.

A korábbi szövegtervezetekben éles kritikát váltott ki az a rendelkezés, amely szerint a befektetési alapok letétkezelője kizárólag uniós hitelintézet vagy befektetési vállalkozás lehetett volna. A végső szövegváltozat 21. cikke

[194] A folyamatot ismerteti pl. EVCA (2010): AIMFD Essential. Brüsszel, 2010. december.

szerint letétkezelő lehet olyan, nem az uniós tagországokban székhellyel rendelkező társaság, amely (1) annak a tagállamnak, ahol a nem uniós ABA befektetési jegyeit vagy részvényeit forgalomba kívánják hozni, illetve ha ettől eltér, az ABAK letelepedése szerinti tagállamnak a hatáskörrel rendelkező hatóságai a letétkezelő hatáskörrel rendelkező hatóságaival együttműködési és információcsere- megállapodást írtak alá, (2) a letétkezelőre olyan prudenciális szabályozás, ideértve a minimális tőkekövetelményeket, és felügyelet vonatkozik, amely egyenértékű az uniós joggal, és amelyet ténylegesen végre is hajtanak, (3) a letétkezelő letelepedése szerinti harmadik ország nem szerepel a pénzmosás és terrorista finanszírozás elleni pénzügyi akció munkacsoporttal nem együttműködő országok és területek jegyzékén, (4) a letétkezelő letelepedése szerinti harmadik országgal olyan megállapodást kötött, amely teljes mértékben megfelel az OECD jövedelem- és tőkeadóztatási modellegyezményének 26. cikkében meghatározott szabályoknak, és biztosítja az adóügyi információk tényleges cseréjét, beleértve adott esetben a többoldalú adó-megállapodásokkal kapcsolatosakat is, illetve (5) a szerződésben előírt felelősséggel tartozik a befektetési alapnak, vagy az alap befektetőinek, és kifejezetten vállalja, hogy a letétkezelői feladatok esetleges átadása során az irányelv rendelkezéseinek megfelelően jár el.

Az elfogadott szabályokkal kapcsolatban mind a szakmai szervezetek, mind a külföldi befektető csoportok óvatosan fogalmaznak, és az amerikai példához hasonlóan Európában is döntő szerephez jut a Bizottság és az Értékpapír-piaci Felügyeleti Hatóság (ESMA) a részletszabályok kidolgozása során.[195]

A magyar jogalkotó a fent ismertetett irányelvekre vonatkozó harmonizációs kötelezettségnek a kollektív befektetési formákról és kezelőikről, valamint egyes pénzügyi tárgyú törvények módosításáról szóló 2014. évi XVI. törvény elfogadásával tett eleget.

III.2.3. Az európai kockázatitőke-alapokról szóló rendelet

A 2006-os, korábbiakban részletezett célkitűzések kézzelfogható eredményeként 2011. december 7-én az Európai Bizottság közzétette rendelet-javaslatát az európai kockázatitőke-alap intézményének létrehozására, majd

[195] Erre kiváló példa az az egyeztetési folyamat, amely 2011 folyamán zajlik a szakmai érdekképviseletekkel, és amely során például az alapkezelők által kezelt vagyon számítási módjának meghatározásával kapcsolatban is állást foglaltak a szakmai szervezetek. Pl. EVCA válasza az irányelv egyes értelmezési kérdéseiről, 2011. május 16. (Elérhető: http://www.evca.eu/uploadedFiles/Home/Public_And_Regulatory_Affairs/AIFM_Directive/Response_to_ESMA_Discussion_Paper_on_Scope-160511.pdf. Letöltés ideje: 2011.07.25.)

végső formájában 2013. április 17-én került elfogadásra az európai kockázatitőke-alapokról szóló 345/2013/EU rendelet.

A javaslatot széles körű társadalmi egyeztetés, és hosszú szakmai előkészítő munka előzte meg, amelynek eredményeként a Bizottság arra jutott, hogy a 2008-as válság nyomán fellépő hitelezési visszaesés, illetve az általános keretjogszabályok változásai (köztük a 2011/61/EK irányelv) indokolják a választási alternatívák közül az új intézményi és szabályozási keret kialakítását.

A rendelet új irányt jelöl ki a kockázati tőkealapok szabályozásában, amennyiben szervesen illeszkedik a befektetési alapkezelők új szabályai által meghatározott irányvonalba. Az Európai Unió pénzügyi tárgyú jogforrásai a 2008-as válság után egyértelműen a közös, harmonizált és mindenkire nézve kötelező szabályok mellett foglaltak állást, amelynek magától értetődő eleme a kockázati tőkealapok egységes szabályozásai is. Ami tehát 2006-ban még nehezen megvalósítható célkitűzésnek tűnt, az 2012-re – a válság és egyben változási kényszer hatására – kézzelfogható eredményeket mutat.

A korábbiakban ismertetteteknek megfelelően az alternatív befeketetési alapkezelők közül mentességet élveznek az új szabályok alól azok az alapkezelők, amelyek eszközértéke nem haladja meg a 100 millió EUR küszöbértéket, illetve az 500 millió EUR küszöbértéket, ha az alapkezelő portfóliója kizárólag olyan alternatív befektetési alapokból áll, amelyek nem tőkeáttétellel finanszírozottak, és amelyek esetében a létrehozás dátumát követő 5 éven belül nem gyakorolhatók visszaváltási jogok.

Az Európai Gazdasági és Szociális Bizottság az irányelv-javaslathoz fűzött véleményében példálózó felsorolást ad (a magyar terminológiában sem gyakori) alternatív befektetési alapokról.[196] Ide sorolja a fedezeti alapokat, a magántőkealapokat, a kockázati tőkealapokat, az ingatlan-befektetési alapokat, az infrastrukturális alapokat és az árubefektetési alapokat. (A felsorolást kiegészíti az Európai Központi Bank irányelvhez fűzött véleményének 5. pontja a jegyzett zártvégű alapokkal.[197]) Ugyanakkor az EGSZB-vélemény is kiemeli, hogy azok a kis kockázati tőkealapok, amelyek tárgyukat tekintve ugyan az irányelv hatálya alá tartoznak, de nem jelentenek a pénzügyi piacokra nézve rendszerszintű kockázatokat, ezért támogatandó, hogy a *de minimis* szabályok alá essenek.

A fenti különbségtétel is indokolta, hogy ha a kockázati tőkealapok kikerülnek az irányelv hatálya alól, akkor egy másik jogforrásban szükséges szabályozni ezen piaci szereplőket. Szembetűnő különbség, hogy míg az

[196] Európai Gazdasági és Szociális Bizottság: Vélemény. 2010. április 29. INT/488.
[197] Az Európai Központi Bank véleménye. HL 2009.11.13. C 272/1. 2009. október 16.

ÁÉKBV-t és az ABAK-t irányelvben, addig a kockázatitőke-alapokat rendeletben szabályozza az unió, vagyis ezen utóbbiak közvetlenül alkalmazandók, míg az előbbiek nemzeti jogba való átültetést igényelnek. Az ABAK-irányelv gyakorlati tapasztalata alapján az európai kockázati tőkealap-kezelők 98%-a nem tartozik az irányelv hatálya alá, mert az általuk kezelt eszközök értéke nem haladja meg az 500 millió EUR-s határt.[198] Ennek praktikus következménye, hogy ezen alapkezelők előtt két választási lehetőség áll: vagy csatlakoznak önként az irányelvhez, és vállalják annak adminisztratív terheit, és egyben élvezik a harmonizált szabályozás előnyeit, vagy a másik lehetőségük, hogy a jelenlegi formájukban tovább működve, a nemzeti jogrendek hatálya alatt folytatják tevékenységüket.

Ennek a helyzetnek a feloldására szolgál az európai kockázatitőke-alap létrehozása, amely egyszerre teszi lehetővé, hogy a kollektív befektetési vállalkozás élvezze a közös szabályozásból adódó előnyöket, ugyanakkor mentesül az ABAK-irányelvben meghatározott adminisztratív eljárások alól.

A rendelet gyakorlatilag a már meglévő, nemzeti szinten szabályozott kockázati tőkealapokon belül egy új, megkülönböztetett kockázati tőkealap-fajtát hoz létre, amely szupranacionális szinten szabályozott, és az Európai Értékpapír-piaci Hatóság által vezett, nyilvános adatbázisban nyilvántartott jogi személy.

A rendelet célja, hogy kizárólag azok a kollektív befektetési vállalkozások használhassák az európai kockázatitőke-alap („EuVECA") kifejezést, amelyek a rendelet feltételeinek megfelelnek. Ők abban az előnyben részesülnek ezáltal, hogy az Európai Unió székhelyen kívüli tagállamai, mint fogadó államok nem írhatnak elő semmiféle követelményt vagy adminisztratív eljárást a minősített kockázatitőke-alapok forgalmazásával kapcsolatban, valamint nem köthetik a forgalmazást előzetes jóváhagyáshoz (rendelet 16. cikk 2. pont). Így a bejegyzés székhelyének állama joga alapján bejegyzett, és a rendeletben előírtaknak megfelelően létrehozott európai kockázatitőke-alap és annak kezelője adminisztratív korlátozás nélkül forgalmazhatja eszközeit az Unió területén.

A kockázatitőke-alap akkor **minősített kockázatitőke-alap**, ha összesített tőke-hozzájárulásainak és le nem hívott tőkéjének legalább 70%-át minősített befektetésekbe helyezi ki.

[198] Az EVCA 2011-es adatai alapján a szerző saját számítása. Hivatkozza ugyanezt az adatot a Bizottsági javaslat preambulumának 2. oldala is.

A **minősített befektetés** meghatározása takarja gyakorlatilag azokat a befektetéseket, amelyeket a rendelet kockázati tőkebefektetésként azonosít. Ezek tehát olyan sajáttőke- vagy kvázi-sajáttőke eszközök, melyet

- minősített portfólióvállalkozás bocsátott ki, és a kockázati tőkealap közvetlenül szerzi meg
- minősített portfólióvállalkozás bocsátotta ki tulajdonviszonyt megtestesítő értékpapírért cserébe, vagy
- minősített portfólióvállalkozás anyavállalata által kibocsátott olyan eszköz, amelyet a kockázati tőkealap a minősített portfólió-vállalkozás által kibocsátott, tulajdonviszonyt megtestesítő értékpapírért cserébe szerzett meg.

A **minősített portfólióvállalkozás** definícióját korábban már ismertettük, ugyanakkor fontos itt is hangsúlyozni a megkülönböztető ismérveket: szabályozott piacon nem jegyzett kis- és középvállalkozás, amely nem kollektív befektetési vállalkozás.

A fenti definíciókból egyértelműen hiányzik az innovatív jellegre, vagy a növekedési potenciálra utalás, amely viszont a gazdasági szakirodalomban egyértelmű differentia specificaja a kockázati tőkebefektetéseknek. A jogszabály meghatározásai így gyakorlatilag a tőzsdén nem jegyzett kkv-k teljes körét vonják a kockázati tőkebefektetések potenciális célcsoportjába.

Az európai kockázatitőke-alap szabályai között találunk több olyan előírást is, amely általában a kockázati tőkealapok szabályozására jellemző: ilyen például, hogy nem vesz fel kölcsönt, nem bocsát ki hitelviszonyt megtestesítő értékpapírt, illetve nem vállal garanciát.

A rendelet a kockázati tőkealapba fektetők körét azonban szűkre szabja: a tervezet 6. cikke szerint az alapjegyek csak olyan befektetők részére forgalmazható, akik a MIFID-irányelv szerint szakmai ügyfeleknek minősülnek, vagy kérésükre szakmai ügyfélként kezelhetők,[199] valamint azon befektetők, akik legalább 100.000 EUR befektetésére vállalnak kötelezettséget, de ez utóbbiaknál az alapkezelőnek írásban dokumentálnia kell, hogy meggyőződött arról, hogy a befektető tisztában van az ügylet kockázataival.

[199] Az Európai Parlament és a Tanács 2004/39/EK irányelve a pénzügyi eszközök piacairól… HL 2004.4.30. L 145/1. Az irányelv II. melléklete határozza meg azokat az ismérveket, amelyek alapján egy ügyfél szakmai ügyfélnek tekinthető, vagyis aki rendelkezik a saját befektetési döntései meghozatalához és az ezzel járó kockázatok megfelelő felméréséhez szükséges tapasztalattal, ismeretekkel és szakértelemmel. Ide sorolhatók a nemzeti és nemzetközi kormányzati szervek, meghatározott pénzügyi mutatóknak megfelelő nagyvállalatok, és azok a szervezetek, amelyeknek a pénzügyi piacokon való működéséhez engedély kell, vagy amelyek működését szabályozzák (pl. hitelintézetek, biztosítók, nyugdíjalapok…).

A kockázati tőkealap-kezelőre szigorú összeférhetetlenségi szabályokat tartalmaz a rendelet. Ezek az esetkörök érintik a tőkealap-kezelőket, a tevékenységet ténylegesen ellátó személyeket, az ellenőrzést gyakorló és ellenőrzött személyeket, és az alap befektetőit is. A rendelet ezen felül csupán azt az alapelvet rögzíti, hogy az alapkezelőnek hatékony szervezeti és adminisztratív megoldásokkal kell biztosítaniuk, hogy az összeférhetetlenségi követelményeknek megfeleljenek.

A rendelet részletesen szabályozza azokat a kérdésköröket, amelyekről az alapkezelőnek tájékoztatást kell adnia a befektetők felé (13.cikk). Azon országokban, ahol önállóan szabályozottak a kockázati tőkealapok, hasonló tájékoztatási követelményekkel találkozunk, illetve az előírások jelentős része szerepel a 2003/71/EK irányelvben előírt, az értékpapírok nyilvános kibocsátásakor vagy piaci bevezetésekor közzéteendő tájékoztatóban is. Ugyanakkor ezen irányelv hatálya alá nem tartoznak a zártvégű befektetési vállalkozásokon kívül a kollektív befektetési vállalkozások által kibocsátott jegyek,[200] valamint azok a kibocsátások sem, amikor az értékesítés kizárólag „képesített befektető" részére történik.[201]

A kockázati tőkealapok kezelőjének többlet-kötelezettségét az alábbiakban lehet összefoglalni:

- a minősített kockázatitőke-alap kockázati profiljának ismertetése
- a befektetési stratégia, cél és technika leírása, illetve az érvényes befektetési korlátozások mibenléte
- az eszközértékelés módjának és árazási elveinek leírása
- a befektetőkre terhelhető díjak, költségek meghatározása, kiszámításuk módszerei
- azon eljárások leírása, amelyekkel a tőkealap megváltoztathatja befektetési stratégiáját vagy politikáját.

Az európai kockázatitőke-alap elsődleges felügyeleti szerve azon ország felügyeleti hatósága, amelyben bejegyzésre került. A székhely szerinti tagállam illetékes hatósága folytatja le az engedélyezési, nyilvántartásba vételi, felügyeleti és ellenőrzési eljárásokat. Ezen belül is különösen jogában áll a kockázati tőkealap kezelőjétől bármikor teljes körű tájékoztatást kérni (dokumentumokba való betekintés, haladéktalan adatközlésre való felszólítás), helyszíni ellenőrzést lefolytatni, illetve ellenőrizni a jogszabályoknak megfelelő működést. A rendelet-tervezet

[200] 2003/71/EK irányelv 1. cikk (2) a, pont.

[201] Uo. 3. cikk (2) A tájékoztató közzétételének kötelezettsége nem vonatkozik azalábbi fajtájú kibocsátásokra:

a) a kizárólag képesített befektetőknek szóló értékpapír-kibocsátás; és/vagy b) a képesített befektetőkön kívül tagállamonként száznál kevesebb természetes vagy jogi személy befektetőnek szóló értékpapír-kibocsátás…"

ugyan a 19. cikk szerint a tagállamok hatáskörébe utalja a jogszabályellenes működés esetén alkalmazható eljárások és szankciók részletszabályai megalkotásának kötelezettségét, ugyanakkor a 20. cikk 2. pontjában az illetékes hatóság számára a következő intézkedési lehetőségek adottak: megtiltja az „európai kockázatitőke-alap" megnevezéssel való forgalmazást, illetve törli a kockázatitőkealap-kezelőt a nyilvántartásból.

A felügyeleti rendszer második szintjeként értelmezhető az Európai Értékpapír-piaci Hatóság (EÉPH), amely elsődleges feladata, hogy egy olyan központi adatbázist működtessen, amely tartalmazza a rendeletnek megfelelően nyilvántartásba vett valamennyi minősített kockázatitőke-alapot, valamint kialakítsa a bejelentési eljárás végrehajtás-technikai standardjait. A rendelet szabályozási tárgykörében a tagállamok illetékes hatóságai és az EÉPH szorosan együttműködnek, ennek keretében kicserélik egymással azokat a dokumentumokat és információkat, amelyek a rendelet megszegésének megállapításához, illetve a kötelességszegések orvoslásához szükségesek. A rendelet a 23. cikkben külön nevesíti a hatóságok és az EÉPH titoktartási kötelezettségét a bizalmas információkkal kapcsolatban.

A hatályos magyar jogszabályokat a IV. fejezetben ismertetjük részletesen.

IV. A kockázati tőkebefektetések egyes magánjogi vonatkozásai

IV.1. Elméleti alapvetések

IV.1.1. Ügynök-elmélet és információs aszimmetria a kockázati tőkebefektetések körében

A korábbiakban már említett, széles körű közgazdaságtudományi elmélet a kockázati tőkebefektetések, mint szerződéses ügyletek számos jellemzőjét kutatták és elemezték. A jogi megközelítés szempontjából kiemelkedő jelentőséggel bírnak ezek közül az ügynök-elméletre, illetve ahhoz kapcsolódóan az információs aszimmetria hatásaira, illetve erkölcsi kockázatra vonatkozó kutatási eredmények, amelyeket a következőkben foglalok röviden össze.

Az **ügynök-elmélet** alapjait Jensen és Meckling 1976-os tanulmánya jelenti, amelyet azóta számos szerző egészített ki, és alkalmazták a kockázati tőkebefektetésekkel érintett társaságok vonatkozásában is.

Eszerint megbízó-ügynök viszony akkor alakul ki emberek vagy csoportok között, amikor a megbízók saját tulajdonjoguk, vagy egyéb érdekeik képviselésének jogát delegálják egy ügynökre, vagy ügynökként viselkedő embercsoportra.[202] A megbízó akkor delegálja ezen jogainak képviseletét egy ügynökre, ha idő, erőforrás, képesség vagy ismerethiánya miatt úgy ítéli meg, nem képes, vagy nem kívánja önállóan gyakorolni érdekeinek képviseletét. Az elmélet kiindulópontja, hogy a megbízó-ügynök viszonyban a felek egyéni haszon-maximalizálóak, racionálisan és opportunista módon viselkednek, azaz a saját haszon maximalizálását nem akadályozza a másik fél érdekeinek sértése.

Jogi összefüggéseiben megbízó-ügynök viszony áll fenn a társaság tulajdonosai és a társaság vezető tisztségviselői között, az alapjegy-tulajdonosok és az alapkezelő, a munkaadó és munkavállaló között.

A kockázati tőkebefektetések során az ügynök-elmélet két síkon merülhet fel. Egyrészt a kockázati tőkealap-jegy tulajdonosok, mint befektetők, és az őket képviselő, nevükben eljáró alapkezelő, mint menedzsment között. Másrészt a viszony azonosítható a befektető (alapkezelő, üzleti angyal) és a céltársaság viszonyában is, amely kapcsolat tanulmányozása során Mark Van Osnabrugge megállapította,[203] hogy míg általában az in-

[202] Williamson 1998-as tanulmánya foglalja össze az ügynök-elmélet eredményeit, és veti össze annak egyes elemeit a tranzakciós költségek elméletével.

[203] Osnabrugge, 2000, 91–93.

tézményi kockázati tőkebefektetők a szerződés előkészítése során fektetnek nagy hangsúlyt ennek kiküszöbölésére, addig az üzleti angyalok, mint informális kockázati befektetők az együttműködés ideje alatt törekszenek azt ellensúlyozni.

Sapienza és Gupta kutatása alátámasztotta,[204] hogy a korai szakaszú, technológia-intenzív vállalkozásoknál, ahol a befektető és a céltársaság vezető tisztségviselőinek céljai jelentős eltérést mutatnak, a kockázati tőkebefektető nagyobb hangsúlyt fektet a vállalkozás folyamatos kontrolljára, mint a többi vállalkozás esetén, ezzel is csökkentve a megbízó-ügynök viszonyból származó kockázatot.

A megbízó-ügynök viszonyból eredő kockázatokat és azok szerződéses kezelésének módját az alapkezelő és a céltársaság viszonylatában Bonnet és Wirtz foglalják össze az alábbiak szerint.[205]

10. ábra: A megbízó-ügynök viszonyból származó kockázatok és azok kezelése

Kockázat	Kezelési mechanizmus
A befektető nem tudja teljes körűen felmérni a vállalkozó képességeit	- Due diligence eljárás lefolytatása, különös tekintettel a menedzsmentre - Teljesítményarányos díjazás beépítése a szerződésbe - Likvidációs jogok - Ütemezett, szakaszos befektetés
A vállalkozó nem fektet elég energiát a társaságba a befektetést követő időszakban	- Folyamatos monitoring - Teljesítmény-arányos bérezés - Ütemezett, szakaszos befektetés
A befektető és a vállalkozó konfliktusa a befektetési időszak alatt	- Kikényszeríthető kiszállás lehetőségének beépítése a szerződésbe - A vállalat irányításának testületi szintre emelése
A vállalkozó kiszállása a társaságból	Elővásárlási jog a tulajdonrészre

Forrás: Bonnet és Wirtz 2010 alapján saját szerkesztés.

Az ügynök és a megbízó közötti **információs aszimmetriát** tárgyaló elméletek alapján az ügynök információ-ellátottsága – helyzetéből adódóan – sokkal kedvezőbb, mint a megbízóé. Egy racionális, opportunista magatartást követő ügynök ki is használja információs előnyét megbízójával szemben, hiszen olyan információkkal rendelkezik, amely a megbízó számára nem, vagy csak ráfordítások útján érhetők el. Az ügynök saját érdekeinek maximalizálására törekszik, akár a megbízó érdekeinek rovására is. Tipikus példája a közgazdaságtanban ennek a problémakörnek az alkalmazottak és a vezetők szükségtelenül magas személyi fogyasztása a vállalat terhére, amely luxusjárművek és irodák, valamint luxuskörülményeket idé-

[204] Sapienza – Gupta, 1994, 1619–1621.
[205] Bonnet – Wirtz, 2010, 14.

ző „munkamegbeszélések, továbbképzések" formájában jelentkezik. A kockázati tőkebefektetések körében az információs aszimmetria kettős: egyrészt formális befektetetések esetén az alapkezelő rendelkezik a céltársaságra, és általában a befektetési ügymenetre vonatkozó információk összességével, míg az alapjegy-tulajdonosok mindössze a vagyoni hányadot adják az ügyletek mögé. Az információs aszimmetria másik vetülete a céltársaság és a kockázati tőkebefektető viszonylatában jelentkezik a céltársaság tulajdonosa(i) javára.

Az elmélet megvalósulása tekintetében Becsky-Nagy és Fazekas megállapítják, hogy mivel a kockázatitőke-piacot, különösen a korai finanszírozás szegmensében, fokozott információs aszimmetria jellemzi, ezért itt nagyobb az esély a kontraszelekció kialakulására. Ez a tényező az egyik oka annak, hogy finanszírozási rés alakulhat ki a piacon, vagyis nagy növekedési potenciállal rendelkező vállalkozások is finanszírozási források nélkül maradhatnak. Mivel az ezredforduló idején tömegesen valósultak meg kontraszelektív tranzakciók a technológia-orientált kisvállalkozásokban, ezért érthető, hogy a kockázati tőkések elfordultak az iparági szegmens finanszírozásától, ami piacok megszűnéséhez is vezetett. A több évtizedes hazai és nemzetközi tapasztalatok alapján mind a kockázati tőkebefektetők, mind a vállalkozók belátják, hogy szükség van az információs aszimmetria csökkentésére a mindkét fél számára kedvező szerződés megírása érdekében. A szerződés megírása előtt az információáramlásra a kontraszelekció kivédése érdekében, míg a szerződés létrejötte után a morális kockázat csökkentése érdekében van szükség.[206]

Az információs aszimmetria nyomán keletkező **erkölcsi kockázatot** (*moral hazard*) vizsgáló elméletek szerint kockázatot jelent a megbízó számára, hogy az ügynök, mivel más érdekeit szolgálja, hajlamos túlzott kockázat vállalására, mivel az esetlegesen bekövetkező magas hozamból részesedik, míg veszteség, bukás esetén csak a megbízó érdekei és vagyona sérül. A megbízónak az erkölcsi kockázat kiküszöbölése érdekében tehát szükséges olyan szerződéses viszonyt kialakítania az ügynökkel, hogy az ügynök opportunista magatartásából eredő kára a lehető legkisebb legyen. Az érdekeltségi rendszeren túlmenően a megbízónak célszerű kialakítani egy ellenőrzési, felügyeleti rendszert, amely az ügynök opportunista magatartását fékezi, illetve felhívja a megbízó figyelmét az opportunista magatartásra.

A kockázati tőkebefektetések körében a morális kockázat lényege tehát abban áll, hogy milyen szerződési feltételeket ajánljon a befektető a céltár-

[206] Becsky-Nagy – Fazekas, 2015, 57–63.

saság menedzsmentjének ahhoz, hogy az a befektetők számára legelőnyösebben végezze el vállalt feladatát.

A magyarországi üzleti angyal befektetéseket vizsgálva Makra Zsolt és Kosztopulosz Andreász azt állapítja meg,[207] hogy az ügynökelmélet kontextusában jól magyarázható az üzletiangyal-finanszírozás több előnyös vonása is. Minthogy a kisvállalati környezetben a morális kockázatból eredő költségek meghatározóak lehetnek, ezért az a forrásbevonási mód lehet sikeres, amely képes valamiképpen hozzájárulni ezen többletráfordítások csökkentéséhez. Minthogy az üzleti angyal befektetők általában rendelkeznek egyfelől kellő előismerettel az iparágról, másfelől a szükséges tapasztalatokkal, készségekkel a vállalkozásban és a vállalkozóban rejlő kockázatok felbecsüléséhez, ez alkalmas lehet a szerződés előtti átvilágítás viszonylag alacsony költségű elvégzésre. Megállapítják, hogy hatékony megoldást jelent a befektető számára a bizalmi struktúrák kiépítése, illetve a formális befektetők által egyáltalán nem alkalmazott üzleti megérzésekre való hagyatkozás.

A **tranzakciós költségek** elméletét Coase dolgozta ki 1937-ben,[208] amely szerint a piac használata nincsen ingyen, a piaci tranzakcióknak pénzben és időben kifejezhető költsége van (tranzakciós költség). A kockázati tőkebefektetéseknek relatíve magas tranzakciós költségei vannak, amelyek több szinten is jelentkeznek: formális befektetések esetében a tőkealap és az alapkezelő, illetve az alapkezelő és a céltársaság viszonylatában.

Oliver Williamson 1979-es tanulmánya[209] kiegészíti a tranzakciós költségek elméletét a szerződési jogra vonatkoztatott megállapításaival, amely szerint a tranzakciók három kritikus dimenziója (1) a bizonytalanság foka, (2) a tranzakció ismétlődésének gyakorisága, és (3) a tartós tranzakció-specifikus beruházások mértéke.

A kockázati tőkére vetítve a fentiek alapján megállapítható, hogy az ügynökelmélet kapcsán felvetett erkölcsi kockázattal is nagyban érintett ügyletek tranzakciós költsége is magas, minthogy a felek közötti szerződés egyedi, egyszeri, kimenetele bizonytalan, és a felek kilétének fontos költség-következményei vannak, így a kapcsolatot a közgazdaságtan idioszinkratikusnak nevezi.

Paul Alan Gompers és Josh Lerner a sokat idézett 1999-es kézikönyve[210] a kockázati tőkealap-jegy tulajdonosok (*limited partner*) és a kockáza-

[207] Makra – Kosztopulosz, 2006.

[208] Az eredeti mű: Coase, Ronald H. The nature of the firm. Economica, Vol. 4. 386–405. Magyar nyelven olvasható, válogatott tanulmányok: Coase, 2004.

[209] Williamson, 1979. Magyar nyelvű fordítása: A tranzakciós költségek gazdaságtana: a szerződéses kapcsolatok irányítása. Kormányzás, Közpénzügyek, Szabályozás, 2. évf. 2. sz. 235–255.

[210] Gompers – Lerner, 2004, 72–83. A szerzők több faktort említenek, mint amelyet ismertetek, de közülük több csak az Egyesült Államok piacán képzelhető el, így én az ismertetést korlátoztam a kontinentális jogrendszerekhez is maradéktalanul illeszthető esetkörökre.

ti tőkealap-kezelő (*general partner*) viszonylatában részletesen elemezték a megbízó-ügynök viszonyból és a morális kockázatból eredő szerződési kikötéseket. Mintegy 140 amerikai kockázati tőkebefektetéssel foglalkozó alap és alapkezelő közötti szerződést elemezve a következő megállapításokra jutottak.

A kockázatok nagysága szempontjából több tényező befolyásolja a szerződési feltételeket, ezek közül a legfontosabbak az alábbiak:

(1) *A céltársaságok életszakasza és tevékenysége*. A kutatási tapasztalatok szerint a korai szakaszú, innovatív vállalkozásokba fektető kockázati tőkealapok alapkezelői hajlamosabbak az opportunista magatartásra, mint más alapkezelők.
(2) *Az alap mérete, az alapkezelő tapasztalata*. Az amerikai piac adatai alapján minél régebben működik egy alapkezelő, annál több korlátozás található a szerződésében.
(3) *A motivációs rendszer rugalmassága, illetve sikerérzékenysége*. A tapasztalatok szerint a régóta működő alapkezelők fizetési rendszere nagyobb részben áll a sikerrel arányos juttatásokból, mint a kevésbé nagy múlttal rendelkező alapkezelők esetében.

A fenti kutatások indikátor-rendszerére építve számos tanulmány elemezte az állami részvétellel megvalósuló kockázati tőkealapok működését, és a megállapításokat szemléletesen foglalják össze Mikka Jääskeläinen és szerzőtársai, amikor számottevő különbséget mutatnak ki a tisztán piaci alapon működő és az ún. hibrid alapoknál az alap és az alapkezelő közötti szerződésekben. Ennek megfelelően kiegészíthetjük a fenti felsorolást.

(4) *Állami részvétellel megvalósuló, vagy piaci alapon működő alap*. A fenti kutatás szerint az állami tőkével is finanszírozott alapoknál a piaci résztvevőket magasabb kompenzációs rátával szükséges motiválni ahhoz, hogy részt vegyenek az együttműködésben.

A fenti megállapításoknak ugyanakkor másik vetületét jelentik az eredményességi mutatók. Rajarishi Nahata 2008-ban publikálta azt a tanulmányát, amely megvizsgálva az Egyesült Államokban 1991 és 2001 között kockázati tőkefinanszírozást kapott vállalkozásainak első nyilvános részvénykibocsátásának mutatóit, megállapította, hogy azok a céltársaságok, akik nagyobb múlttal, reputációval és tapasztalattal rendelkező kockázati tőkés finanszírozással léptek a nyilvános piacra, számottevően eredményesebb exit-eredményekkel rendelkeznek.[211]

[211] Nahata, 2008.

IV.1.2. A vállalkozások külső finanszírozásának egyes kérdései

A közgazdaság-tudomány sokáig vezető elmélete szerint a vállalkozások optimalizálják tőkeszerkezetüket, és az egyes finanszírozási módok közötti választás esetén az ún. választási elmélet alapján (*trade-off theory*) hozzák döntéseiket. Myers ezzel szemben azt állítja, hogy a vállalkozások a finanszírozási források egy hierarchiáját állítják fel (*packing order theory*), amelyben a belső forrásokat preferálják, és ha külső finanszírozásra van szükségük, akkor a legbiztonságosabb értékpapírok (kötvény) kibocsátásától haladnak a legkockázatosabb (részvény) felé. A tőkeszerkezetben a kölcsön aránya a nyereség, az osztalékpolitika és a beruházási lehetőségek függvényében változik.[212]

A választási elméletet a kockázati tőkebefektetések sajátosságaival kiegészítve vizsgálja Casson és szerzőtársai, amikor megállapítják, hogy az innovatív vállalkozások a források hierarchiájának felállításánál azért is preferálják a hitelt a tőke-típusú forrásokhoz képest, mert kevesebb irányítási jogot kell feláldozniuk egy banki partner esetében, mint egy tőkéstárssal kötött megállapodás során. A választás során az innováció típusának is jelentősége van a kutatás szerint: a járulékos innovációs eredményeket elsősorban hitel típusú forrásokkal egészítik ki, míg a kutatás és fejlesztés szempontjából leginkább költségigényes eredmények több esetben vonzzák a kockázati tőke bevonását.[213] Winton és Yerramilli a hitel és a kockázati tőke közötti választás szempontjai között kiemelik a céltársaság tulajdonosainak azon elvét, amely szerint ha a vállalkozás a hosszú távú túlélés szempontjából a bankok által megkövetelt állandó likviditási feltételt könnyen tudja teljesíteni, akkor nem fordulnak az összességében drágábbnak mutatkozó kockázati tőke felé. Ezzel szemben a kockázati tőke bevonása akkor optimális egy társaság számára, ha az addigi, biztonságra törekvő struktúrákban nem elég nyereséges a társaság, a változatlan működés számottevő kockázattal jár, folyamatos likviditásának fenntartása nehézségekbe ütközik, a társaság aktuális likvidációs értéke alacsony, ugyanakkor sikeres befektetés esetén nagy haszonnal járhat.[214] A választás eredménye azonban több kutatás szerint is a jogrendszer és a pénzügyi kultúra által is determinált.[215]

A vállalkozás számára a hitelfelvétel, a kötvénykibocsátás és a kockázati tőke bevonásának alternatívái közötti választás főbb szempontjait a 11. ábra foglalja össze.

---

[212] Myers, 1984, 581.
[213] Casson – Martin – Nisar, 2008, 209.
[214] Winton – Yerramilli, 2008, 70–71.
[215] Pl. a korábban már idézettek közül ezt az álláspontot képviseli: Gilson, 2003., Avnimelech, 2009.

11. ábra: A vállalkozások külső tőke bevonásának alternatívái

	Hitel	Kockázati tőke	Kötvénykibocsátás
Szerződő fél	Pénzintézet	Kockázati tőkealap-kezelő (üzleti angyal)	Értékpapír forgalomba hozatalára jogosult befektetési szolgáltató
Szerződési típus	Pénzkölcsön szerződés	Befektetési szerződés vagy szindikátusi szerződés	Értékpapír-forgalmazásra vonatkozó megbízási szerződés
Futamidő	5-10 év	3-7 év	3-25 év
Minimális tőkenagyság	nincs	200.000 millió Ft[216]	500 millió Ft[217]
Hatalomgyakorlás	Az ügylet feltételei között előírható a futamidő során az osztalék fizetésének tilalma, az eladósodottság mértékének felső határa, a banki kapcsolatok köre, futamidő közben az adós gazdálkodásába való beavatkozás.	Szavazati jogok, opciós vételi jogok kikötése, tagdelegálás a döntéshozó testületbe, vétójog kikötése.	A társaság irányítását nem érinti
Költségek	Kamat, díjak, kezelési költség, folyamatosan és egyoldalúan módosítható a futamidő alatt bármikor	Évi 20-30%-os hozamelvárás mellett költségek csak a szerződés megkötésekor és a kiszálláskor merülnek fel	Kamatfizetési kötelezettség, halasztott vagy egyösszegű tőketörlesztés a futamidő alatt
Fedezetek	Tárgyi fedezet szükséges (óvadék, jelzálogjog, bankgarancia, kezesség)	nem szükséges	Személyi, tárgyi fedezet szükséges
Kiszállási mód	Elő és végtörlesztés, futamidő lejárata	IPO, MBO, értékesítés szakmai vagy pénzügyi befektetőnek, leírás	Fizetési kötelezettség az előre meghatározott feltételek szerint, a tőkét legkésőbb lejáratkor vissza kell fizetni.
Leírás	A fedezetek a pénzintézetet védik	Mindkét fél veszteséget könyvel el	A fedezetek védik a kötvénytulajdonosokat

[216] A kockázati tőke finanszírozásának legfőbb nehézsége a vállalkozások számára az igényeikhez mért túlzott tőkenagyság. A JEREMIE-programban 2010–2011 során született 45 szerződés összértéke 12,2 milliárd forint, amelyből számítva az átlagos befektetési méret 271 millió forint. Az állami háttérrel megvalósított befektetésekről azonban a szakirodalom azt figyelte meg, hogy a piacon a legkisebb befektetési összegekkel dolgoznak, így ami ezen esetekben az átlagos befektetési méret, az a piaci feltételek mellett bátran tekinthető minimális értéknek.

[217] A kötvénykibocsátás viszonylagosan nagy kezdeti fajlagos költségekkel rendelkezik, azért a szerző a magyar piaci szolgáltatók körében végzett kutatása alapján a minimális kibocsátási értéket a forgalmazók ajánlásai alapján állapította meg.

A vállalkozások külső finanszírozásának módja lehet a kötvénykibocsátás is, amely elsősorban a nagyobb múlttal rendelkező vállalkozások számára lehet valódi alternatíva, minthogy a kötvényértékesítésnél a vállalat múltja határozza meg a kibocsátás sikerességét. A kockázati tőkebefektetés célcsoportjába tartozó vállalkozások esetén az expanzió finanszírozásának szakaszában jelent érdemi alternatívát a társaság számára a befektető helyett a kötvénykibocsátás. A kockázati tőkebefektetések szűk értelemben vett definíciója azonban ennek a szakasznak a finanszírozását nem foglalja magában, így a továbbiakban ezt a kérdést csak érintőlegesen, tájékoztató jelleggel vizsgáljuk.

A fentiek alapján elmondható, hogy míg a pénzintézetek a hitel vagy kölcsönszerződés feltételei között jellemzően a felajánlott biztosítékok értékére helyezik a hangsúlyt, addig a befektetők az irányítási jogokért cserébe kevesebb tárgyi biztosítékra tartanak igényt, ugyanakkor a tulajdonosi jogosítványok jelentenek védelmet számukra, illetve az ezzel összefüggően gyakorolható olyan jogok, amelyek a társaság gazdálkodásába, üzletpolitikájába engednek beavatkozni.

IV.1.3. A kockázati tőkebefektetés, mint jogügylet szakaszai

A közgazdasági szakirodalom részletesen feldolgozta a befektetési szerződés létrejöttének egyes szakaszait, ugyanakkor jogi szempontból lényeges eltérés mutatkozik az angolszász és a kontinentális gyakorlat, valamint az egyes országok gyakorlata között is. Közös elem a megállapodások megszületésének folyamata, a hozzáadott érték maximalizálása, ugyanakkor a kapcsolódó szerződési struktúrák már egyedi jellemzőket mutatnak.[218]

A szerződési folyamat vizsgálatakor alapvetően három szakaszt különíthetünk el.

(1) Az első szakaszt jelenti a formális befektetések esetén magának a kockázati tőkealapnak, illetve az alapkezelőjének létrehozása, illetve már működő alapkezelő esetén a közöttük létrejövő szerződési feltételek kialakítása. Informális befektetéseknél, vagyis jellemzően üzleti angyalok esetében ez a szakasz értelemszerűen hiányzik.
(2) A szerződések egy újabb szakaszát jelenti a befektető és a céltársaság között létrejött jogviszonyt szabályozó dokumentáció-folyam elkészítése, amely – a későbbiekben bemutatásra kerülő tényezők

[218] 21 különböző jogi hagyományú ország gyakorlatát elemzi Jeng és Wells 2000-es tanulmánya, amelynek egyik fontos megállapítása, hogy az angolszász jogi gyökerekkel rendelkező országok, a francia-germán jogcsalád, illetve a skandináv jogi kultúrájú országok szerződési gyakorlata számottevő eltérést mutat.

miatt – akár 2 éves időszakot is felölnek, illetve döntő jelentőségű a befektetési szerződés megkötését követően a 3-5 év múlva esedékes „válás" írásba foglalása. Ezen szakasz mind az informális, mind a formális befektetések esetén nagyjából egyforma ütemben és módon zajlik.

(3) A kockázati tőkebefektetés zárásaként a befektető megválik üzletrészétől, amely – a leírást kivéve – szintén szerződési feltételek bonyolult rendszerét jelenti akár szakmai befektető szerzi meg a tulajdonrészt, akár a részvénypiacon értékesítik. Külön vizsgálati témaként jelentkezik az állami részvétellel megvalósuló befektetésekből való kiszállás vizsgálata, amely a szakirodalom szerint gyakran más jellemzőket mutat, mint a piac többi szereplőjének szerződési gyakorlata.

A szerződési folyamat vizsgálatakor több forrásra is támaszkodhatunk. Részletes és gazdag irodalma van az angolszász, elsősorban az Egyesült Államokra jellemző tárgyalási struktúrának, ugyanakkor az európai piac sajátosságait is figyelembe vevő irodalom is megjelent az 1990-es évektől. A Magyar Kockázati- és Magántőke Egyesület 2008-ban tette közzé Tőkebevonási Kalauzát,[219] amelyben tárgyalja többek között a kockázati tőkebefektetések szakaszait is – kifejezetten a magyar piaci szereplők számára.

A gazdasági szakirodalomban Klonowski elsősorban az angolszász mintákat alapul véve saját modellt alkotott a befektetések egyes szakaszairól,[220] amely egyrészt épít a korábbi eredményekre, másrészt a szerződést előkészítő eseményeket jobban részletezi, mint a korábban publikáló szerzők. A szakirodalom feldolgozása után a következő modellben képzelhetőek el a kockázati tőkebefektetés, mint jogügylet egyes szakaszai.

[219] Vigh, 2008.
[220] Klonowski, 2010, 27.

12. ábra: A kockázati tőkebefektetés ütemezése

Stádium	Események	Dokumentáció
Előkészítés	A gazdasági társaság (vagy az üzleti ötlet gazdái) üzleti tervet készítenek, amelynek megvalósításához befektetőt keresnek. A kockázati tőkealap-kezelő befektetési lehetőséget keres, így a kereslet és a kínálat egymásra talál.	Befektetési szabályzat Üzleti terv
Tárgyalások első köre	Személyes találkozó keretében a felek az üzleti tervet alátámasztó további információkat cserélnek egymással, egyben a kockázati tőkebefektető dönt a tárgyalások további folytatásáról vagy az üzleti terv elvetéséről.	Első üzleti ajánlat, szándéknyilatkozat – (*offer letter,* vagy *letter of intent)*[221] Titoktartási nyilatkozat
Átvilágítás – *due diligence*	Könyvelők, könyvvizsgálók, jogi és más szakemberek igénybevételével a céltársaság részletes átvilágításával a befektető meggyőződik az üzleti tervben foglaltak megfelelőségéről, és felméri a kockázatokat.	Adatszoba-használati szabályzat Tanácsadói jelentések
Értékelés	Az átvilágítás eredményeként a felek a vállalat aktuális és tervezett értékében megállapodnak, és rögzítik a szerződés lényeges pontjait.	Szerződés-tervezet - *term sheet*
Tárgyalások lezárása	A cél a végleges szerződés létrehozása, amelyben (a szerződési stílustól függően) a felek minden részletes, vagy aktuálisan részletes feltételben megállapodnak.	Végső megállapodás – *disclosure letter* Jegyzési, befektetési vagy adásvételi szerződés Szindikátusi (részvényesi) szerződés Biztosítéki szerződések megkötése
Monitoring	A céltársaság gazdálkodásának nyomon követése, szükség (vagy szerződés) szerinti beavatkozás, szakaszos finanszírozás esetén döntés az újabb tőkeemelésről.	Management-beszámolók Jegyzőkönyvek
Kiszállás	A befektetési szerződésben meghatározott vagy a körülmények változása miatt más módon a befektető értékesíti üzletrészét a vállalkozásban.	Tőzsdei forgalomba hozatal dokumentációja Tulajdonrész (üzletrész, részvények) adásvételi szerződése

Forrás: saját szerkesztés.

A továbbiakban a jogügyletet három szakaszra osztjuk a szerződő felek szerint. Az első szakaszban a kockázati tőkealap és az alapkezelő viszonyát szabályozó dokumentumok jellemzőit tárgyaljuk, különös tekintettel az alap kezelési szabályzatára. A második szakaszban a kockázati tőkealap-kezelő és a céltársaság közötti szerződéses viszony egyes jogi jelentőséggel bíró dokumentumainak áttekintésére kerül sor. Végül harmadik szakaszként a befektetésből történő kiszállás során kötött szerződések főbb jellemzőit foglaljuk össze.

[221] Az angolszász szerződési gyakorlatot részletesen bemutatja: Wilmerding, 2006.

IV.2. A kockázati tőkealap és az alapkezelő viszonyát szabályozó szerződés

IV.2.1. A terminológiáról röviden

Ezen a ponton foglalkoznunk kell a felek közötti szerződéses jogviszony vizsgálata kapcsán az angolszász és a kontinentális terminológia különbségeivel, valamint az egyes társasági formák közötti alapvető eltérésekkel.

Az Egyesült Államok és az angolszász jogi hátterű országok gyakorlatában a kockázati tőkealapként és kockázati tőkealap-kezelőként magyarra fordított kifejezések egy, a kontinentális jogtól teljes mértékben eltérő társasági formát takarnak.

Az angolszász jogban a gazdasági társaságok két alapformája a *company* és a *parnership*, amelyek közül az előbbi takarja a kontinentális jogi értelemben vett, jogi személyiséggel rendelkező gazdasági társaságokat, a *partnership* a jogi személyiség nélküli, általában szerződéses keretben létrehozott társaságokat. A *company* a jogi szaknyelvben tág értelemben a társaság szóval adható vissza, szűk értelemben tőketársaság, míg a *partnership* adekvát fordítása a személyegyesítő társaság.[222]

A személyegyesítő társaságok két alapvető formája a *general partnership* és a *limited partnership*. Az előbbi esetében minden tag felelőssége korlátlan, míg az utóbbinál a *limited partner* (továbbiakban: LP) és *general partner* (továbbiakban: GP) személyek mögött egy betéti társasághoz hasonlítható gazdasági társaságot találunk, ahol az LP elsősorban a vagyoni hozzájárulás megfizetésére kötelezett (mintegy bt-kültag), míg a GP a társaság működtetéséért felelős (kvázi bt-beltag).[223]

A *limited liability company* az Egyesült Államokban olyan személyegyesítő társaság szokásos megnevezése, amely társasági jogi értelemben kettős értelmű: adózása tekintetében a személyegyesítő társaságok közé tartozik, ugyanakkor a tagok a tőketársaságokra vonatkozó felelősségkorlátozás alá esnek.[224] Ennek a társasági formának a magyar kft-ként való fordítása téves.

Ezen a kérdéskörön belül merül fel a laikus irodalomban igen elterjedt „**csendestárs**” fogalom tisztázásának kérdése is.

A csendestárs, vagy csendes társaság forma a német jogban gyökerező intézmény, amelyet a kereskedelmi társaságok között találunk. A

[222] A terminológia tisztázása során irányadónak tekintettük Heidinger és szerzőtársainak 2004-e szaknyelvi művét is.
[223] Az egyes felelősségi alakzatokról részletesen pl. Kleinberger, 2006.
[224] Ld. részletesen: Bishop, 1995.

csendestársaság olyan társaság, amelyben valaki (csendestárs, *stiller Gesellschafter*) úgy vesz részt a más által folytatott kereskedelmi vállalkozásban, hogy abból vagyoni betétje – ami a vállalkozás tulajdonosának (üzlettulajdonos, beltag) tulajdonába megy át – révén részesedik.[225]

Az 1930. évi V. törvény rendelkezett az ún. csendes társaságokról, amely alapján *csendes társaság keletkezik, ha valaki (csendes társ) a nélkül, hogy kifelé tagul jelentkeznék, másnak vállalatában vagyoni betéttel úgy vesz részt, hogy azt a vállalat tulajdonosának rendelkezésére adni köteles.*[226] A törvény szerint a csendes társ a nyereségből és a veszteségből a társasági szerződés rendelkezései szerint részesedik, ennek hiányában a rendelkezésre bocsátott tőkéje arányában, éves kifizetés szerint.

A csendestárs, mint egy vállalkozásban a tőkét szolgáltató, de az érdemi irányításból nagyrészt kimaradó tag a hatályos jogban nem ismert fogalom, minthogy a cégnyilvánosság elve és a hitelezők védelme nem engedik meg egy olyan társasági forma létrehozását, ahol a tagok vagy azok egy része nem ismert.

A kockázati tőkebefektetések szűken vett fogalmi körébe tartozó ügyletek esetén az angolszász irodalom a *venture capital firm* (kockázati tőketársaság) kifejezés alatt érti azt a társaságot, amelynek elsődleges tevékenységi köre a kockázati tőke típusú befektetések megvalósítása, ezen belül azonban a jellemző társasági jogi alakzatra vonatkozó korlátozás nem használatos. A *venture capital fund* (az alapfogalmi fejezetben kifejtettek szerint) megfelel a kontinentális jogban kockázati tőkealapként leírt jogi személynek.

A gazdasági szakirodalom alapján megállapítható, hogy a kockázati tőketársaságok a *limited partnership* szabályai szerint működnek, vagyis a kockázati tőkebefektetők mögött álló tulajdonosok, akik a kockázati tőkealap esetében az alapjegy-tulajdonosok, valamint a kockázati tőketársaság döntéshozó szerve, amely a kockázati tőkealap-kezelő tevékenységi körét is takarja egyben, hasonló szerződési feltételek mellett működnek.

Az alap és alapkezelő, illetve a tőkebefektetést végző gazdasági társaság tagjai közötti szerződések terminológiáját is a fentiek figyelembevételével kell értelmezni. Így a kezelési szabályzat magyar megfelelője az angolszász *limited partnership agreement*, minthogy mindkét dokumentum a befektetők és a befektetői menedzsment jogviszonyát hivatott szabályozni.[227]

A kockázati tőkebefektetések formális keretei között kell megemlítenünk, hogy a 2009/65/EK ÁÉKBV-irányelv 1. cikk (3) bekezdésének megfelelően a befektetési vállalkozások alapíthatók mind a kötelmi jog alapján

[225] Papp, 2002.
[226] 1930. évi V. tc, 151. §.
[227] Az amerikai szerződési gyakorlatot foglalja össze pl. Rosenberg, 2002.

(alapkezelő társaság által kezelt közös alapokként), mind a befektetési alapokra vonatkozó jogszabályok alapján (zártvégű alapként), mind pedig a társasági jog alapján (befektetési társaságokként). A kockázati tőkebefektetések gyakorlata azt mutatja, hogy nemzetközi szinten a közös alap és a zártvégű alap konstrukció a legelterjedtebb, Európában pedig (az Uniós jogban 2013 után) a kockázati tőkealapok és kezelőik kizárólag zártvégű alapként jöhetnek létre.

IV.2.2. Alapkezelés és vagyonkezelés

Az alapkezelési szabályzat kategorizálása nem egyértelmű. A kockázati tőkealap mint zártkörűen alapított vagyontömeg, és annak alapkezelője, mint gazdasági társaság közötti jogviszonyt szabályozó dokumentum formailag egyoldalú jognyilatkozat, tartalmát tekintve azonban kétoldalú szerződés, amely a szerződő felek jogait és kötelezettségeit tartalmazza.

A Lukács-Sándor-Szűcs szerzőtársak a **vagyonkezelési szerződés**ek között tárgyalják a kockázati tőkealap-kezelést, mint a vagyonkezelés speciális törvényi esete.[228] A vagyonkezelési szerződést úgy határozzák meg, mint atipikus szerződés, amelyben vegyesen érvényesülnek a megbízási és a vállalkozási szerződés egyes vonásai. A szerzők szerint a vagyonkezelési szerződésben három fő jogi szerkezet valósulhat meg: lehet eredménykötelem, irányulhat pusztán gondossági kötelem létrehozására, illetve megállapodhatnak a felek a kettő ötvözetében. A kockázati tőkealapok esetében is ezt láthatjuk: az alapkezelő köteles megfelelő gondosságot tanúsítani, és emellett megfelelő eredmény elérése esetén külön díjazásban részesül.[229]

Magunk részéről az alapkezelési szerződés és a vagyonkezelői szerződés közötti hasonlóságok ellenére úgy látjuk, hogy az alapkezelési szerződésre vonatkozó számottevő kógens előírás, és annak a pénzügyi jogi tárgyú jogszabályok közötti elhelyezése nem indokolja, hogy a két szerződést azonos kategóriába soroljuk. Illés István a jogintézmény vizsgálatakor ugyanakkor egyértelműen úgy azonosítja a bizalmi vagyonkezelést, mint a befektetési célú vagyonkezelési szerződésekre alkalmazható jogi forma.[230]

Az új Polgári Törvénykönyv 2014. március 15-i hatályba lépése a vagyonkezelési szerződés és az alapkezelési szerződés fogalmi körében rendet teremtett azzal, hogy a Ptk. 6. könyv XLIII. fejezete önálló szerződési tí-

[228] Lukács – Sándor – Szűcs, 2003, 381.

[229] A vagyonkezelési szerződést a jogi szakirodalom elsősorban az állami vagyonnal összefüggésben elemzi, de a magánvagyonok tekintetében is találunk forrásokat. Ezek közös jellemzője, hogy a római jogi gyökerű fiducia és az angolszász trust elemzésén keresztül mutatják be a vagyonkezelési szerződést. pl. Vékás, 2010. vagy Illés, 2011.

[230] Illés, 2011, 552–553.

pusként azonosítja a bizalmi vagyonkezelést. A Ptk. 6:310. § értelmében bizalmi vagyonkezelési szerződés alapján a vagyonkezelő a vagyonrendelő által tulajdonába adott dolgok, ráruházott jogok és követelések (a továbbiakban: kezelt vagyon) saját nevében a kedvezményezett javára történő kezelésére, a vagyonrendelő díj fizetésére köteles. A bizalmi vagyonkezelőkről és tevékenységük szabályairól szóló 2014. évi XV. törvény értelmében a bizalmi vagyonkezelési tevékenység is az MNB engedélyéhez kötött, szigorú szakmai előírásokat tartalmazó tevékenységi forma. Az alapkezelési tevékenység és a bizalmi vagyonkezelés egyes megkülönböztető ismérveit az alábbi ábra foglalja össze.

13. ábra: Kockázati alapkezelés és üzletszerű bizalmi vagyonkezelés

	Kockázati alapkezelési tevékenység	Üzletszerű bizalmi vagyonkezelés
Jogviszonyt szabályozó általános jogforrás	2014. évi XVI. törvény	Ptk. és 2014. évi XLIII. törvény
Felek száma	Egy alapkezelő és az alapjegy-tulajdonosok	Vagyonrendelő és vagyonkezelő (opcionálisan kedvezményezett)
Vagyonkezelő társasági formája	Zrt.	Bizalmi vagyonkezelő vállalkozás: Kft, Zrt (fióktelep)
Tőkekövetelmények	(Kivétel az általános szabályok alól)	A működés ideje alatt legalább 75 millió HUF saját tőkével kell rendelkeznie
Jó üzleti hírnév	21. §	4. §. (4) bekezdés
Személyi feltételek	Legalább 2 munkaviszonyban foglalkoztatott, aki büntetlen előéletű, és igazolt szakmai tapasztalattal rendelkezik… 19. §	A bizalmi vagyonkezelő vállalkozás köteles legalább egy fő mesterképzésben szerzett közgazdász szakképzettséggel rendelkező közgazdászt, egy fő jogi szakvizsgát tett jogászt – teljes napi munkaidőben – munkaviszonyban foglalkoztatni, továbbá egy fő független könyvvizsgálót megbízási jogviszonyban foglalkoztatni.
Engedélyezési és felügyeleti hatóság	MNB	MNB
Letétkezelés	100 millió EUR kezelt vagyon, illetve tőkeáttétel nélkül 500 millió EUR kezelt vagyon felett kötelező	(nincs kötelezően)
Vagyonkezelő feladatai	Kötelező feladatok: 1. befektetéskezelés (a befektetési politika végrehajtásával kapcsolatos befektetési, stratégiai és eszközallokációs döntések meghozatala és végrehajtása); 2. kockázatkezelés.	Hasznosítási kötelezettség! A bizalmi vagyonkezelő vállalkozás főtevékenységként csak bizalmi vagyonkezelést végezhet, melléktevékenységként pedig a bizalmi vagyonkezelési kötelezettség teljesítéséhez szükséges, azzal közvetlenül összefüggő tevékenységet végezhet.
Ellenszolgáltatás	**Kezelési díj**, amelynek mértékét az alapkezelési szabályzat tartalmazza. Az alapkezelő biztosítja a hatékony és eredményes kockázatkezeléssel összhangban álló, annak alkalmazását előmozdító, a törvényben meghatározott elveknek megfelelő javadalmazási politika és gyakorlat megvalósítását (sikerdíj).	A kezelt vagyon szerződéskötéskor fennálló értékének 1%-át meghaladó mértékű **vagyonkezelési díj vagy más gazdasági előny megszerzése.** **Ptk. 6:322. §** (1) Ha a vagyonkezelő feladatát ingyenesen látja el, a vagyonkezeléssel járó szokásos költségei megtérítését is igényelheti. (2) A vagyonkezelő a díjának és indokolt költségeinek megfizetésére vonatkozó, továbbá a vagyonkezelési jogviszonyból fakadó egyéb követelését a kezelt vagyonból közvetlenül kielégítheti.
Részletes tájékoztatási kötelezettség	Törvény 3. sz. mellékletének megfelelő tartalommal	Törvény 1. sz. mellékletének megfelelő tartalommal

Forrás: saját szerkesztés.

A bizalmi vagyonkezelés körében meg kell említenünk az ún. nem üzletszerűen eljáró bizalmi vagyonkezelővel kötött vagyonkezelési szerződést, amely – mint nem üzletszerű tevékenység – kívül esik vizsgálódásunk körén.

A fenti ismérvek alapján az alapkezelési tevékenység és az üzletszerű bizalmi vagyonkezelési tevékenység számos hasonló elemét láthatjuk. Alapvetően mindkét szolgáltatás alapja, hogy átvett idegen vagyon kezelésével megbíz az egyik fél egy szakértelemmel rendelkező másik felet. Mindkettő pénzügyi szolgáltatási tevékenység, amelynek engedélyezése és felügyelete a Magyar Nemzeti Bank hatásköre. A gazdasági társaság csak meghatározott formában működhet, működéséhez garantálnia kell a megfelelő tárgyi és személyi feltételeket. Az ügyfelektől átvett vagyon és annak felhasználása tekintetében mindkét társaságot széles körű tájékoztatási kötelezettség terheli. Közös szabályozási elem a „jó üzleti hírnév" követelménye, amely a gazdasági válság nyomán jelent meg hazai szabályozásunkban. Mindkét jogforrás hasonlóan szabályozza a jó üzleti hírnevet: annak meglétét a kérelmezőnek, illetve annak kell bizonyítania, akinek érdekében áll, hogy azt a hivatal (MNB) elfogadja. A jó üzleti hírnév igazolásának módját a kérelmező megválaszthatja, azonban a hivatal egyéb, általa meghatározott iratok (okmányok) benyújtását írhatja elő. A hivatal a jó üzleti hírnév fennállásának megállapítása érdekében az illetékes külföldi hatóságot közvetlenül megkeresheti. A jó üzleti hírnév bizonyításának sikertelenségét a hivatalnak határozattal kell megállapítania. Jó üzleti hírnevéhez nem fér kétség annak, a) aki mentes a vállalkozás óvatos, körültekintő és megbízható működését veszélyeztető befolyástól, jó üzleti hírnévvel rendelkezik, valamint biztosítani képes a vállalkozás megbízható, gondos irányítását, ellenőrzését, illetve működését; b) akinek üzleti kapcsolatrendszere és tulajdonosi szerkezete átlátható, és ezáltal nem zárja ki a vagyonkezelés/alapkezelés feletti hatékony ellenőrzés gyakorlását.

A jogintézmények közötti különbségek alapját véleményünk szerint egyrészt a kezelt vagyon volumene adja, másrészt a szerződő felek köre. Míg a bizalmi vagyonkezelés nemzeti szabályozási körbe esik, addig az EU-s tagsággal az alapkezelési tevékenység – főként a globális pénzügyi válság következtében – kikerült a nemzeti szabályozás kizárólagos tárgyköréből. Így nyilvánvalóan az európai normáknak megfelelő minimális jegyzett tőke és szavatoló tőke követelményeknek kell megfelelnie a kockázati alapkezelőnek, míg a bizalmi vagyonkezelőre jóval mérsékeltebb előírások vonatkoznak. A legfontosabb különbséget abban látjuk, hogy míg a kockázati tőkealapok alapjegyeit zártkörűen, kizárólag szakmai befektetők részére értékesítik, addig a bizalmi vagyonkezelési szolgáltatás bárki számára elérhető.

IV.2.3. Az alapkezelési szabályzat

Az alapkezelési szabályzat külső megjelenési formáját tekintve **nyilatkozat**, amelyet előzetes jóváhagyásra kell megküldeni a pénzügyi felügyelet részére. A kezelési szabályzatban a kockázati tőkealap-kezelő nyilatkozik a zártkörűen forgalomba hozandó kockázati tőkealap-jegy tulajdonosokkal előzetesen megállapított feltételekről. Ezen egyoldalú jelleg miatt sem gondolja a szerző, hogy a kezelési szabályzat egyértelműen besorolható a vagyonkezelési szerződések közé. A nyilatkozati formából következően a felek viszonyát a magyar gyakorlat bemutatása során nem szerződésként azonosítjuk a továbbiakban.

Stefano Caselli[231] az alap és az alapkezelő közötti szerződéses feltételeket (*limited partnership agreement*) az amerikai és brit szerződési gyakorlat vizsgálata alapján a következő pontokban foglalja össze:

(1) felek meghatározása,
(2) a szerződés céljának rögzítése,
(3) definíciók és a szerződésben használt fogalmak részletezése,
(4) a jogszabály által megkövetelt részletességgel a felek azonosítására szolgáló adatok,
(5) a kockázati tőkealap létrehozására irányuló szándéknyilatkozat, illetve a felek képviselőinek megjelölése,
(6) a kockázati tőkealap működtetésének alapelvei,
(7) a kockázati tőkealap működési idejének meghatározása,
(8) az alaptőkére és annak szolgáltatására irányuló feltételek meghatározása,
(9) az eredmény elosztásának módja, amely magában foglalja a tőke visszaválthatóságának lehetőségét, a nyereség felosztásának módját, kifizetésének részletszabályait,
(10) „*carried interest*” (sikerdíj): az alapkezelő részesedését az eredményből, és kifizetésének módját,
(11) az alapkezelő kijelölésének és visszahívásának szabályai, esetei,
(12) az alapkezelő tevékenységére vonatkozó korlátozások megnevezése, következményei,
(13) a kockázati tőkealap-jegy tulajdonosok jogai. Főszabály szerint a tulajdonosok az irányításban nem vesznek részt, minthogy a kockázati tőkealap vagyonegyesítő társaság, ugyanakkor a szerződésben bizonyos részjogosítványok kiköthetők,
(14) az alapjegy-tulajdonosok „kiszállási” lehetőségei,
(15) hitelezési és áthidaló finanszírozás nyújtására vonatkozó szabályok,

[231] Caselli, 2010, 78–79.

(16) a felmerülő költségek számításának és viselésének módja, elszámolásuk, annak részeként az alapkezelői állandó költségek meghatározása és kifizetése,
(17) az alap és az alapkezelő számvitelére, beszámolójára vonatkozó szabályok,
(18) döntéshozatali rendszer az alapkezelőnél,
(19) képviseleti jogosultságok és szavatossági igények,
(20) melléklet, amelyben az alapjegy-tulajdonosok kifejezik szándékukat a részvényjegyzésre, a tulajdoni hányadok és a hozzájuk kapcsolódó jogok megosztásának szabályai,
(21) vegyes rendelkezések, köztük a mögöttes jogszabályok meghatározása, titoktartási nyilatkozatok és egyéb fontos megjegyzések.

14. ábra: Az alapjegy-tulajdonosok és az alapkezelő jogai és kötelezettségei

	Kockázati tőkealap-jegy tulajdonos		**Kockázati tőkealap-kezelő**	
	Jogszabályi feltétel	*Szerződési feltétel*	*Jogszabályi feltétel*	*Szerződési feltétel*
Jogok	- kezelési szabályzat módosítása - döntés a futamidő hosszabbításáról - döntés az átalakulásról - hozamra való jogosultság - nyereségből való részesedés a futamidő végén - jegyzett tőke felemelése és leszállítása	az alapkezelő vezető tisztség-viselőjének kijelölése és visszahívása	- szerződések kötése az alap vagyona javára és terhére - több alap kezelése, ha a szabályzat nem zárja ki - díjazás	- opciós vételi jog a kockázati tőkealapban - döntéshozatali rend meghatározása - más finanszírozóval való együttműködésről szóló döntés - munkaerő-gazdálkodás meghatározása
Kötelezettségek	pénzbeli hozzájárulás szolgáltatása		- kockázati tőkealap-kezelési tevékenység kifejtése - össze-férhetetlenségi és befektetési korlátok figyelembevétele - vagyon-elkülönítés a saját és más alapok vagyonától	- rendszeres tájékoztatási kötelezettség - a szabályzatban rögzített befektetési korlátozások figyelembevétele

Forrás: saját szerkesztés.

A működési alapelveken belül a felek szerződési szabadságába tartozik a tőkealap **befektetési elveinek** leírása, megváltoztatásának lehetősége és feltételei, ideértve egyszemélyes társaságba való befektetés, illetve meghatározó vagy többségi részesedést eredményező befektetés lehetőségét vagy kizárását. Szintén ebbe a körbe tartoznak mindazok az egyes befektetések értékével, arányával, illetve a hitelezéssel összefüggő olyan szabályok,

amelyeket a törvény nem korlátoz, vagy a törvényi határok között marad. A befektetések egyes részletszabályaira a magyar jogforrás számottevő korlátozásokat alkalmaz a befektetők védelme érdekében, amely korlátok kereteit az uniós jog határozza meg, hasonlóan az angolszász gyakorlathoz.[232] Az európai kockázati tőkealapra vonatkozó rendelet szintén tartalmaz olyan szabályokat, amelyek a céltársaságra, a kihelyezhető összeg nagyságára és a tőkealap jegyzett tőkéjének arányára vonatkoznak.

IV.2.4. Az alapkezelői juttatások változása

A kezelési szabályzat egyik igen lényeges pontja az **alapkezelői juttatások** meghatározása, amely hatással van a kockázati tőkealap működésére, a nyereség mértékére és annak elosztásának módjára is.

Gompers és Lerner az Egyesült Államokban kötött 419 szerződés alapján arra a következtetésre jutottak, hogy a juttatások két részre oszthatók: egyrészt egy éves állandó költségre, amelynek mértéke a befizetett vagy befektetett tőke 1,5-3%-a, másrészt a társaság nyereségének egy részéből származó juttatás, amely általában 20%-os kifizetést jelent.[233]

Kate Litvak 2004-ben 37 szerződés elemzésével arra a megállapításra jutott,[234] hogy a korábbi szakirodalommal szemben, amely az alapkezelő juttatásokat 2 részre bontotta, valójában annak 3 formája figyelhető meg a szerződésekben: egyrészt a rögzített alapkezelési díj (amely az ő megfigyelései szerint 2-2,5% között mozog a befizetett tőke arányában), az ún. „*carried interest*", vagyis az alap teljesítményétől függő javadalmazás (amelynek mértéke a nyereség mintegy 12,5-30%-a), valamint az alapjegytulajdonosok által az alapkezelőnek juttatott kamatmentes kölcsön (*interest-free loan*). Ez utóbbi természetesen csak azokban az országokban jellemző, ahol a jogszabályi háttér ezt a típusú kölcsönt lehetővé teszi, elsősorban az angolszász jogi mintát követő országokban.

Az alapkezelő **működési költségeinek** elszámolásához több módszer is megfigyelhető a joggyakorlatban, ezen belül is a legtöbb empirikus kutatás az angolszász gyakorlatra vonatkozóan jelent meg. A szakirodalmi adatok alapján a következő módszerek ismertek: (1) a jegyzett tőke százalékában meghatározott költséghányad, (2) az alap működési idejével és a befizetett tőkével arányosan változó költséghányad, (3) a befektetett tőkével arányosan számított költség (4) a jegyzett és a befektetett tőkével egyaránt arányosított kifizetés (5) egy konkrét pénzösszeg rögzítése.[235]

---

[232] Pl. a korábban ismertetett Dodd-Frank törvényhez kapcsolódó új szabályozás is hasonló korlátozásokat tartalmaz.

[233] Gompers – Lerner, 1999(a), 6.

[234] Litvak, 2004.

[235] Ezt állapítja meg: Uo. 8.; Gompers – Lerner, 1994., 1999(a).

Az alapkezelői juttatások második összetevője a nyereségből számított részesedés, az adózási részek tárgyalásakor is vizsgált ún. *carried interest*, amely a magyar szerződési gyakorlatban **sikerdíj**ként szerepel az alapkezelési szabályzatokban. A sikerdíj kifizetése és annak mértéke nagyban függ a felek által megállapított elvárt hozam feletti eredménytől.

Az állami háttérrel megvalósított befektetések esetében, ezek között is az Európai Unió országaiban jelenleg is működő, korábban már ismertetett JEREMIE-kezdeményezés keretében létrejött kockázati tőkealapok alapkezelői csak abban az esetben részesülhetnek sikerdíjban, amennyiben az alap likviditáskori saját tőkéje legalább a referencia-kamatláb (vagy elvárt hozam) feletti éves hozamot biztosít.[236]

Fleisher ezzel szemben kimutatta, hogy számos esetben hiányzik az alap és alapkezelő közötti szerződésekből az elvárt hozamra vonatkozó kitétel. Ennek okaként a kockázati tőkealapok és alapkezelőik viszonylatában jelentkező fokozott ügynök-konfliktust jelölte meg, és a kutatásai eredményeként azt rögzítette, hogy a kockázati tőkealapok tulajdonosainak számottevő érdeke fűződik az elvárt hozam előzetes rögzítéséhez, kiszorítva így a piacról a gyengébben teljesítő alapkezelőket.[237]

Az alapkezelői juttatásokkal és az azok motivációjával szorosan összefüggő kérdés tehát a felek közötti, korábban ismertetett ügynök-probléma. Az ügynök-elmélet és erkölcsi kockázat nagy mértékben jelentkezik a tisztán vagyonegyesítő kockázati tőkealap és a vagyonkezelést végző alapkezelő között. Az alkalmazott szerződési kikötések rendszerében a következő tényezők hivatottak az alapkezelő **opportunista magatartásának megelőzésére** a vizsgált szerződési rendelkezések alapján:

(1) *Korlátozások az egy céltársaságba fektethető tőke nagyságára vonatkozóan*. Ezzel megakadályozható, hogy az alap tőkéjének egy jelentős részét egy rosszul teljesítő vállalkozásba fektesse az alapkezelő, akár folyamatos tőkebevonás keretében is.
(2) *Hitelkihelyezés korlátozása*. A céltársaság nem csak tőkeemelés, hanem tagi kölcsön vagy más elnevezésű hitel formájában is részesülhet a tőkealap vagyonából, így növelve a kockázatot.
(3) *Co-financing korlátozás*. A kockázati tőkealap-kezelő akár több alap vagyonát is (akár a saját kezelésében van, akár más vagyonkezelésében) irányíthatja egyetlen céltársaság felé. Az ilyen irányú ügyletek kizárása, vagy maximalizálása is csökkentheti az erkölcsi kockázatot.

[236] Ld. a közvetítői szerződést, amely letölthető az NFÜ honlapjáról: http://www.nfu.hu/doc/1876. Letöltés ideje: 2012.03.14.
[237] Fleischer, 2005.

(4) *A nyereség újra-befektetésének tilalma*. Az alapjegy-tulajdonosok számára fontosabb érdek lehet a nyereségből való részesedés, mint annak újra befektetése esetén az újabb kockázatvállalás.
(5) *Új alap indításának tilalma*. Az alapkezelő által indított újabb kockázati tőkealap a figyelem megosztását eredményezi, amely ellentétes az alapjegy-tulajdonosok érdekével, ezért korlátozhatják az alapkezelési szerződésben az újabb alapok létrehozását.
(6) *Kiegészítő tevékenységek folytatásának tilalma*. Az előző esetkörhöz hasonlóan a figyelem és az energiák megosztása növeli az alapjegy-tulajdonosok kockázatát.
(7) *Új, vagy több tisztségviselő bevonása az alapkezelési tevékenységbe*. A tapasztalatlan alapkezelők bevonása az ügyletekbe növelik a kockázatot, ugyanakkor a tanácsadói, szakértői csapat növelése számottevő előnyökkel is járhat, ezért a szerződések egy része az alapjegy-tulajdonosok jóváhagyását írja elő a munkaerőbővítéshez.
(8) *Az opciós jogok érvényesítésének időbeli elhatárolása*. A legtöbb alapkezelő opciós vételi jogot szerez az alap vagy a céltársaság tulajdonrészének megszerzésére. A statisztikák szerint minél későbbi a jog érvényesíthetőségének kezdő időpontja, az alapkezelő annál kevésbé érdekelt veszteséges ügyletek kötésében, vagy akár az alapkezelési tevékenység megszüntetésében.[238]
(9) *Az alapkezelői juttatások elosztása*. Az alapkezelők között jellemzően nagy tapasztalattal bíró szakemberek, és fiatalabb munkaerő egyaránt található, és a fizetéseik jellemzően a tapasztalati idővel arányos, és nem az elvégzett munkával. Az ebből eredő feszültségek kiküszöbölésére, illetve a fiatalabb kollégák (akik a napi munka javát végzik) motiválása érdekében gyakran az alapkezelővel kötött szerződésekben a javadalmazási politikát is rögzítik.

A 2008-as gazdasági válság elemei között gyakran említik a pénzügyi szolgáltatók túlzott kockázatvállalási hajlandóságát. Az Európai Bizottság a pénzügyi szolgáltatási ágazat javadalmazási politikájáról szóló 2009/384/EK ajánlásának (2) preambulumi cikkében a következőket rögzítette: „Az általános vélekedés szerint a pénzügyi szolgáltatási ágazatban alkalmazott helytelen javadalmazási gyakorlatok is túlzott kockázatvállalásra ösztönöztek, és így, noha nem sorolhatók a 2007-ben és 2008-ban kibontakozó pénzügyi válság fő okai közé, hozzájárultak a főbb pénzügyi vállalkozások jelentős veszteségeihez.” Ennek – és a fent ismertetett opportunista törekvéseknek – a kiküszöböltésére az új uniós – és annak megfelelő ma-

[238] Ld. Söderblom – Wiklund, 2006, 25–27.

gyar jogi szabályozás külön kitér a kockázati tőkealap-kezelők javadalmazási politikájára is.

A 2014. évi XVI. törvény 13. sz. melléklete tartalmazza az iránymutatást annak a javadalmazási politikának a kialakítására, amelyet aztán a felügyeleti hatósághoz engedélyezésre is be kell nyújtani. A javadalmazási politika vezérelvei az arányosság, a teljesítmény értékelése és az állandóság elsődlegessége a változó kifizetésekkel szemben.

Új jogintézményként jelenik meg a törvényben a **javadalmazási bizottság**. A méretük vagy a kezelésükben lévő befektetési alapok mérete, a belső szervezeti felépítésük, valamint tevékenységeik jellege, köre és összetettsége szempontjából jelentős alternatív befektetési alapoknak javadalmazási bizottságot kell létrehozniuk úgy, hogy az hozzáértő és független módon ítélhesse meg a javadalmazási politikákat és gyakorlatokat, valamint a kockázat kezelésére létrehozott ösztönzőket. A javadalmazási bizottság felel a javadalmazásra vonatkozó döntések előkészítéséért, amelyeket a felügyeleti feladatokat ellátó irányító testületnek kell meghoznia. A javadalmazási bizottság elnöke az irányító testület egyik olyan tagja, aki az érintett alapkezelőben nem lát el vezetői feladatot. A javadalmazási bizottság tagjai az irányító testület olyan tagjai közül kerülnek ki, akik az érintett alapkezelőben nem látnak el vezetői feladatokat.

IV.2.5. A kockázati tőkealap létrehozása, működésének szabályai

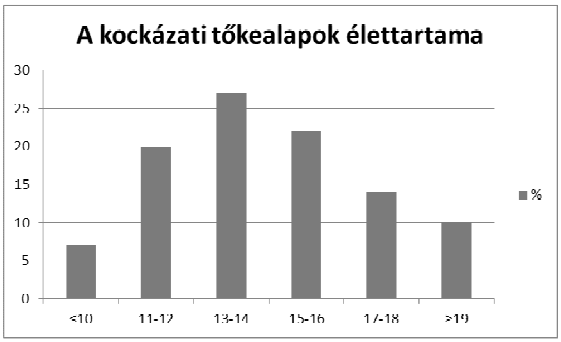
A következőkben a kockázati tőkealapok létrehozásának részletes szabályaival foglalkozunk a 2014. évi XVI. törvény (továbbiakban: Kbftv.) előírásainak figyelembevételével. Fontos megjegyeznünk, hogy az uniós szabályozás az alapkezelési tevékenységre határoz meg harmonizált szabályokat, és nem az alapra, mint jogi személyiségű vagyontömegre. Az ABAK-irányelv (10) preambulumi bekezdése rögzíti: „Ez az irányelv nem szabályozza az ABA-kat. Ennek megfelelően az ABA-kat továbbra is nemzeti szinten kell szabályozni és felügyelni. Aránytalan volna az ABAK-ok kezelésében lévő ABA-portfóliók szerkezetének vagy összetételének uniós szabályozása, és az ABAK-ok kezelésében lévő ABA-típusok rendkívüli sokfélesége miatt nehéz is lenne ilyen kiterjedt harmonizációt biztosítani. Ezen irányelv ezért nem zárja ki, hogy a tagállamok nemzeti követelményeket írjanak elő vagy tartsanak fent a területükön letelepedett ABA-k vonatkozásában.”

A Kbftv. 65. § (1) bekezdése alapján a befektetési alap jogi személy, amely a Felügyelet által a nyilvántartásba történő bejegyzéssel jön létre, és a nyilvántartásból való törléssel szűnik meg. A befektetési alap törvényes képviselője a befektetési alapkezelő, aki a befektetési alap nevében eljár.

A törvény 67. §-a tartalmazza a kockázati tőkealapok létrehozásának speciális követelményeit. A kockázati tőkealap, illetve a magántőkealap kizárólag szakmai befektetőknek határozott futamidőre, vissza nem váltható befektetési jegyek zártkörű forgalomba hozatalával hozható létre. Egy alapon belül eltérő névértékű és eltérő jogokat megtestesítő befektetési jegyek is forgalomba hozhatóak.

A kockázati és a magántőkealap legalább hat teljes naptári éves **futamidő**re hozható létre, de futamidejét az alapkezelő – amennyiben azt a kezelési szabályzat lehetővé teszi – meghosszabbíthatja, legfeljebb az eredeti futamidőt nem meghaladó időtartammal. Ez a szabályozás részben áll összhangban a kockázati tőkealapok átlagos futamidejével. Egy 100 kockázati tőkealapra kiterjedő kutatás adatai alapján a kockázati tőkealapok megszűnése az alábbi szórást mutatja

15. ábra: A kockázati tőkealapok élettartama



Forrás: NVCA Yearbook 2015, 24.

Az ábrán látható, hogy a leggyakoribb a 12 évet is meghaladó élettartam, amelyre a hatályos magyar szabályozás nem ad jogi lehetőséget. A túl rövidre szabott időkeretet igazolja az is, hogy a JEREMIE I. alapok esetében is az eredetileg megállapított befektetési időszakot meg kellett hosszabbítani, hogy a nyertes alapkezelők a forrásaikat allokálni tudják. A futamidő szempontjából mintegy „kiskaput" jelent a Kbftv. 77. § (1) bekezdésének azon előírása, amely alapján a megszűnési eljárás alatt a kockázati és magántőkealap portfóliójában lévő eszközöket 18 hónapon belül kell értékesíteni. Az értékesítést a pénzügyi eszközök esetében piaci áron, az ingatlanalap portfóliójában lévő ingatlanok esetében legalább az ingatlanértékelő által meghatározott áron, a kockázati és magántőkealap portfóliójában lévő eszközök esetében a értékbecslő által meghatározott áron kell megkísérelni. A kockázati, illetve magántőkealap tulajdonában

lévő, szabályozott piacra bevezetett értékpapírokat a befektetési jegy tulajdonosai között – a kezelési szabályzatban rögzített szabályoknak megfelelően – természetben is fel lehet osztani.

A kockázati és magántőkealap futamideje alatt a befektető nem válthatja vissza a befektetési jegyet, azonban a kezelési szabályzatban meghatározott esetekben az alapkezelő határozhat az alap jegyzett tőkéjének befektetési jegyek, vagy ideiglenes befektetési jegyek bevonásával történő csökkentéséről. A kockázati és magántőkealap jegyzett tőkéjének leszállításakor az ideiglenes befektetési jegy, illetve ideiglenes befektetési jegy tulajdonosokkal való elszámolás módját a kezelési szabályzat határozza meg.

A működésének időszaka alatt a kockázati tőkealap és a magántőkealap **pénzkölcsön**t nyújthat olyan vállalkozás részére, amelyben részesedéssel rendelkezik. A pénzkölcsön időtartama nem haladhatja meg a kockázati tőkealap, illetve a magántőkealap futamidejéből a kölcsönnyújtás időpontjában hátralévő időtartamot. A kockázati tőkebefektetés által megvalósított tőkeemelés és azzal párhuzamosan a pénzkölcsön nyújtása az ágazatban nemzetközi szinten általánosnak tekinthető.[239]

Az EuVECA társaságok vonatkozásában a rendelet a pénzkölcsön tekintetében két formát különböztet meg: egyrészt a klasszikus hiteltermékeket, másrészt a „kvázi-sajáttőke" eszközt, amely jelenti bármely olyan, saját tőkét és hitelt kombináló finanszírozási eszközt, amely esetében az eszköz hozamát a minősített portfóliovállalkozás nyereségével vagy veszteségével kapcsolták össze, és az eszköz visszafizetése nemteljesítés esetén nem teljes mértékben biztosított. Ezek a finanszírozási eszközök széles körét foglalják magukban, így például alárendelt kölcsönöket, csendes részesedéseket, nyereségrészesedésre jogosító hiteleket, nyereségrészesedési jogokat, átváltoztatható kötvényeket és opciós utalványokat.[240] A rendelet ezen részére utalást a Kbftv. nem tartalmaz, így annak pontos tartalmára a rendeletből kell következtetnünk.

IV.2.6. A kockázati tőkealap megszűnése

A kockázati tőkealap megszűnhet: (1) az előre meghatározott futamidő lejártával (2) átalakulással, illetve (3) ha a futamidő alatt a Felügyelet a kockázati tőkealap megszüntetését rendeli el.

ad 1) A kockázati tőkealap határozott futamidőre, vissza nem váltható kockázati tőkealap-jegyek zártkörű forgalomba hozatalával hozható létre, vagyis megszűnése az alapításkor meghatározott időben következik be,

[239] Pl. ilyen konstrukciót tartalmaz a már ismertetett USA-beli SBIC-szabályozás is.
[240] Bajorfi, 2013.

kivéve, ha a futamideje alatt az alapítók a megszüntetésről döntenek. A kockázati tőkealap a felügyeleti nyilvántartásából való törléssel szűnik meg.

A kockázati tőkealap futamideje a kezelési szabályzatnak megfelelően legfeljebb az eredeti futamidőt meg nem haladó időtartammal meghosszabbítható. A törvényszöveg a meghosszabbítások számát ugyan nem határozza meg, de az alapjegy-tulajdonosok a befektetéseikből származó jövedelmet az alap megszűnésekor szerzik meg, így az érdekeikkel ellentétes lenne a többszöri hosszabbítás.

A futamidő lejártakor a pozitív saját tőkével rendelkező kockázati tőkealap kezelője megkezdi a vagyonelemek értékesítését. Ha az alapkezelő akadályoztatva van, vagy felszámolási eljárás alatt áll, a megszűnéshez kapcsolódó feladatokat az MNB által létrehozott nonprofit gazdasági társaság végzi.[241]

A vagyonelemek – korábban ismertetett – értékesítését követően 15 napon belül kell elkészíteni az ún. megszűnési jelentést, amelynek közlését követően kezdi meg az alapkezelő a rendelkezésre álló összeg kifizetését a befektetőknek (Kbftv. 78. § (1) bekezdés). A megszűnési jelentés kötelező tartalmi elemeit a törvény 4. sz. melléklete tartalmazza.[242]

A negatív saját tőkéjű kockázati tőkealap megszűnése esetén az eljárást az MNB által létrehozott nonprofit gazdasági társaság végzi.

ad 2) Az alternatív befektetési alapok átalakulásának részletes szabályait a Kbftv. XIII-XV. fejezetei tartalmazzák, amelyek nevesítik az egyesülésen belül a beolvadást és az összeolvadást, a szétváláson belül pedig a különválást és a kiválást. A 83. § foglalkozik a kockázati és magántőke alapok egyesülésének különös szabályaival. Tekintettel arra, hogy a kockázati tőkealap-kezelő részvénytársasági formában működik, ezen átalakulási módok tekintetében a Ptk. vonatkozó szabályait a Kbftv., mint lex specialis felülírja. A legfontosabb eltérés a Ptk. rendelkezéseihez képest, hogy az átalakuláshoz a jogelőd tőkealap-jegy tulajdonosainak egyhangú hozzájárulása szükséges, valamint hogy az átalakulási folyamat során a felügyeleti hatóság jóváhagyására van szükség.[243]

ad 3) A Felügyelet hivatalból kezdeményezi a kockázati tőkealap megszüntetését, ha – átvételre nem kerül sor és – a kockázati tőkealap nettó eszközértéke negatívvá vált, vagy ha a kockázati tőkealap-kezelő tevékeny-

[241] A kézirat lezárásakor ez a Hitelintézeti Felszámoló Nonprofit Korlátolt Felelősségű Társaság.

[242] A megszűnési jelentésnek legalább a következőket kell tartalmaznia: 1. az éves jelentés kötelező tartalmi elemeit, 2. a portfólióban lévő eszközök nyilvántartási értékét, eszközönkénti bontásban, 3. az egyes értékesített eszközök befolyt ellenértékét, 4. az esetleges járulékos és egyéb bevételeket, 5. kötelezettségek teljesítéséből adódó kifizetéseket, 6. a végelszámolás során felmerült költségeket és felszámított díjakat tételesen, 7. a befektetők között felosztható tőkét, 8. az egy befektetési jegyre kifizethető összeget, és 9. a kifizetés kezdő napját és helyét.

[243] Kbftv. 83. § alapján.

ségi engedélyét a Felügyelet visszavonta, illetve ha a Felügyelet kötelezte az alapkezelőt a kockázati tőkealap kezelésének átadására, azonban az alap kezelését egyetlen befektetési alapkezelő sem veszi át.

Az alapkezelő engedélyének visszavonására akkor kerülhet sor, ha (1) az engedély kiadásának feltételei már nem állnak fenn, és azokat a befektetési alapkezelő 6 hónapon belül nem pótolta; (2) az alapkezelő nem vitatott tartozását az esedékességet követő 5 napon belül nem egyenlítette ki, és vagyona (eszközei) az ismert hitelezők követelésének kielégítésére nem nyújtana fedezetet; (3) az alapkezelő az engedélyezett tevékenységet 12 hónapon belül nem kezdi meg; vagy – a működés megkezdését követően – 6 hónapot meghaladó időtartam alatt nem gyakorolja; (4) az alapkezelő bejelenti a Felügyeletnek, hogy a tevékenység folytatásával felhagy; (5) az alapkezelő a tevékenységre vonatkozó, az e törvényben és külön jogszabályokban meghatározott előírásokat ismétlődően vagy súlyosan megszegi; (6) az alapkezelő szavatoló tőkéje e törvény által meghatározott szint alá csökken, és a befektetési alapkezelő a szavatoló tőke feltöltési kötelezettségének a Felügyelet által előírt határidőben nem tett eleget; (7) az engedélyt a Felügyelet megtévesztésével vagy más jogszabálysértő módon szerezték meg; (8) az alapkezelő és harmadik személy között olyan típusú szoros kapcsolat keletkezik, amely a befektetési alapkezelővel szoros kapcsolatban álló személyre vonatkozó harmadik országban alkalmazott jogszabályok szerint akadályozza a befektetési alapkezelő feletti hatékony hatósági felügyelet gyakorlását (Kbftv. 15. §. (1) bekezdés).

IV.3. A befektetési szerződés, mint jogügylet

IV.3.1. A szerződés előkészítésének egyes jogi kérdései

A statisztikai adatok alapján a kockázati tőkebefektetők 100 megkezdett tárgyalásából mindössze 1 végződik befektetéssel,[244] vagyis a szerződés és annak előkészítési szakaszai, valamint az eredménytelen tárgyalásokhoz kapcsolódó jogi kérdések tisztázása nem megkerülhető.

A 14. sz. ábrán a befektetési folyamat bemutatásakor a kockázati tőkebefektető létrejötte után következik a potenciális befektetési lehetőség keresése. Ennek során az alapkezelő, vagy kockázati tőketársaság számos üzleti lehetőséget tár fel, melynek elsődleges módszere a vállalkozások által összeállított üzleti terv elemzése.

A vállalkozók már a tárgyalások ezen fázisában megfogalmazzák azon igényüket, hogy az általuk kitalált ötlet, terv, információösszesség valamilyen jogi védelemben részesüljön. Hill és Power ezzel kapcsolatban egy csapdahelyzetet elemeznek. Abból a tényből indulnak ki, hogy a kockázati tőkebefektető célja a finanszírozásra érdemes társaságokba való befektetés, és nem az ötleteik mások általi megvalósítása. Így az üzleti titkok védelmének túlzott erősítése a befektetést előkészítő folyamatban a tárgyalásokat hátráltató tényező lehet. Ezzel szemben ha a befektető mégsem dönt a finanszírozás mellett azért, mert a céltársaság tulajdonosi körét vagy annak kvalitásait nem találta megfelelőnek, de az általuk elővezetett ötletben lát fantáziát, a vállalkozó jogosan tarthat attól, hogy üzleti ötletét – adott esetben módosított tartalommal – a befektető más társaságnál hasznosítja. A helyzet nehézkes megoldását tovább fokozza az a tény, hogy minél több időt és energiát fordított egy vállalkozó a kidolgozott üzleti tervébe, annál kevésbé hajlandó azt jogi védelem nélkül mások elé tárni.[245]

A titokvédelem jelentősége az üzleti terven túl a **cégátvilágítás** (*due diligence*) szakaszában a leginkább jelentős. A vállalatok átvilágításával, annak technikai és adminisztratív kérdéseivel elsősorban a közgazdaságtudomány foglalkozik,[246] jogi irodalma elsősorban az angolszász területen ismert.[247] Az átvilágítás elsősorban a vállalati fúziók és felvásárlások (*mergers and aquisitions*) területén kidolgozott, mindazonáltal a kockázati tőkebefektetések folyamatának leírásakor a szakirodalom minden esetben külön eljárási szakaszként említi.

[244] Vigh, 2008, 6.
[245] Hill – Power, 2001, 191–192.
[246] Részletes összefoglalást közölnek: Cumming – Gill – Walz, 2010.
[247] A magyar gazdasági irodalomban az egyik első átfogó ismertetést adja: Futó, 2002.

Az átvilágítás során a céltársaság tevékenységi körén belül több szempontból elemzik a kockázatokat, amelyen belül megkülönböztethetjük (1) a jogi átvilágítást, amely során tárják fel a társaság egyes szerződéses viszonyait, a jogi struktúrákat és kötelezettség-vállalásokat[248] (2) az adóügyi átvilágítást és (3) az egyre gyakrabban alkalmazott környezetvédelmi átvilágítást.[249] A jogi átvilágítás egyes részleteivel foglalkozik a Halász – Kecskés szerzőpáros a társaságok tőzsdei bevezetésével összefüggésben, de az ő értelmezésükben a jogi átvilágítás a kibocsátási tájékoztatóban közzétett információknak való megfelelést jelenti, vagyis jóval szűkebb körre terjed ki, mint a kockázati tőkebefektetések során alkalmazott átvilágítás.[250]

Az átvilágítás történhet olyan formában is, hogy a céltársaság ún. feltáró nyilatkozatot tesz. Az angolszász gyakorlatot átvéve a feltáró nyilatkozat két fő részből áll, általános és speciális nyilatkozatból. Az általános rész tartalmazza a nyilvános forrásból (pl. cégjegyzék, ingatlan-nyilvántartás) származó információkat, a speciális rész kifejezetten ismerteti azokat a tényeket, amelyek a feltárás hiányában a jog- és/vagy kellékszavatosság megsértését eredményezhetnék. A titokvédelem szempontjából a speciális nyilatkozat tartalmazhat üzleti titkokat, ezért a fent ismertetett bizalmatlanságra hivatkozva a céltársaság a tárgyalási folyamat egy meghatározott szakaszáig visszatarthatja az erre vonatkozó dokumentumok kiadását.

Az átvilágítás kapcsán felmerülő titkok körébe tartoznak többek között a munkavállalók személyes anyagai is, amelyek személyes adatokat tartalmaznak, és a hozzájáruló nyilatkozatok beszerzése nehézségbe ütközhet.

A legjelentősebb probléma azonban az lehet, ha a céltársaság üzleti szerződései tartalmaznak a céltársasággal szerződött félre vonatkozó üzleti titkokat, esetleg maga a szerződés külön kikötésben (*confidentiality clause*) minősíti üzleti titoknak a szerződés tartalmát. Ilyenkor az átvilágításban történő adatátadással a céltársaság szerződésszegést követhet el. Ugyanakkor a szerződéseknek az átvilágítási eljárásból való kivétele a befektetőt megtévesztheti, vagy az átadás megtagadása a tárgyalások megszakadását vonhatja maga után.

Az átvilágítási folyamat kapcsán felmerülő fogalom az **adatszoba**. Az adatszoba fogalmát jogforrásokban nem találjuk meg, a joggyakorlat alapján adatszobának tekinthetjük a társaságok részéről az üzleti partner(ek) számára rendelkezésre bocsátott mindazon dokumentumok összességét,

[248] A korlátolt felelősségű társaságokkal összefüggésben a jogi kockázatok feltárásának módszereit és eredményét részletesen elemzi: Lőrinczi, 2012.

[249] A pénzügyi szervezetek és befektetési alapok átvilágítással összefüggésben részletesen ír: Vancas, 2010., illetve az angolszász átvilágítási gyakorlat egyes kérdéseit részleteiben ismerteti: Bomer, 2003.

[250] Halász – Kecskés, 2012, 66.

amelyek a társaság átvilágítása vagy értékelése szempontjából jelentőséggel bírnak. Az adatszoba lehet dokumentumok rendszerezett gyűjteménye, de lehet ún. virtuális adatszoba is, amely a társaság által rendelkezésre bocsátott dokumentumokat kizárólag elektronikus formában tartalmazza.

A fentiek figyelembevételével a következőkben a befektetést előkészítő tárgyalások során kiemelkedő jelentőséggel bíró titokvédelmi kérdésekkel foglalkozunk. A titkok védelmének egyes szabályait a Polgári Törvénykönyvben (továbbiakban Ptk), illetve az üzleti titkok tekintetében részletesen a tisztességtelen piaci magatartásról és a versenykorlátozás tilalmáról szóló 1996. évi LVII. törvény (továbbiakban: versenytörvény) tartalmazza. A magyar jogi szakirodalomban a társaságok titkaival részletesen foglalkozik Kisfaludi András,[251] akinek megközelítését a Lukács–Sándor–Szűcs szerzőtársak átveszik a titkossági megállapodásokról szóló írásukban.[252] Az üzleti titkok jövőbeli szabályozásának kérdését és a know-how-hoz való viszonyát vizsgálja Bobrovszky Jenő, aki az új Ptk-hoz fűzött megjegyzései során számos ellentmondást tár fel a nemzetközi egyezményekkel összefüggésben.[253]

Az üzleti titok a Ptk. 2:47. § (1) bekezdés[254] értelmében 3 fő jellemzővel rendelkezik: (1) a társaság gazdasági tevékenységéhez kapcsolódik, (2) méltányolható érdek fűződik a titokban maradásához, és (3) nem áll fenn felróhatóság a jogosulti oldalon. A Kbftv. 197. § (1) bekezdése értelmében a befektetési alapkezelő, a befektetési alapkezelőben tagi részesedéssel rendelkező, tagi részesedést szerezni kívánó, vezető állású, és alkalmazottként foglalkoztatott személy vagy bármely más személy, aki valamilyen módon birtokába jutott, az üzleti titkot időbeli korlátozás nélkül köteles megőrizni.

Az Egyesült Államok 46[255] szövetségi államában elfogadott *Uniform Trade Secret Act* (UTSA) alapján az üzleti titok[256] „olyan információ, amely lehet formula, terv, összeállítás, program, adathordozó, eljárás, tech-

[251] Kisfaludi, 2001.

[252] Lukács – Sándor – Szűcs, 2003, 421–433.

[253] Bobrovszky, 2006.

[254] Üzleti titok a gazdasági tevékenységhez kapcsolódó minden nem közismert vagy az érintett gazdasági tevékenységet végző személyek számára nem könnyen hozzáférhető olyan tény, tájékoztatás, egyéb adat és az azokból készült összeállítás, amelynek illetéktelenek által történő megszerzése, hasznosítása, másokkal való közlése vagy nyilvánosságra hozatala a jogosult jogos pénzügyi, gazdasági vagy piaci érdekét sértené vagy veszélyeztetné, feltéve, hogy a titok megőrzésével kapcsolatban a vele jogszerűen rendelkező jogosultat felróhatóság nem terheli.

[255] 2012. március 26-án hivatalos adat.

[256] „*Information that derives independent economic value, actual or potential, from not being generally well known to, and not being readily ascertainable by proper means by, other persons who can obtain economic value from its disclosure or use and which is the subject of efforts that are reasonable under the circumstances to maintain its secrecy*”.

nika vagy eljárási módozat, amely önálló gazdasági értékkel bír, aktuális vagy potenciálisan nem tekinthető általánosan ismertnek, nem azonnal elérhető, mások gazdasági hasznot hajthatnak annak nyilvánosságra hozatalából, és tárgya olyan törekvésnek, mely meghatározott körülmények közötti titokban maradásához kapcsolódik". Christopher Rebel J. Pace a szövetségi törvényhozás számára kidolgozott jogszabály-javaslatában a definíció mellé javaslatot tett annak kiegészítésére.[257] Véleménye szerint a joggyakorlat alapján indokolt lenne az üzleti titok fogalmának korlátozása az üzleti életben alkalmazott, potenciálisan alkalmazható vagy alkalmazásra tervezett titkok körére való szűkítésre.[258]

A kockázati tőkebefektetések tárgyalási és szerződési folyamata során mind az üzleti terv, mint védelem alá helyezhető dokumentum kapcsán, mind a cégátvilágítás során ismertté váló üzleti titkokkal összefüggésben sor kerülhet titokvédelmi megállapodások kötésére. Mindkettővel összefüggésben elmondható, hogy a szellemi tulajdonvédelem alá nem eső kérdések körét vizsgálja az üzleti titokvédelem, amelyről Bobrovszky is megállapítja, hogy egyes vélemények szerint tágabb, a szellemi tulajdonon túlterjedő kategória, a know-how mellett felölelhet más információkat is (például amelyek a jogosult gazdasági pozícióját érintik, az alkalmazottak személyzeti anyagai, az összes kimenő és bejövő e-mail), míg más álláspontok szerint az ilyen, nem forgalomképes, kereskedelmi csereértékkel nem bíró, bár üzleti vonatkozású információknak a magántitok tágabb köréhez kell tartozniuk.[259]

Török Tamás a gazdasági társaságok üzleti titkaival és adataival kapcsolatban rögzíti, hogy a gazdasági társasággal szerződéses jogviszonyban álló, kivételes helyzetű hitelezők (ide sorolva a kockázati tőketársaságokat) az egyedi szerződéseikben többlet tájékoztatási jogosultságot kötnek ki, akár a társasági jog alapján a tagot megillető tájékoztatási jognál szélesebb terjedelemben is.[260] Bár a kockázati tőkebefektetőket nem tekinthetjük hitelezőnek, hiszen a társaság saját tőkéjét szerzik meg, ettől még a fenti állítás az információs igény tekintetében igaz.

Az üzleti titkok védelmének elsődleges jogi eszközei az ún. **titokvédelmi megállapodások**, az angolszász szerződési gyakorlatban a *confidentiality agreement* néven ismert megállapodás.

---

[257] Pace, 1995.

[258] A javasolt kiegészítés: Uo. 457.: „is used, capable of being used or intended to be used in commerce".

[259] Bobrovszky, 2006, 1385.

[260] Török, 2005, 3.

A titoktartási nyilatkozatok vagy titokvédelmi megállapítások az angolszász[261] és a hivatkozott magyar irodalom feldolgozása alapján, valamint a szerző empirikus kutatásai alapján a következő lényeges elemeket tartalmazzák:

(1) a titokvédelemre kötelezettek köre: általában kiterjed nem csak az adatszoba használójára, hanem a feltárt adatokat és információkat potenciálisan megismerő minden alkalmazottra, megbízottra és szakértőre
(2) a védelem tárgya: minden információ, adat, dokumentum és gazdasági szempontból értékkel rendelkező összefüggés, amely a kötelezett birtokába jut
(3) kötelezettségvállaló nyilatkozat: amelyben a kötelezett nyilatkozik arról, hogy a birtokába jutott és védett üzleti titkokat kizárólag a felek által meghatározott körben használja fel, csak a jogosult hozzájárulásával hozza azt harmadik felek tudomására, illetve azonos tartalmú titoktartási nyilatkozatot irat alá minden alkalmazottjával, megbízottjával és szakértőjével, akik a védett adatokkal kapcsolatba kerülnek.

Az üzleti titok jogtalan felhasználásának polgári jogi, versenyjogi és büntetőjogi **jogkövetkezményei** is lehetnek. A polgári jognak a személyiségi jogok sérelmének esetén alkalmazható jogkövetkezményei az üzleti titkok megsértésére is vonatkoznak, így az üzleti titok jogosultja kérheti a bíróságtól a jogsértés tényének megállapítását, a jogsértő magatartástól való eltiltást, elégtétel adását és kártérítést. A titoksérelem körében az eredeti állapot helyreállítása, mint jogkövetkezmény alkalmazása praktikusan kizárható.

A versenyjogi szabályok szerint a tisztességtelen piaci magatartás, köztük az üzleti titok megsértésével összefüggő jogviták elbírálása a bíróság jogkörébe tartozik, ahol a polgári jog szankciókon kívül kérhető a keresetben adatszolgáltatás a jogsértéssel érintett áruk előállításában, forgalmazásában résztvevőkről, valamint az ilyen áruk terjesztésére kialakított üzleti kapcsolatokról. A versenyjogi sajátos, a polgári jogi jogkövetkezményeken túlmutató szankciókat a törvény 86. § (3) bekezdése tartalmazza.[262]

---

[261] Hasonló összefoglalást közöl Hill – Power, 2001, 197., Cumming – Johan, 2009, 285–289.

[262] Vtv. 86. §. (3) A 4. vagy a 6. § rendelkezéseinek megsértése miatt indított perekben az érdekelt fél a (2) bekezdésben foglaltakon túl a keresetben a) követelheti a jogsértéssel elért gazdagodás visszatérítését, b) követelheti a kizárólag vagy elsősorban a jogsértésre használt eszközök és anyagok, valamint a jogsértéssel érintett áruk lefoglalását, meghatározott személyeknek történő átadását, kereskedelmi forgalomból való visszahívását, onnan való végleges kivonását, illetve megsemmisítését, c) követelheti továbbá a határozatnak a jogsértő költségére történő nyilvánosságra hozatalát. Nyilvánosságra hozatalon kell érteni különösen az országos napilapban, illetve az Internet útján történő közzétételt.

Az üzleti titkok büntetőjogi védelmének forrása a Btk. 300. §-a, amely a bank- és értékpapírtitkok mellett az üzleti titok védelmét is tartalmazza.[263] A tényállásnak része a korábban ismertetett magánjogi titkokhoz képest, hogy az üzleti titoksérelemmel összefüggésben jogtalan előnynek vagy vagyoni hátránynak kell keletkeznie a büntethetőség megállapításához.

IV.3.2. A befektetési szerződés jogi jellege

Az angolszász kockázati tőkebefektetési szerződési gyakorlat számos kisebb megállapodás összességeként tartja számon a felek jogait és kötelezettségeit. Jil Onimus például a következő dokumentumokat tekinti „befektetési szerződésnek" (*venture capital investment contract*): (1) befektetési szándéknyilatkozat – *letter of intent,* (2) a társaság módosított és egységes szerkezetbe foglalt létesítő okirata, (3) részvény vagy részesedés megszerzésére irányuló megállapodás, (4) a befektető jogairól szóló megállapodás, (5) a részesedések futamidő közbeni értékesítéséről szóló megállapodás, (6) a vezető tisztségviselők jogai és kötelezettségeiről szóló megállapodás, (7) szavazati jogokra vonatkozó megállapodás.[264]

A kontinentális gyakorlat alapján a vizsgálat alá eső szerződési típus az, amellyel a kockázati tőkebefektető joghatás kiváltására irányuló nyilatkozattal, vagy a felek által kötött szerződéssel részesedést szerez a céltársaságban, és amely szerződés (vagy szerződések) tartalmazzák a felek közötti jogviszony lényeges tartalmát. A magyar joggyakorlatban ez megvalósulhat egy vagy több szerződéssel attól függően, hogy a felek új társaságot hoznak létre, vagy a korábban létrehozott társaság létesítő okiratát módosítják.

A befektetési szerződést mint polgári jogi szerződési típust Papp Tekla az „ál-atipikus" szerződések közé sorolja, amelyekben a felek gazdasági szándéka a legkülönbözőbb szerződésekkel érhető el, és amely érdekek egyes nevesített szerződések formájában jelennek meg.[265] Egyetértően hivatkozik Harsányi Gyöngyi 1997-es tanulmányára, amelyben a befektetési szerződéseket két csoportra osztja a szerző: a személyesen megvalósított

[263] 300. § Gazdasági titok megsértése: (1) Az a bank-, értékpapír-, pénztár-, biztosítási vagy foglalkoztatói nyugdíjtitok megtartására köteles személy, aki bank-, értékpapír-, pénztár-, biztosítási vagy foglalkoztatói nyugdíjtitoknak minősülő adatot jogtalan előnyszerzés végett, vagy másnak vagyoni hátrányt okozva illetéktelen személy részére hozzáférhetővé tesz, úgyszintén aki jogtalan előnyszerzés végett, vagy másnak vagyoni hátrányt okozva üzleti titkot jogosulatlanul megszerez, felhasznál, mással közöl vagy nyilvánosságra hoz, bűntettet követ el, és három évig terjedő szabadságvesztéssel büntetendő.

[264] Onimus, 2011, 14–15.

[265] Papp, 2011, 26–27.

befektetésekre, és a közvetítő útján létrejövő szerződésekre.[266] A kockázati tőkebefektetések körében mindkettőre találunk példát: az informális befektetők a magánvagyonukat közvetlenül fordítják más társaságokban való tulajdonszerzésre, míg a kockázati tőkealap-jegy tulajdonosok a közvetett befektetési formát valósítják meg.

Harsányi Gyöngyi 2012-es doktori értekezésében megkülönbözteti a befektetési célú szerződést a befektetési szerződéstől. Az előbbit úgy határozza meg, mint olyan ügylet, amelynek célja jelenbeni megtakarítás felhasználása jövőbeni hozam, jövedelem, profit elérése.[267] A befektetési célú szerződés ezen tág értelmezési körébe a kockázati tőkebefektetési ügylet is jól illeszthető, noha szükséges leszögezni, hogy az idézett dolgozat a befektetési szerződések körében tárgyalt ügylet-típusai már kívül esnek a kockázati tőke típusú finanszírozás értelmezési körén.[268]

A szerződés(ek) jellege függ a finanszírozók, vagyis a befektetői oldalon megjelenő alanyok számától is, valamint attól, hogy a tőkeemeléssel, illetve tőkerész megszerzésével párhuzamosan hitel- vagy pénzkölcsön nyújtására is sor kerül-e. A többalanyú szerződési formák esetében a befektetői oldalon szindikátusi szerződés kötésére is sor kerül, amelynek felei lehetnek mind kockázati tőkebefektetők, mind hitelintézetek vagy más forrásnyújtó szervezetek is, akik egymásra tekintettel, harmonizált szerződési feltételekkel nyújtanak finanszírozást a céltársaság számára.

Lényeges terminológiai különbség állapítható meg az angolszász gyakorlaton alapuló **szindikátusi szerződések**, és a kontinentális gyakorlat között. Az angolszász jogi alapokon álló kockázati tőkebefektetésekhez kapcsolódóan „szindikátusi szerződés" elnevezésű dokumentum kizárólag azokban az esetekben fordul elő, amikor a befektetői oldalon több fél szerepel. Ezzel szemben, minthogy a kockázati tőkebefektetés mint jogügylet nem önálló szerződési típus, a kontinentális jogi hagyományú országokban, így Magyarországon is jellemzően szindikátusi szerződés megnevezéssel foglalják írásba a felek azt a szerződést, amely a befektető és a céltársaság között megkötésre kerül, függetlenül a különböző oldalon álló alanyok számától. Így a szindikátusi szerződés mindkét értelmezését vizsgálnunk kell.

Az angolszász jogi és gazdasági irodalomban a kockázati tőkebefektetések során létrejött szindikátusi szerződéssel kapcsolatban Josh Lerner publikálta az első összefoglaló munkát, amelyben megállapítja, hogy ezen

[266] Harsányi, 1997, 3–6. Harsányi Györgyi tanulmánya a kockázati tőkebefektetési ügyletekhez mindazonáltal csak távolabbról kapcsolódik, hiszen 1997-ben ilyen jogügyletet gyakorlatilag sem a gazdasági, sem a jogi irodalomban nem azonosítottak.
[267] Harsányi, 2012, 252.
[268] Uo. 253.

szindikátusok azért jönnek létre, hogy csökkentsék az üzleti kockázatot, illetve az információs aszimmetria hatásait küszöböljék ki.[269] Brander és szerzőtársai két okát nevezik meg a kockázati tőke szindikátus formájában való kihelyezésének: egyrészt ha több befektető egyszerre győződik meg egy ügylet befektetésre érdemes voltáról, az csökkenti az üzlet kockázatait, másrészt a befektetőtárs szakmai kompetenciája hozzáadott értéket teremt a vállalkozás számára.[270] A szerzőtársak utalnak arra, hogy a szindikált finanszírozás az általuk vizsgált kanadai piacon a kockázati tőkeügyletek 60%-át jellemezte. Wright és Locket felmérése szerint az európai piacon 2001-ben a befektetések 30%-át befektetői szindikátus valósította meg, vagyis ez a finanszírozási forma a kockázati tőkebefektetések jelentős részét érinti.[271]

Casamatta és Haritshabalet tanulmánya szintén azt támasztja alá, hogy befektetői szindikátus gyakran alakul nem csak az első befektetési időszakban, hanem a későbbi szakaszok folyamán is.[272]

A szindikátusban résztvevő felek közötti szerződéses viszonyt vizsgálva Mike Wright és Andy Lockett megállapították, hogy a szerződési feltételek egyértelműen azonosíthatóvá tesznek egy vezető partnert, akinek a szindikátuson belül többlet-jogosítványai vannak, amelyhez általában a céltársaságban megszerzett többségi részesedés is kapcsolódik. A szindikátusi szerződés tartalmát tekintve abban dominálnak a felek jogainak és kötelezettségeinek részletszabályai, és kevésbé részletezett elemként jelennek meg a szindikátus tagjaitól tanúsítandó magatartások, illetve szankciók leírásai. A szerződések vizsgálata során az egyik legfontosabb megállapításuk volt, hogy a szerződésszegő magatartáshoz elsősorban nem jogi szankciókat rendelnek, hanem erkölcsi jellegűeket, amelyek a kockázati tőkebefektetők piaci reputációját érintik.[273]

A fenti kutatást kiegészítve 933, az Egyesült Államokban kötött szindikátusi szerződés elemzésével Wang és Wang arra a megállapításra jutottak, hogy a befektetői szindikátus nem csak az abban résztvevő tagok számára előnyös, hanem a céltársaság számára is kedvezőbb tárgyalási pozíciót eredményez a befektetői oldalon megjelenő verseny következtében.[274]

A szindikátusi szerződés a magyar jogtudomány érdeklődési körébe az 1970-es évektől került, amikor – Kolben György szerint – a magyar külkereskedelmi társaságok a külföldi kereskedelmi partnerekkel igyekeztek

[269] Lerner, 1994(a), 16–18.
[270] Brander – Amit – Antweiler, 2002, 424–425.
[271] Wright – Locket, 2003, 2074.
[272] Casamatta – Haritchabalet, 2007, 369.
[273] Wright – Locket, 2003, 2073–2075.
[274] Wang – Wang, 2009, 22.

előzetesen megállapodni abban, hogy milyen célra és milyen módon, illetve milyen belső működési feltételekkel kívánnak közös vállalatot létrehozni.[275]

A szindikátusi szerződést – rendszertani elhelyezése kapcsán – a magyar jogirodalom az atipikus szerződések között tartja számon, amely a társasági joggal szorosabb kapcsolatot mutat, mint a klasszikus polgári jogi szerződésekkel.[276] Szűcs Brigitta azt a véleményét is kifejti, hogy nincs helye a szindikátusi szerződés önálló szerződésként való szabályozásának, minthogy a szerződési tartalom annyira sokféle lehet, hogy azt tipizálni nem lehetséges.[277]

A szindikátusi szerződés meghatározása a szakirodalomban nem egységes, így ehelyütt csak a lényeges tulajdonságok ismertetésére szorítkozunk. Ezen szerződés alatt értjük azt a megállapodást, amelyben a gazdasági társaság tagjai a társaságon belül egymással szembeni kapcsolatukat, együttműködésüket és elvárásaikat szabályozzák.[278] A bírói gyakorlat alapján a szindikátusi szerződés olyan atipikus szerződés, amely a szerződő felekre érvényes kötelmi jogi kötelezettségvállalást keletkeztet, és amelyet olyan tartalommal kell teljesíteni, ahogy azt a felek választották.[279]

A szindikátusi szerződések, amelyek érvényességét a társasági jog kógens szabályai nem ismerik el, de a polgári jogi szerződések szabályainak megfelelően jön létre, a gyakorlatban vetnek fel kérdéseket.

A jogirodalomban és a kapcsolódó joggyakorlatban két lényeges kérdés fogalmazható meg: (1) el lehet-e térni a szindikátusi szerződésben a társasági szerződés rendelkezéseitől? (2) ha a társaság tagja nem tartja be a szindikátusi szerződésben rögzített megállapodást, akkor kikényszeríthető-e az a társaság működése során, illetve szankcionálható-e az ilyen magatartás?

ad (1) Ujlaki László ismerteti a Magyar Kereskedelmi és Iparkamara mellett működő választottbíróság egyik döntését, amelyben a Választottbíróság azt állapította meg, hogy a szindikátusi szerződés adott esetben a társasági szerződés részét képezi, és így arra a Gt. szabályai vonatkoznak, de mint szerződés nem lehet ellentétes a Gt. kógens előírásaival.[280]

A joggyakorlat már korábban is felhívta a figyelmet arra, hogy a társaság működésével kapcsolatban a nyilvánosság teljes kizárása mellett létrejövő, gyakran üzleti titoknak minősített szindikátusi szerződési gyakorlat sértheti a hitelezői érdekeket.[281]

---

[275] Kolben, 1996, 13.
[276] Uo. 15.; Lukács – Sándor – Szűcs, 2003, 19., Balásházy, 1993, 16.
[277] Lukács – Sándor – Szűcs, 2003, 22.
[278] Papp, 2011, 33.
[279] BDT, 2007, 1671.
[280] Ujlaki, 1997, 24.
[281] Pl. Romsics, 2009.

ad (2) A Győri Ítélőtábla 2007-es ítéletében azt állapította meg, hogy a Gt. eltérést engedő, diszpozitív szabályaitól a szindikátusi szerződésben is el lehet térni, viszont a Gt. kógens szabályaiba ütköző szerződési rendelkezés jogszabályba ütköző, és ezért semmis.

A szindikátusi szerződés, mint polgári jogi ügylet önállóságából fakad, hogy a szindikátusi szerződés a szerződő felekre érvényes kötelmi jogi kötelezettségvállalást tartalmaz, melyet olyan tartalommal kell teljesíteni, ahogy azt a felek szabályozták. A kötelezettségvállalás megszegésének pedig ugyanaz a következménye, mint más polgári jogi szerződés megszegésének: eltérő kötelmi kikötés hiányában a kártérítés a szankció.[282]

A kockázati tőkebefektetésekhez kapcsolódóan kötött szindikátusi szerződés a Kolben-féle csoportosításnak megfelelően kapcsolódhat mind új társaság létrehozatalához (*seed* vagy *start-up* finanszírozás esetén), mind egy, már működő társaság átalakulásához (szűk értelemben vett kockázati tőkefinanszírozásnál az expanzió finanszírozása).[283] Ez a szerződési forma jól illeszkedik a kockázati tőkebefektetések körébe abból a szempontból is, hogy egyik ügyletnek sincsen tételes jogi háttere, jogszabályban rögzített feltételrendszere, így a sokféle tartalommal kötött megállapodások mindegyikéhez alkalmazható.

IV.3.3. A szerződés alanyai és lényeges tartalma

A befektetési szerződés során a befektető, vagyis a kockázati tőkealap-kezelő, mint a kockázati tőkealap nevében és javára szerződést kötő fél, valamint a céltársaság cégjegyzésre jogosult tagja(i) kötik a szerződést. A kockázati tőkealap-kezelőt a korábbiakban említetteknek megfelelően kötik az alapkezelési szabályzatban és a tőkepiaci törvényben meghatározott befektetési korlátok, a céltársaság vezető tisztségviselője pedig, minthogy jellemzően az alaptőke felemelésével járó ügyletről van szó, a társaság legfőbb szervének hozzájárulása esetén kötheti meg az ügyletet.

A szó angolszász értelmében vett szindikált finanszírozás esetén a befektetői oldalon egymásra tekintettel több fél is jelen van, a szerződések azonban kétoldalú megállapodások formájában jönnek létre. A felek közötti jogviszonyt szabályozza egyrészt a szindikátusi szerződés, másrészt a céltársaság módosított létesítő okirata, a korábban tárgyaltaknak megfelelően.

Hirsch vizsgálta a német kockázati tőkepiac szereplőinek szerződési gyakorlatát, amely során a befektetőként megjelenő szerződő feleket három csoportra osztotta: (1) banki hátterű kockázati tőkealapok, (2) állami tőke-

[282] Győri Ítélőtábla Pf.II.20.010/2007/4.szám.
[283] Kolben, 1996, 25–26.; Papp, 2011, 35–37.

alapok és (3) magántőkéből működő alapok. Arra a következtetésre jutott, hogy minél innovatívabb egy induló vállalkozás, annál nagyobb a valószínűsége annak, hogy magántőkés finanszírozót talál.[284]

A felek jogai és kötelezettségei a befektetési szerződés vizsgálatakor a befektető által szerzett tőke jellege, és a kapcsolódó jogosítványokon keresztül térképezhetők fel leginkább. A magyar jogi irodalom a társaságban külső tőkével rendelkező szereplők szempontjából foglalkozik a megállapodások jellegével, de a kifejezetten tőkebefektetésekhez kapcsolódó hatalmi kérdések részletes elemzése még várat magára. Úttörőnek tekinthető a kérdésben Kisfaludi András tanulmánya a gazdasági társaságoknál megfigyelhető hatalomgyakorlásról.[285] Megállapítja, hogy a társasági jogi előírások a hitelezővédelem területén szűk körben teszik lehetővé a társaság ügyeibe való beleszólást, így megoldásként felmerül, hogy a hitelező feltérképezi a társaság döntéseinek születési helyét, és szerződéses viszonyrendszeren belül ezekben a testületekben szerez befolyást magának illetve bizalmi embereinek.[286]

Kaplan és Strömberg tanulmánya 213 szerződéses jogviszony elemzésén keresztül vizsgálta a kockázati tőkebefektetési szerződések sajátos tulajdonságait az Egyesült Államokban.[287] Eredményeiket részben alátámasztotta Cumming és Johan későbbi tanulmánya, amely már nemzetközi összehasonlításban vizsgálja az egyes szerződéses feltételeket, és bizonyos korrekciókat is tartalmaz az alkalmazott szerződési biztosítékok tekintetében.[288] Előbbi szerzőtársak azt állapították meg az egyes szerződési feltételek összefüggései kapcsán, hogy a befektető által megszerzett tulajdoni forma és a vállalatirányítási jogkörök között szoros összefüggés mutatható ki, amennyiben minél több fordulóban szerez részesedést a befektető a vállalkozásba, annál diverzifikáltabb az irányítási rendszer.[289]

Alapvető különbséget kell tennünk azon esetek között, amikor a befektetés formája egy meghatározott értékű és formájú üzletrész megszerzése egy, már létező társaságban, illetve amikor a befektetési szerződést kötő felek új társaság alapítása révén valósítják meg az üzleti célt. A kockázati tőkebefektetési ügylet magyar jogi vonatkozásainak lehetséges jogi formáit a 15. sz. ábra foglalja össze.

[284] Hirsch, 2006(b), 2–3.
[285] Kisfaludi, 1999.
[286] Uo.163.
[287] Kaplan – Strömberg, 2003.
[288] Cumming – Johan, 2009.
[289] Kaplan – Strömberg, 2003, 283.

15. ábra: A befektetési szerződéssel módosuló társasági működés lehetséges formái

	Új kft. alapítás	Kft. tőkeemelés	Kft. tőkeemelés kölcsönszerződéssel	Új Zrt. alapítása	Kft. átalakulása Zrt.-vé
Jogi dokumentum	Társasági szerződés	Társasági szerződés módosítása	Társasági szerződés módosítása	Alapszabály	Vagyonmérlegtervezet, Átalakulási terv
Kockázatok	Az induló vállalkozásoknál a „halál völgye”	A menedzsment és a befektető konfliktusa	Szerződési biztosítékok rendszere	Költségesebb, mint a kft. alapítása, a siker nem garantált	Költséges és hosszadalmas folyamat, a siker nem garantált
Költségek	Cégbejegyzési eljárás	Cégadatok módosítása	Cégadatok módosítása, biztosítéki szerződődések bejegyzése	Cégbejegyzési eljárás	Külső könyvvizsgálat, cégadatok módosítása, adók, illetékek
Befektetőt védő jogok	Opciós jogok	Opciós jogok	A befektetőt a hitelezővédelmi szabályok is védik, ezen túl: vezető tisztségviselő jelölése, visszahívása, felügyelőbizottság, könyvvizsgáló jelölése	Elsőbbségi jogok: a vezető tisztségviselők jelölése, visszahívása, visszaváltható részvények, opciós részvények	Elsőbbségi és opciós észvények
Kiszállás tervezése	MBO, MBI, LBO	MBO, MBI, LBO	MBO, szakmai befektetőknek való értékesítés	IPO, szakmai befektetőnek történő értékesítés	IPO, szakmai befektetőnek történő értékesítés

A kockázati tőkebefektetéseken belül a *seed* és *start-up* finanszírozás, vagyis a magvető és induló vállalkozások tőkéhez juttatása a legnagyobb kockázatot jelentő, ugyanakkor a jogilag talán legegyszerűbbnek tekinthető ügyletek közé tartozik. A korábban ismertetetteknek megfelelően leginkább ebben a szegmensben figyelhető meg piaci rés, így ezen vállalkozások esetében jellemző a befektetői oldalon az állam megjelenése.

Új társaság alapítására nem csak akkor kerülhet sor, ha a céltársaság még nem létezik, hanem ha olyan társasági formában működik (egyéni vállalkozás, bt.), amelyben a befektetői érdekek védelmének eszközei nem alkalmazhatók, így a befektető javasolja a tulajdoni és irányítási jogok rendezését egy új társaságon belül. Az átalakuláshoz képest az új társaság alapítása a befektető számára azt az előnyt hordozza, hogy nem kell az átalakulás kapcsán jelentkező jogutódlásból eredő kockázatokat vállalnia, hiszen

így a korábbi vállalkozástól és annak kötelezettségeitől független társaság jöhet létre.

Az angolszász joggyakorlatban egyértelműen kimutatható az a szerződési struktúra, amelyben a kockázati tőkebefektetéssel érintett vállalkozások társasági formája a magyar részvénytársasági formának feleltethető meg leginkább. A befektető által megszerzett vagyon megjelölésére a leggyakoribb forma a (1) *convertible preferred stock*, vagyis átváltoztatható elsőbbségi részvény, (2) a *convertible zero-cupon dept*, vagyis az átváltoztatható elemi kötvény, illetve (3) az elsőbbségi és törzsrészvények különböző sorozatai.[290] Ugyanakkor a fentieket annak fényében kell vizsgálnunk, hogy a részvénytársasági forma az angolszász jogban gyakran alkalmazott, míg az európai jogi gyökerű országokban, köztük különösen Magyarországon a részvénytársaság alapítása költségesebb és időigényesebb folyamat, mint egy korlátolt felelősségű társaság alapítása. Így új társaság alapításakor a részvénytársaság, azon belül is a zártkörűen alapított részvénytársaság csak a már kezdeti stádiumban különösen tőkeigényes befektetések esetében lehet alternatíva. A szakaszos finanszírozás esetében (*staged financing*), amikor a kezdeti finanszírozás elsősorban a termékfejlesztésre, piaci bevezetésre irányul, a befektető nem ragaszkodik feltétlenül már kezdetben a részvénytársasági formához. Ugyanakkor ezen forma mellett szóló érv, hogy sikeres befektetés esetén a kiszállás könnyen tervezhető akár a határozott idejű, legfeljebb 5 évre szóló visszaváltható részvények kibocsátásával, akár az első nyilvános részvénykibocsátás (IPO) útján.

A befektetés során a társaságnak juttatott tőke formája nem csak a jegyzett tőke emelésének formájában, hanem ahhoz kapcsolódóan ún. **ázsiós tőkeemelés** során is megvalósulhat. Ennek lényege, hogy a társaság jegyzett tőkéjének emelésével egyidejűleg a tőketartalékba kerül elhelyezésre a befektetés egy meghatározott része.

Ezt az ügyletet nem a Ptk., hanem a számviteli törvény szabályozza. A számviteli törvény szerinti tőketartalék az a vállalkozás számára véglegesen átadott pénzeszköz, amely tőkeemeléskor a jegyzett tőkén felül kerül átadásra.[291]

---

[290] Ld. részletesen: Kaplan – Strömberg, 2003. az Egyesült Államok gyakorlatának vonatkozásában Cumming – Johan, 2009. nemzetközi összehasonlításban.

[291] 36. § (1) A **tőketartalék növekedéseként kell kimutatni**: a) részvénytársaságnál a részvények kibocsátáskori, ideértve a tőkeemeléskori (jegyzési) ellenértéke és névértéke közötti különbözetet, b) az a) ponton kívüli egyéb vállalkozónál a tulajdonosok (a tagok) által az alapításkor, illetve a tőkeemeléskor tőketartalékként (a jegyzési érték és a névérték különbözeteként) véglegesen átadott eszközök, pénzeszközök értékét, c) a jegyzett tőke leszállítását a tőketartalékkal szemben, d) a szövetkezeti üzletrész-bevonás miatt képzett fel nem osztható vagyon összegét, e) a tőketartalékból lekötött tartalék visszavezetett összegét a lekötés feloldása alapján, f) a pénz-

A tőketartalék meglehetősen összetett tartalmú tőkeelem, amelyet véglegesen a vállalkozás rendelkezésére bocsátottak, és amelynek értéke a cégbíróságon nem kerül bejegyzésre. Itt kell elszámolni például a részvények kibocsátáskori ellenértéke (árfolyama) és névértéke közötti különbséget, az alapítók által tőketartalékként véglegesen a vállalat rendelkezésére bocsátott összegeket, a külföldi alapítók által valutában, illetve devizában befizetett ún. törzsdeviza (törzsvaluta) bekerüléskori, illetve felhasználáskori árfolyam-különbözetét és még sok egyéb tőkeelemet (pl. pályázati vagy állami támogatások). A tőketartalék felhasználása azonban jelentősen korlátozott, a törvényben nevesített jogcímeken kívül a tőketartalék nem csökkenthető.[292] A tőketartalék terhére nem fizethető például osztalék, az nem használható fel a vállalkozás működtetésére úgy, mintha bevétel lenne.

A kockázati tőkebefektetések során a befektető által rendelkezésre bocsátott tőke egy részét átadhatja tőketartalékként, amely egyfajta biztosítékot jelenthet: ha a jegyzett tőkeként átadott összeg felhasználása vagy a vállalkozás működése során az derülne ki, hogy az elvárt üzleti eredmények nem teljesülnek, a tőketartalék a jegyzett tőke csökkentésével egyidejűleg kivonható a társaságból, így a veszteség mérsékelhető.

A finanszírozási módok közül külön kell említeni azt a megoldást, amely során a céltársaság nem csak tőkefinanszírozást, hanem pénzkölcsönt is kap vagy a kockázati tőkealap vagyona terhére, vagy a szindikátusi szerződésben részes pénzintézeti féltől. A magyar gyakorlatban az állami háttérrel megvalósuló kockázati tőkebefektetések jelentős része ilyen finanszírozás keretében jutott tőkéhez és kölcsönhöz.[293] Az így létrejött szindikált finanszírozásban a kockázati tőkealap adott esetben a hitelezővédelmi szabályok által nyújtott garanciákat is ki tudja használni, nem csak a szerződésben rögzített kockázatcsökkentő eszközöket.

A tőkeemelés, mint befektetési mód természetesen nem csak a korlátolt felelősségű társaságnál, hanem a részvénytársaságnál is előfordulhat, de a kocká-

---

mozgással, illetve az eszközmozgással egyidejűleg a jogszabály alapján tőketartalékba helyezett pénzeszközöket, átvett eszközök értékét (2012. április 12.).

[292] 36.§ (2) **A tőketartalék csökkenéseként kell kimutatni:** a) a jegyzett tőke emelését a szabad tőketartalékból, b) a veszteség miatti negatív eredménytartalék ellentételezésére felhasznált összeget, c) a tőkekivonással megvalósított jegyzett tőke leszállításához kapcsolódó – a jegyzett tőke leszállításával arányos – tőketartalék-kivonás összegét, d) a tőketartalék lekötött tartalékba átvezetett összegét, e) a pénzmozgással, illetve az eszközmozgással egyidejűleg a jogszabály alapján tőketartalékkal szemben átadott pénzeszközök, eszközök értékét. (2012. április 12.)

[293] A Regionális Fejlesztési Holding tagjainak egyes szerződési gyakorlatának vizsgálata, a Magyar Fejlesztési Bank gyakorlata, valamint a szakirodalmi adatok alapján megállapítható, hogy a JEREMIE-alapok előtti állami kockázati tőkebefektetési gyakorlat ezen az elven működött. A megállapítás a cégjegyzéki adatokon és az MFB konszolidált beszámolóin, valamint az egyes regionális holdingok saját adatközlésein alapul.

zati tőkebefektetések célcsoportját jelentő induló, korai szakaszú kis- és középvállalkozások esetében ez a társasági forma nem jellemző.

A több szakaszban megvalósuló finanszírozás esetében viszont gyakran előfordul, hogy a korai szakaszba fektető kockázati tőkést egy másik társaság váltja fel a tulajdonosi körben (további tőkebevonás keretében), így a folytatólagos finanszírozás estében a részvénytársaságnál is előtérbe kerül a jegyzett tőke megemelése.

A befektetői szerződéssel a vállalkozásba kerülő új tulajdonos számára a részvénytársaság által biztosított részvényesi jogok és opciók fokozott védelmet jelenthetnek, valamint a kiszállási stratégia tervezésének is fontos eleme lehet ezen társasági formába való átalakulás, így gyakran a céltársaság átalakulása a befektetési szerződés megkötésének feltétele.

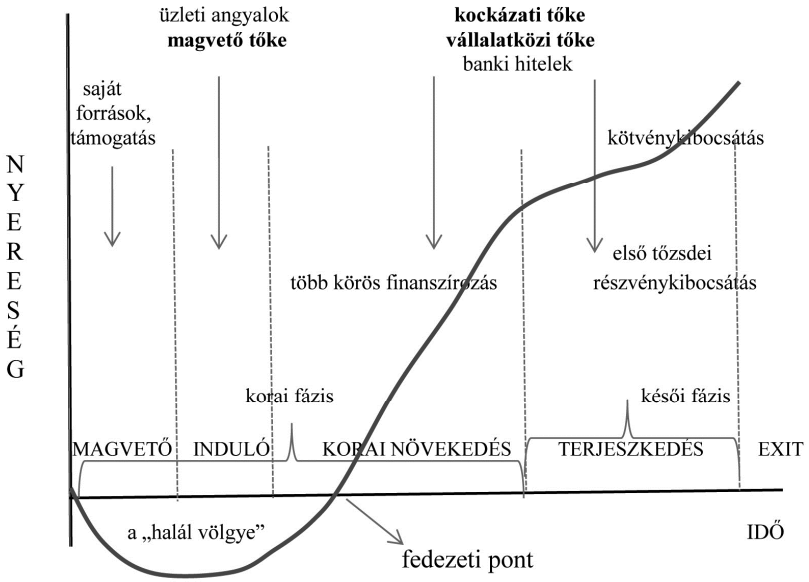
A társaságok átalakulására vonatkozóan a Ptk. 3:39. § (2) bekezdése azt mondja ki, hogy ha a törvény másként nem rendelkezik, az átalakulás során a jogi személy alapítására vonatkozó szabályokat is alkalmazni kell, vagyis az átalakulás bizonyos értelemben új társaság alapítását is jelenti, így a korábban ismertetett szabályok nem hagyhatók figyelmen kívül átalakulással létrejövő társaság esetén sem. Kisfaludi András szerint az átalakulás központi eleme, hogy a vagyonváltozást és ennek számviteli nyilvántartását hogyan lehet leképezni.[294] A kockázati tőkebefektetés során, illetve annak kezdetekor véghezvitt társasági átalakulás azonban nem csak a vagyonelemek nyilvántartási változásáról szól, hanem a megjelenő többlettőke és a hozzá kapcsolódó jogok változásáról is.

A vállalati életciklusok modelljében a kockázati tőkebefektetések a vállalat korai, vagy korai növekedési szakaszában válnak aktuálissá, amikor adott esetben egy vállalkozás a meglévő erőforrásait kimerítette, vagy a több szerző által is elemzett ún. „halál völgye" életszakaszban tart. A kiforratlan, kellő referenciával nem rendelkező, még nem bizonyított technológiákat alkalmazó induló vállalkozások számára így a kezdeti nehézségek, a pénzügyi értelemben vett megerősödés gyakran áthidalhatatlan szakadéknak bizonyul – angolszász közgazdasági szakkifejezéssel élve ez az ún. „halál völgye" (*valley of death*).

A vállalati életciklusokhoz kapcsolódó bevételi és nyereségadatokat a következő ábra szemlélteti.

[294] Kisfaludi, 2007, 665.

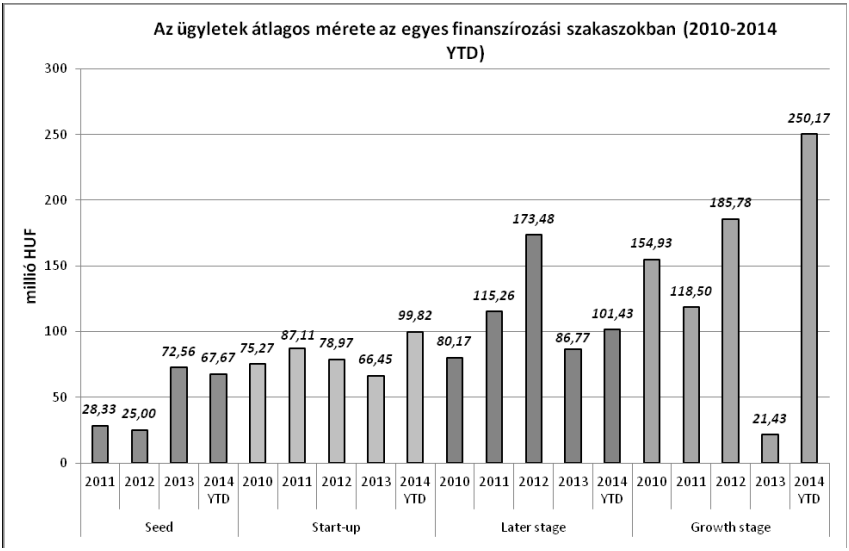
16. ábra: A vállalkozások finanszírozási módjai az egyes életszakaszokban



Forrás: Kosztopulosz – Makra, 2005 és Szerb 2006 alapján saját szerkesztés.

A finanszírozás és a kapcsolódó életszakasz viszonyát jól mutatja az MNB 2015-ös elemzése is, amely vizsgálta a JEREMIE-alapok működése során az egy társaságba befektetett tőke nagyságrendjét. Ahogy az az alábbi ábrán is látszik, a vállalati életciklus előrehaladásával a befeketett tőke nagysága is emelkedik.

17. ábra: A JEREMIE-alapok befektetési tőkenagysága 2010–2014 között



Forrás: MNB, 2015, 34.

Az egyes finanszírozási szakaszokra jellemző átlagos tranzakciós volumenek alapvetően jól érzékeltetik azt, hogy a magyar kockázati tőkebefektetések a nemzetközi trendeknek megfelelőek: minél későbbi a vállalati életciklus, annál magasabb a befektetési tranzakciók volumene. A magvető (*seed*) befektetési szegmens e tekintetben mutat némi szórást, mert 2011-hez, illetve 2012-höz képest 2013-ban és 2014 első félévében némileg megemelkedtek a tranzakciók átlagos értékei. A korai (*start-up*) szakasz esetében a tranzakciók átlagos volumene egy viszonylag jól behatárolható sávban, 66 millió és 100 millió Ft között, míg a növekedés (*later stage*) esetében ennél szélesebb tartományban, 80 és 173 millió Ft között – de az átlagok átlagát tekintve 100 millió Ft-ot meghaladóan – alakult. Jól látható, hogy a terjeszkedési (*growth stage*) szakaszra inkább a 150 millió Ft-ot meghaladó tranzakciók voltak a jellemzőek Magyarországon a JEREMIE-program keretében 2010 és 2014 között.

Az új társaság alapítása és az átalakulás közötti döntéshozatal során az alábbi ábra alapján azok a vállalkozások, amelyek a finanszírozási döntés meghozatalakor a halál völgye szakaszban vannak, azért döntenek inkább az átalakulás vagy tőkeemelés mellett, mert a jogelőd társaság megszűnése

esetén annak felszámolására kerülne sor, minthogy a meglévő forrásaik nem fedezik a kiadásaikat. Az érdemi választás az új társaság alapítása és az átalakulás között akkor merül fel, amikor a fedezeti pontot a céltársaság már átlépte, vagyis önállóan is nyereséges.

Az átalakulás során azért a zártkörű részvénytársaságot jelöltük meg mint társasági formát, mert a tulajdonosi jogok és irányítási-döntési jogkörök ezen társasági formán belül alakíthatók ki a kockázati tőkebefektetők érdekeinek leginkább megfelelő módon, valamint a kiszállás tervezése során is a részvénytársasági forma a preferált.

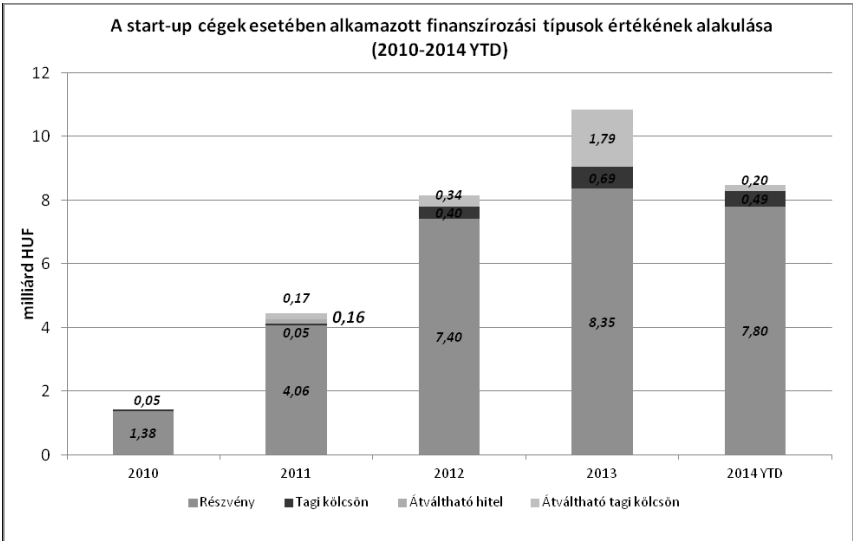
A korábban ismertetett Egyesült Államokban hatályos szabályozás, amely hivatott a kockázati tőkebefektetések azonosítására is, a kockázati tőketársaságok által megszerezhető pénzügyi eszközöket az alábbiakban nevesíti: (1) a társaság által rendelkezésre bocsátott tőke/tulajdoni hányad (*equity security*), amelyet a kockázati tőkebefektető közvetlenül szerez meg, (2) olyan tőkét megtestesítő értékpapír, amelyet a céltársaság egy másik, tőkét megtestesítő értékpapírért cserébe bocsátott ki, vagy (3) a céltársaság többségi tulajdonában lévő társaság, vagy a céltársaság jogelődje által kibocsátott értékpapír, amelyért cserébe az (1) és (2) pontban meghatározott tőkét/tulajdoni hányadot megtestesítő értékpapírt bocsát ki a társaság.[295]

Az angolszász irodalom a megszerezhető egyes tulajdoni formákat a fentiek figyelembevételével a következőkben nevesíti: átváltoztatható részvény (*convertible preferred stock*), átváltoztatható zéró-kupon kötvény, elsőbbségi részvények különböző fajtái, törzsrészvények. Ezen tulajdoni hányadok kontinentális jognak való megfeleltetése esetén a kockázati tőkebefektetések elsősorban a részvénytársaságoknál megvalósíthatóak, ugyanakkor a gyakorlat azt mutatja, hogy ez a társasági forma a célcsoportnak tekintett kis- és középvállalkozásoknál a legkevésbé gyakori. A magyar társasági formák tekintetében elmondható, hogy a vállalati kötvénykibocsátás egyrészt az értékpapírok elenyésző hányadát adja, másrészt kereskedési adataik is jóval elmaradnak a fejlett országok piacaitól.[296]

A korai életszakaszban lévő társaságok, mint kiemelt befektetési célcsoport esetében a befektetett tőke jogi formáját az alábbi ábra szemlélteti a JEREMIE-alapok vonatkozásában. A ezen vállalkozások finanszírozási struktúráját tekintve a korábban ismertetetteknek megfelelően alakul a magyar piac: az tőkeemelés dominanciája mellett kizárólag tagi kölcsön, illetve átváltható tagi kölcsön fordul elő, illetve egyetlen tranzakció esetébeen fordult elő a vizsgált időszak alatt átváltható kötvény.

[295] Code of Federal Regulations, 275.203(1)-1 c) 3. bekezdés (2012. április 18.-án hatályos szöveg).
[296] Ezt erősíti meg többek között: BÉT, 2004.

18. ábra: A finanszírozás formája a JEREMIE-alapoknál 2010–2014



Forrás: MNB, 2015, 35.

IV.3.5. Az egyes szerződési feltételekről

A szerződési feltételek rendszerével összefüggésben először arra a kérdésre kell keresnünk a választ, hogy a gazdasági társaságot, annak tagját, vezető tisztségviselőjét és hitelezőjét milyen viszony fűzi egymáshoz és a társasághoz, illetve ki képviseli a társaság érdekeit, ha egyáltalán képviselnie kell azokat valakinek. A gazdasági társaságok működésével és hatalmi struktúrájával kapcsolatban a fenti kérdésekre a jogtudomány és a jogelmélet egyaránt választ keres. A személyegyesítő, vagyonegyesítő funkciók megjelenése a társaságban, illetve a társasági érdekek és a tagság érdekeinek képviselete nem tekinthető lezárt kérdéseknek.[297]

Ezen cím tárgyalása során a gazdasági társaság egyes tagjait azonosítsuk úgy, mint az eredeti tulajdonost jelölő „vállalkozó" az angolszász *entrepreneur* megfelelőjeként, illetve a vele szerződő tagot úgy, mint „befektető" az angolszász *investor / venture capitalist* megfelelőjeként.

La Porta és szerzőtársai 1998-ban mintegy 24 indikátort azonosítottak a befektető-vállalkozó jogviszonyban, amelyek alapjaiban határozzák meg a befektetői szerződés jellegét, és elsősorban a befektetőt védő szerződési

[297] Ld. részletesen: Kisfaludi, 1999.

feltételeket.[298] A 49 vizsgált ország vonatkozó jogszabályainak vizsgálata során arra a következtetésre jutottak, hogy az angolszász hagyományú országokban a leghatékonyabb a befektetők és hitelezők védelme, a francia polgári és kereskedelmi jogi gyökerű országokban a leggyengébb, a német és skandináv jogi hagyományú országokban pedig közepesen erős a védelem. Ennek fényében nem meglepő, hogy a kockázati tőkebefektetések szempontjából leginkább kedvelt országok angolszász jogi gyökerekkel rendelkeznek, illetve a fentiekből levezethető az a jelenség is, hogy globálisan miért terjed el az angolszász szerződési minták alkalmazása a kockázati tőkebefektetői gyakorlatban.

Az alábbiakban La Porta és szerzőtársai egy későbbi tanulmányát alapul véve[299] és kiegészítve az újabb tudományos eredményekkel,[300] a befektetői szerződésben megjelenő, a befektetőt védő szerződési feltételeket az alábbiakban határozhatjuk meg:

(1) Több szakaszból álló befektetés. A befektetőt védő egyik legfontosabb szerződési kitétel, hogy a vállalkozó számára a szükséges tőkét nem egy összegben, hanem több szerződési fordulóban bocsátja rendelkezésre. Ez az ún. *staged financing*, amely a szakirodalomban úgy is megjelenik, mint a több finanszírozó által, több szakaszban biztosított tőke.

(2) Szavazati jogok mértéke és gyakorlásuk módja. Korlátolt felelősségű társaság esetében a Gt. megengedi, hogy a társasági üzletrészhez többletjogok kapcsolódjanak, így annak ellenére, hogy a kockázati tőkebefektető jellemzően kisebbségi tulajdont szerez a vállalkozásban, a legfőbb szerv döntéshozatali mechanizmusában jellemzően többségi szavazati arányt szerez a befektető. Amennyiben a szavazatok mértéke meghaladja a 75%-ot, sajátos szabályok lépnek életbe, amelyek ismertetésére a későbbiekben kerül sor.

(3) Szavazatelsőbbségi részvények jegyzése. Részvénytársaságban megvalósuló befektetés esetén, valamint az angolszász gyakorlatban alkalmazott szerződési feltétel.

(4) Visszaváltható részvények jegyzése. A részvénytársasági forma mellett szóló érv, hogy a befektetési szerződésben a kiszállás tervezésekor a hatályos magyar jogszabályok szerint vételi jog legfeljebb 5 évre köthető ki, addig a részvénytársaság esetében a visszaváltható részvényekben meghatározott érvényesítési határidő ennél hosszabb is lehet. Az empirikus kutatások alapján az általagos befek-

[298] La Porta et al., 1998.
[299] La Porta et al., 2000.
[300] Pl. Cumming – Schmidt – Walz, 2008.

tetési időtartam 3-7 év a kockázati tőkebefektetések körében, így a hosszabb jogérvényesítési határidő kitűzése indokolt lehet.

(5) Osztalékelsőbbségi részvények. Annak ellenére, hogy a kockázati tőkebefektető a profit maximalizálásában érdekelt, azt elsősorban nem a befektetés futamideje alatt, hanem a tulajdoni hányad értékesítésekor realizálja.

(6) Vétójogot biztosító részvények. A szakirodalom gyakran aranyrészvényként nevesíti azt a szavazatelsőbbségi részvénytípust, amely esetében a részvényesnek joga van megakadályozni egyes döntések meghozatalát, vagyis vétójoggal élhet a döntés ellen.

(7) Vezető tisztségviselők választásának és visszahívásának joga és gyakorlásának feltételei. Hellmann és Puri részletes elemzést publikáltak arról, hogy a kockázati tőkebefektetéssel érintett vállalkozásoknál gyakoribb a vezető tisztségviselők cseréje, illetve a vállalaton kívüli, idegen cégvezető felvétele, mint a befektetéssel nem érintett vállalkozásoknál.[301] A befektető érdekeinek védelme szempontjából döntő jelentőségű lehet ez a jog, hiszen a vállalkozó nem a közös elvárásoknak megfelelően irányítja a társaságot (vagy képességek hiányában, vagy az ellentétes érdekek miatt kialakuló erkölcsi kockázat következtében), a befektető számára az egyetlen beavatkozási lehetőség a vezetőcsere.

(8) Vezető tisztségviselők számának növelése saját delegáltakkal. Az angolszász gyakorlatban gyakran alkalmazott eszköz olyan esetekben, ahol a döntéseket testület hozza. A magyar gyakorlatban az igazgatóság létszámának növelését jelenti, illetve azon belül a befektető által javasolt vagy delegált igazgató kinevezésének jogát.

(9) Felügyelőbizottsági tagok és könyvvizsgáló kijelölésének és visszahívásának joga. A gazdasági társaságoknál a vezető tisztségviselők munkájának legfontosabb tulajdonosi kontroll-eszközei a felügyelőbizottság és a könyvvizsgáló, így ezek kiválasztása és visszahívása mintegy magától értetődő része a szerződési feltételeknek.

(10) Folyamatos monitoring. A befektető, mint a társaság tagja igényt tarthat arra, hogy a társaság könyveibe folyamatos betekintést nyerjen, illetve a szerződésben rögzítetteknek megfelelő gazdálkodást ellenőrizhesse. Ilyen értelemben a befektető a társasági jogban meghatározott kereteken túl is tájékoztatást kérhet a céltársaság gazdálkodását érintő adatokról, különös tekintettel arra, hogy a célként megfogalmazott gazdasági mutatók elmaradása esetén a szerződésben előzetesen rögzített jogkövetkezményeket ezen adatok fényében tudja alkalmazni.

[301] Hellmann – Puri, 2000.

A kockázati tőkebefektetésekhez kapcsolódó szerződési gyakorlatnak része az is, hogy a szerződés feleinek a társaság többi tagjával szembeni üzletrész vagy részvény-átruházási lehetőségeit korlátozzák. Az angolszász joggyakorlatban ez az ún. '*tag along'* (együttértékesítési jog), illetve '*drag along'* (együttértékesítési kötelezettség) klauzula, amelynek értelmében az előbbi esetben a befektető üzletrészét kötelező bevenni egy harmadik személytől kapott vételi ajánlatba, utóbbi esetében pedig a befektető arra kötelezheti a céltársasági partnert, hogy egy kedvező külső ajánlat esetén együttesen értékesítsék tulajdonrészüket. Ezen jogok gyakorlása a magyar jogszabályok szerint a vételi és eladási jogokon keresztül valósíthatók meg, ugyanakkor súlyos korlátot jelent a felek számára, hogy egyrészt a vételi jog csak 5 évre köthető ki, másrészt hogy a vételi jogra vonatkozó megállapodásban a vételárat előre rögzíteni kell, ami egy kockázati tőkebefektetési ügylet kapcsán nem valósítható meg. A Ptk. 3:219. § a részvényátruházás korlátozása címén rögzíti, hogy ha a részvénytársaság a részvény átruházását az alapszabályban korlátozza vagy az átruházást a társaság beleegyezéséhez köti, e korlátozások harmadik személyekkel szemben akkor hatályosak, ha a korlátozás és annak tartalma a részvényből, dematerializált részvény esetén az értékpapírszámla adataiból kitűnik. Ha a részvényre szerződéssel elővásárlási jogot, visszavásárlási jogot, eladási vagy vételi jogot kötöttek ki, az a részvénytársasággal, illetve harmadik személyekkel szemben akkor hatályos, ha az a részvényből, dematerializált részvény esetén az értékpapírszámla adataiból kitűnik. A törvény a visszaváltható részvények kibocsátása körében megállapítja, hogy az alapszabály az alaptőke húsz százalékát meg nem haladó mértékben rendelkezhet olyan részvény kibocsátásáról, amely alapján a részvényre vonatkozóan a részvénytársaságot vételi jog; a részvényest eladási jog; vagy a részvénytársaságot vételi jog és a részvényest eladási jog illetheti meg (Ptk. 3:239. § (1) bekezdés).

IV.3.6. A vételi jog megítélése a magyar jogban

Dogmatikai kérdésként merülhet fel, hogy ezen jog kikötése nem esik-e a biztosítéki célú vételi jog, illetve a fiduciárius biztosítékok kikötésének általános tilalma alá? Fiduciárius biztosítékok alatt értjük azon ügyleteket, amikor a jogviszony kötelezettjének vagyona az alapügylet biztosításának céljából nem végleges gazdagítás céljából a jogosult vagyonába kerül át. A bizalmi (fiduciárius) ügylet célja a hitelező fokozott védelme, a hitelezői érdek hatékony támogatása, minthogy ezen ügyletek mögött meghúzódó érdekek körébe tartozik az is, hogy a hitelbiztosíték tárgya a más hitelező

által indított végrehajtási eljárásban ne legyen lefoglalható, illetőleg az adós felszámolása esetén ne kerüljön a felszámolási vagyonba.[302]

Az *opció* – vagy *vételi jog kikötése* alapvetően az angolszász joggyakorlatból eredeztethető intézmény, ahol annak tartalma a magyar jogi tartalomtól lényegesen eltérő: egy olyan visszterhes szerződés, amely alapján az ajánlati kötöttség egy előre meghatározott, viszonylag hosszú ideig fennáll.[303] A korábbi Ptk. (1959. évi IV. törvény) 345. § szakasza a vételi jogot az adásvétel különös nemeként szabályozta, a hatályos Ptk. pedig szintén az adásvétel körében a 6:225-226. §-ban rendezi a vételi és eladási jog fő szabályait.

Ennek értelmében, ha a tulajdonos meghatározott dologra nézve szerződéssel vételi jogot alapít, a jogosult a dolgot a szerződésben meghatározott vételáron egyoldalú nyilatkozattal megvásárolhatja. Ugyanígy, ha a tulajdonos meghatározott dologra nézve szerződéssel eladási jogot szerez, a dolgot a szerződésben meghatározott vételáron egyoldalú nyilatkozattal eladhatja az eladási jog kötelezettjének.

A vételi jogot a magyar gyakorlat gyakran alkalmazta kölcsönügyletek biztosítékaként, amely alapján a hitelező valamely követelése biztosítására megállapodik adósával, hogy az adós tulajdonában álló valamely meghatározott vagyontárgyra vételi jogot enged a hitelező számára. A vételi jog kikötése akkor lesz hatályos, méghozzá dologi hatállyal bíró, amennyiben azt közhiteles nyilvántartásba (ingatlannyilvántartásba) bejegyzik. A hitelező a vételi jogával az adós nemteljesítése esetén élhet. A kockázati tőkebefektetések körében a pénzkölcsön nyújtás kapcsán merül fel a biztosítéki célú vételi jog kikötésének lehetősége. Korábban megállapítottuk ugyan, hogy a kvázi sajáttőke-eszközök között akkor valósulhat meg pénzkölcsön nyújtása az európai rendelet értelmében, ha az eszköz visszafizetése „nem teljes mértékben biztosított", de a részleges biztosítottság okán a továbbiakban röviden kitérünk a biztosítéki célú vételi jog magyar szabályozásának alakulására.

A bírói joggyakorlat nagymértékben alakította a biztosítéki célú vételi jog kikötésének szabályait Magyarországon. Míg a BH 1998.350. sz. határozatban a bíróság úgy ítélte meg, hogy a vételi jog és a jelzálogjog egyidejű kikötése a Ptk. 263. § (1) miatt tilos, addig az EBH 1999.27. alapján a pénzintézet a kölcsönszerződés biztosítására az ingatlanra jelzálogjog mellett vételi jogot is jogosult kikötni.[304] A korai joggyakorlat összefoglalásaként megállapítható, hogy a biztosítéki célú vételi jog kikötése nem ütkö-

[302] Lajer – Leszkoven, 2004, 24.; Csizmazia, 2004, 4–5.
[303] Halász – Kecskés, 2011, 66.
[304] Uo. 36.

zött a lex commissoriának a Ptk. 255. § (2) bekezdésében írt tilalmába, mert a felek a kielégítési jog megnyílta előtt nem kötnek egymással olyan szerződést, mely a biztosítékul lekötött vagyontárgy megszerzésével közvetlenül összefüggésben állna. A hitelező esetleges tulajdonszerzésének közvetlen jogi alapja ugyanis a vételi jog gyakorlása útján létrejövő adásvételi szerződés. Az opciós szerződés csupán egy olyan alakító jogot hozottt létre, amely a teljesítési határidő lejárta után, az adós teljesítése elmaradásának feltételétől függően – azaz fogalmilag csak a kielégítési jog megnyílta után – gyakorolható. Ennek a törvény által tiltottá nyilvánítása pedig a szerződéses szabadság szükségtelen korlátozását és a Ptk. 255. § (2) bekezdésének indokolatlanul kiterjesztő értelmezését jelentené.[305]

A Legfelsőbb Bíróság Polgári Kollégiumának Tanácselnöki Értekezlete még 2009-ben sem tudott egységes álláspontot képviselni a vételi jog biztosítéki célú kikötése kapcsán. A Bírósági Határozatokban megjelent összefoglaló alapján a Legfelsőbb Bíróság Polgári Kollégiuma nem tudott dogmatikailag egységes álláspontra jutni a kérdésben, mivel az eltérő álláspontok mögött azonban nem csupán eltérő dogmatikai megközelítések, hanem más-más esetkörök húzódtak meg. Az egyikbe a hitelintézetek és magánszemélyek közötti, lényegében fogyasztói szerződések tartoznak, amelyek tekintetében a Legfelsőbb Bíróság szigorú, az adóst jobban védő álláspontra helyezkedett (BH2008. 48). A másikba a magánszemélyek közötti szerződések tartoznak, amelyek tekintetében a Legfelsőbb Bíróság nagyobb jelentőséget tulajdonított a felek szerződési szabadságának, mint az adós érdekei védelmének (BH2008. 213.).[306]

A hitelintézeti törvény 2009-es módosítása ugyanakkor már előre jelezte a jogalkotó azon szándékát, hogy a vételi jog biztosítéki célú kikötésének megítélése jelentős változás előtt áll. A hitelintézetekről és pénzügyi vállalkozásokról szóló 1996. évi CXX. törvény 200. §-a alapján semmis a fogyasztóval kötött, a vételi jog biztosítéki célú kikötésére vonatkozó szerződés, ha a vételi jog a kötelezett által lakott lakóingatlanra vonatkozik.

A vételi jog biztosítéki célú kikötése kapcsán mintegy végeredményként rögzítenünk kell, hogy a Ptk. 6:99. §-a a szerződéseknek a célzott joghatás miatti semmissége körében rögzíti, hogy semmis az a kikötés, amely – a pénzügyi biztosítékokról szóló irányelvben meghatározott biztosítéki megállapodások kivételével – pénzkövetelés biztosítása céljából tulajdonjog, más jog vagy követelés átruházására, vételi jog alapítására irányul. (fiduciárius hitelbiztosítékok semmissége).

[305] Molnár, 2009, 37.
[306] Bírósági Határozatok 2010/4.

A vételi jog kapcsán – ismételen – rögzítenünk kell, hogy a Ptk. gazdasági társaságokra vonatkozó szabályai körében a törvény több helyen is szabályozza a részvényekre és a társasági részesedésre vonatkozó vételi jogot, amely természetesen nem esik a semmis szerződések körébe.

IV.3.7. A szerződés megszűnése – kiszállás

A nemzetközi gazdasági szakirodalom széles körben foglalkozik a kiszállás, vagy *exit* jelentőségével, mivel am kockázati tőkebefetetés ezen szakaszában realizálódik a befektető nyeresége (vagy vesztesége). A hazai szakirodalomban az egyes kiszállási módokat a következőkben határozhatjuk meg:

Első nyilvános részvénykibocsátás – *initial public offering* (IPO). A szakirodalomban ismert elnevezése még a „kezdeti nyilvános részvénykibocsátás",[307] de a gyakorlat az előbbi kifejezést használja gyakrabban.[308]

A kockázati tőkések által leginkább preferált kilépési út, hiszen nemcsak néhány érdeklődő, hanem valamennyi tőzsdei szereplő és a közvélemény számára is bizonyíthatja a befektető és befektetése rátermettségét. A tőzsdei bevezetést meglehetősen hosszú, költséges és sok előkészítő munkát igénylő folyamat előzi meg.[309] Amennyiben a tulajdonosok az első nyilvános tőzsdei bevezetést választják a lehetséges kilépési útvonalak közül, akkor különösen érvényesül az a szabály, hogy már a befektetés pillanatától meg kell kezdeni a kilépés tervezését.[310] A tőzsdei kibocsátás, és ezen kiszállási mód kapcsán az állam közvetett segítsége a tőzsdeszabályozás tekintetében egyértelmű versenyelőnyhöz juttathat egyes országokat másokkal szemben.[311] Ha ugyanis egy adott tőzsde jól működik és nagy a forgalmazott részvények likviditása, akkor könnyebblesz a részvényeket értékesíteni, hiszen az új befektető feltételezhetően a másodlagos piacon gond nélkül továbbadhatja a részesedését, ha ki akar lépni a befektetéséből. Ez ráadásul a kockázati tőkésnek is biztonságot jelent, mert az első nyilvános tőzsdei bevezetés alkalmával általában

[307] Halász – Kecskés, 2011, 25.

[308] Pl. a Budapesti Értéktőzsde hivatalos dokumentumai is.

[309] Halász – Kecskés, 2011, 38–64.

[310] Ezt erősíti többek között: Mansel-Pleydell, Toby (2002): Kiszállna? Még be sem szállt! c. tanulmánya, amelyet a HVCA 2002-es évkönyve tett közzé. A szerző szerint a kiszállás tervezése nem csak a tőzsdei bevezetés esetén fontos, hanem minden egyes kockázati tőkebefektetésnél. Ugyanezt erősíti meg Kovács Balázs (i.m. 2011) kutatása az állami háttérrel megvalósított kockázati tőkebefektetések esetén, ahol a befektetők a vállalkozások 36%-ánál már a befektetésről szóló szerződésben rögzítették a kiszállás módját.

[311] Európában a tőzsdék nem eléggé likvidek, a kisebb vállalatok számára teljesíthetetlen előírások és a másodlagos piacok gyenge teljesítménye miatt a tőzsdei bevezetéseknek jóval alacsonyabb az aránya, elmaradva a szakmai értékesítések mögött. Ezt nem csak Becsky-Nagy állapítja meg, hanem a kelet-közép-európai viszonyokat elemezve Karsai Judit is 2009-es tanulmányában.

csak részleges kiszállás valósul meg, és a teljes kilépés csak később várható, legtöbbször a másodlagos piacon történő értékesítéssel.

(2) **Értékesítés szakmai befektetőknek** – *trade sale*. A szakmai vagy stratégiai befektető legtöbbször a megvásárolandó cég iparágában tevékenykedik, vagy éppen az a célja, hogy kibővítse tevékenységi körét az adott területen. Vásárlásaival elsősorban az a szándéka, hogy piaci részesedéshez jusson, megszerezze az adott cég menedzsmentjét, alkalmazott technológiáját, licencét vagy hozzájusson stratégiai eszközökhöz, és mindezek segítségével javítsa versenyhelyzetét és globális teljesítményét. Jogi terminológiáját tekintve ez vállalatfelvásárlást jelent, ahol az felvásárolandó vállalkozás részéről a tulajdoni hányadot eladó egy kockázati tőkebefektető.

Annak ellenére, hogy sokak szerint az IPO biztosít magas hozamokat, a szakmai befektetők is hajlandók lehetnek magasabb árat fizetni a piaci részesedésért, a piacra való belépésért és a létrejövő szinergiából eredő hasznokért cserébe. A kilépési folyamat általában olcsóbb, gyorsabb és egyszerűbb, mint a nyilvános tőzsdei részvénykibocsátás esetében. A szakmai értékesítés nagy előnye, hogy nem az egész piacot kell meggyőzni, csak egy vevőt, amely általában ugyanahhoz az iparághoz tartozik. Ezzel szemben az IPO esetében a befektetési bankokat és a nyilvánosságot egy nagy egységként kell kezelni. Normális esetben a stratégiai befektetőknek történő értékesítés lehetőséget biztosít arra, hogy a befektetést teljes egészében értékesítsék, ami egyúttal teljes biztonságot is jelent az eladónak. Sok vállalat számára méretéből és fejlettségi szintjéből adódóan ez az egyetlen kiszállási lehetőség, hiszen a tőzsdei bevezetés előírásainak nem tudnak megfelelni, a kockázati vagy pénzügyi befektetők pedig nem érdeklődnek a vállalat iránt.

(3) **Értékesítés másik pénzügyi vagy kockázati tőkebefektetőnek** – Tipikusnak nevezhető eset, amikor a cég a fejlődés korai szakaszából a későbbi szakaszokba kerül, és a növekedéshez – az eredeti befektetéshez kapcsolódó tőkén túl - további tőkeemelésre van szükség. Egyik másik esetkör, amikor a zárt végű alap refinanszírozása esetén az alap futamidejének lejártakor egy új alaphoz kerül át a befektetés. Szintén előfordulhat, hogy a tulajdonos kockázati tőkésnek eredmény realizálására van szüksége adózási vagy beszámolási okokból, és így kényszerű megoldásként választhatja ezt a kiutat a befektetéséből. Ha a tőzsdei értékesítés lehetősége nem áll fenn, a menedzsment támogatásával szintén létrejöhet ez a kilépési módozat. Az is előfordulhat, hogy egy – a befektetést megvásárolni szándékozó – kockázati tőkés többre értékel egy magas jövedelmet, de lassú növekedést ígérő befektetést, mint egy szakmai befektető. További példa, amikor a cégnek forrásbevonásra van szüksége, és az értékesítés után megváltozott tőkeszerkezet segítségével új hitellehetőségek nyílhatnak meg a cég számára (*re-leverage*), így akár banki finanszírozó is szóba jöhet, mint potenciális vevő. Végül az is

előfordulhat, hogy a vezetés és a befektetők közötti kapcsolat megromlik, és a befektetők úgy döntenek, hogy megválnak a tulajdoni hányaduktól.

(4) **Menedzseri kivásárlás** – *management buy-in*, vagy *management buy-out*. A kivásárlások csoportján belül, melynek során magánszemélyek és/vagy professzionális – nem szakmai – befektetők többségi tulajdonhoz jutnak, kitüntetett szerep jut a vezetői kivásárlásoknak (management buy-out). A vezetői kivásárlások alkalmával a vállalat vezetői egyúttal tulajdonosokká is válnak a professzionális finanszírozók mellett. Ilyen formán a vezetők érdekei és céljai megváltoznak, ami a cég számára hatékonyabb vezetői teljesítményt eredményezhet.

Becsky-Nagy ezt a kiszállási módot úgy jellemzi, mint a kilépések ultima ratioja, vagyis ezt a módot akkor választja a befektető, ha másra nincs lehetősége. A magyar állami kockázati tőkét befektető társaságok ugyanakkor szinte kivétel nélkül ezt a kiszállási módot preferálják[312]. A nemzetközi gazdasági irodalom részben támasztja alá a fenti állítást, hiszen Gompers és Lerner 2001-ben a világ legnagyobb kockázati tőkepiaca, az Egyesült Államok kapcsán állapították meg, hogy a legkedveltebb kiszállási mód az IPO,[313] Schweinbacher 2005-ben az európai piacot vizsgálva arra a következtetésre jutott, hogy a szakmai befektetőknek történő értékesítés a leggyakoribb, míg Espenlaub és szerzőtársai 2010-ben az angol piacot vizsgálva (amely az európai kockázati tőkepiac 57%-át adja) megállapítják, hogy szoros összefüggés van a kiszállási mód és a befektetés időtartama között.

A menedzseri kivásárlás egy speciális esetkörét jelenti az ún. *leveraged buy-out* (LBO), amely során a menedzsment hiteltámogatással vásárolja meg a kockázati tőkés üzletrészét.

(5) **Leírás**. Végső esetben a befektetés leírásra kerül, ami azt jelenti, hogy a kockázati befektető portfoliójában lévő cég értékét nullára leírják, és kivezetik könyveiből. A befektető hozama a befektetésen ilyen esetben nulla vagy negatív.

[312] A Magyar Fejlesztési Bank, illetve az MFB Invest cégcsoport tagjainak befektetési politikájában rögzített, privilegizált kiszállási mód, valamint a Regionális Fejlesztési Holding és cégcsoportja is kizárólag ezen kilépési stratégia mentén köti a szerződéseket.

[313] Gompers – Lerner, 2001b.

IV.3.8. A kiszállást szabályozó szerződések és jogszabályok

A kiszállás módját jellemzően a felek már a befektetési szerződés megkötésekor rögzítik, vagy legalábbis megteremtik a lehetőségét a felek által preferált kiszállási mód minél hatékonyabb megvalósításának. A kiszállás tervezésekor a befektető és a társaság korábbi tulajdonosainak érdekei eltérőek lehetnek, így a stratégia tervezése és kivitelezése számos nehézséget okozhat.

Gazdasági értelemben a befektető legfőbb érdeke a hozammaximalizálás, vagyis a lehető legkisebb befektetett összegből és költségekből a legnagyobb haszon realizálása. A vállalkozó érdeke ehhez képest lehet az, hogy tartósan az irányítása, befolyása alatt tartsa a társaságát, maximálisan kihasználja a befektető által biztosított hozzáadott értéket, és lehetőség szerint megvédje társaságát az ellenséges felvásárlástól.

Az egyes kiszállási módok eltérő előnyökkel és kockázatokkal járnak, ezért a gazdasági szakirodalom a fent nevesített esetek egyes kombinációját is feldolgozza. Jelic és szerzőtársai a brit kockázati tőkével érintett MBO-k vizsgálata során külön kategóriaként értelmezik azt a vezetői kivásárlást, amely a tőzsdén keresztül valósul meg (*MBO-IPOs*).[314] Mike Wright a magántőke-befektetésekhez kapcsolódó vezetői kivásárlásoknak 7 formáját nevesíti, amelyek között szerepel a hibrid MBI-MBO is, amely egyszerre jelenti egy új és a régi menedzsment megjelenését a kockázati tőkebefektető üzletrészének értékesítésekor.[315]

A kiszállási módok vizsgálatakor külön kell említeni, hogy a kockázati tőkebefektető akár több részletben is értékesítheti tulajdoni hányadát, így beszélhetünk teljes és részleges kiszállásról a fent nevesített módok mindegyike esetében. Részleges IPO-ra abban az esetben kerül sor, ha a befektető egy éven belül nem értékesíti a teljes tulajdoni hányadát.

Az egyes kiszállási módokhoz kapcsolódó releváns jogi kérdéseket a következő táblázat foglalja össze.

[314] Jelic – Saadouni – Wright, 2002.
[315] Wright, 2007, 282–284.

109. ábra: A befektetésből való kiszállás szerződési rendszere

	IPO vagy első nyilvános részvénykibocsátás	**Pénzügyi vagy szakmai befektetőnek való értékesítés**	**MBO/MBI** vagy vezetői kivásárlás	**LBO** vagy hiteltámogatással megvalósuló MBO
Szerződő fél	Részvényjegyző(k)	Másik befektető vagy gazdasági társaság	Maga a társaság, vagy a vezető tisztségviselő(k)	Maga a társaság, a vezető tisztségviselők és a pénzintézet(ek)
Dokumentum jellege	Részvényjegyzés	Üzletrész átruházás	Üzletrész átruházás, saját üzletrész megszerzése	Üzletrész átruházás és kölcsönszerződés
A befektető számára biztosított előnyök	Hozam-maximalizálás, presztízsnövekedés	Rugalmas tárgyalási feltételek, további befektetési lehetőség	A vételár és annak ütemezése már a befektetési szerződésben rögzített	A vételár és annak ütemezése már a befektetési szerződésben rögzített
A céltársaság számára biztosított előnyök	További forrásbevonás lehetősége a társaságba, presztízsnövekedés, védett pozíció biztosítása	Az üzleti tevékenység folytatása, az eredmények hasznosítása és további fejlődés biztosítható	Vételi opció vagy elővásárlási jog az üzletrészre	Vételi opció vagy elővásárlási jog az üzletrészre
Az ügylet értékelése és kockázatai	A leginkább jövedelmező a befektető számára, de a legnagyobb költséget és időráfordítást igényli, valamint likvid tőkepiacon lehet csak eredményes	Az elért üzleti eredmények hatékony felhasználása, de kockázata az ellenséges felvásárlás	A társaság az eredeti tulajdonosokhoz kerül vissza, jól tervezhető kiszállási mód, de nem a legjövedelmezőbb	A társaság és a döntési jogok az eredeti tulajdonoshoz kerülnek vissza, de még mindig jelentős a külső tőke

Cumming és MacIntosh az amerikai és a kanadai kiszállások vizsgálata során azt állapította meg, hogy minél nagyobb az információs aszimmetria a kockázati befektető és a részesedés vevője között, annál valószínűbb, hogy részleges kiszállás valósul meg, amely során a tulajdoni hányada egy részének megtartásával a befektető a céltársaság megfelelő működésébe vetett bizalmát erősíti.[316] Cumming és Johan a kiszállások tervezésének európai szerződési gyakorlatát vizsgálva azt is megállapították, hogy az általuk vizsgált körben az esetek 31%-ában már a befektetési szerződés megkötésének időpontjában tisztában voltak a felek azzal, hogy vagy a tőzsdén keresztül, vagy a társaság szakmai befektetőknek való értékesítésén keresztül tervezik a kockázati tőkebefektető tulajdoni hányadának, vagy az egész társaságnak az értékesítését.[317]

[316] Cumming – MacIntosh, 2003, 517.
[317] Cumming – Johan, 2008, 2012.

A korábbiakban már utaltunk arra, hogy egy ország tőzsdeszabályozása, illetve a finanszírozási gyakorlata döntő befolyással van arra nézve, hogy a kockázati tőkebefektetők milyen kiszállási módot preferálnak egy-egy céltársaság esetében. Míg az Egyesült Államokban az IPO egyértelműen a legfontosabb kiszállási módnak tekinthető, addig hazánkban, és általában az európai országokban lényegesen kisebb jelentőséggel bír.[318]

A céltársasági formák és a befektetési szerződés tárgyalásakor már kitértünk arra, hogy a befektetéssel érintett vállalkozás társasági formája az angolszász jogterületeken jellemzően a részvénytársaságra leginkább hasonlító *limited partnership*, vagy *limited liability company*, így az abban szerzett tulajdonrész értékesítésének is magától értetődő módja a tőzsde.

Cumming kutatási alapján minél erősebb jogai vannak egy kockázati tőkebefektetőnek a befektetési időszak alatt, annál nagyobb a valószínűsége annak, hogy szakmai befektetőnek értékesíti a tulajdonrészt egy felvásárlás keretében, mintsem tőzsdén keresztül szálljon ki a befektetésből, vagy az leírásra kerüljön.[319]

A vállalkozó és a befektető eltérő érdekállása ezen ügylet során éleződhet ki leginkább, mert a tőzsdei bevezetés előkészítése során adott nyilatkozatok, a vezető tisztségviselők magatartása és a nyilvánosságra kerülő adatok és információk összessége döntő befolyást gyakorolnak a részvények vételárára. Így a befektető számára fontos, hogy a társaság tulajdonosai együttműködve, közös célt megfogalmazva készítsék elő a nyilvános megjelenést.

Az eltérő érdekek és a vállalkozó opportunista magatartásának ellensúlyozására a gazdasági szakirodalom alapján az egyik jellemző módszer, hogy az első nyilvános részvénykibocsátás útján történő értékesítéshez kapcsolódóan a befektető olyan megállapodást köt a vállalkozóval, amely olyan részvények jegyzését állapítja meg, amelyek hosszú távon biztosítják a társaságban az irányítási jogköröket.

Az első nyilvános kibocsátás, vagy tőzsdei bevezetés esetén gyakran alkalmazott eszköz a kockázati tőkebefektető védelmére az ún**.** *lock-up agreement*, **részvény-értékesítési tilalom**, amelynek célja a hogy a társaság részvényeseinek egy része a tőzsdei bevezetés után meghatározott ideig (általában 180 nap) nem adhatja el tulajdonrészét.[320] A kockázati tőkebefektető jellemzően több időpontban kínálja eladásra részvényeit, és amennyiben túlkínálat lenne a társaság papírjaiból, nem tudná a kitűzött befektetési eredményt elérni az eladásokon.

[318] Ezt támasztják alá az EVCA statisztikai adatai is, illetve a magyar viszonyok tekintetében ld. Karsai, 2008(a).

[319] Cumming, 2008, 1948.

[320] Ld. részletesen: Halász – Kecskés, 2011, 159–160.

Bradley és szerzőtársai vizsgálták a kockázati tőkebefektetők által finanszírozott társaságok részvényei árfolyamának alakulását az eladási moratórium lejárta után, és megállapították, hogy az technológia-intenzív vállalatoknál, ahol a bevezetés után a legnagyobb volt az árfolyamok emelkedése, és a részvényjegyzők az átlagosnál kvalifikáltabbak, a moratórium lejárta után egy részvényre vetített számottevő nyereség-visszaesés figyelhető meg.[321]

Az IPO során az indulási árra is hatással van az, hogy a társaság tulajdonosai számára van-e kötelezően előírt értékesítési tilalom. Basha és Walz azt állapítják meg, hogy ha a társaság tulajdonosai a részvények eladása során a moratórium lejártára várnak, úgy a részvények induló árfolyamának alacsony szintje nem érdekli őket, hiszen nem érdekeltek az azonnali értékesítésben. A részvények alulárazása egyben azzal az előnnyel is járhat, hogy a sajtóban alulárazottként aposztrofált részvények árfolyama a kibocsátás után emelkedő tendenciát mutat, és nagyobb kereskedési volument is a kibocsátástól számított 3 évig.[322]

Brav és Gompers az első nyilvános részvénykibocsátással érintett vállalkozások vizsgálata során azt állapították meg, hogy az ilyen társaságok a nyilvános megjelenést követő 5 éven belül jellemzően az elvárások alatt teljesítettek a gazdasági mutatóik szerint, de a kockázati tőkebefektetéssel finanszírozott vállalkozások esetében kisebb volt a negatív eltérés a várakozásokhoz képest, mint az ilyen tőkében nem részesült vállalkozások esetében.[323]

A részvénykibocsátás menetének leírása és annak esetleges korlátai, költségei fontos kérdések ugyan, amelyek a kockázati tőkebefektetésekből való kiszállást is érintik, ugyanakkor a teljes folyamat leírása szétfeszítené a munka kereteit, ezért annak ismertetésétől ehelyütt eltekintünk. Összefoglalóan elmondható, hogy az első nyilvános kibocsátás feltétlen előnyei közé tartozik, hogy ezáltal a társaság addicionális tőkéhez jut, kedvezőbb feltételekkel tud a jövőben tőkét emelni vagy hitelt felvenni, részvényeinek likviditása és a társaság presztízse növekszik az ügylet által. Ugyanakkor számottevő hátrányokkal is járhat a tőzsdei megjelenés, amennyiben maga a folyamat költséges és időigényes, minden esetben fennáll a részvények alulárazásából eredő kockázat, a tulajdonosi struktúra hátrányos változásának lehetősége, valamint az a tény, hogy a társaságnak a jövőre nézve részletes és rendszeres adatszolgáltatási kötelezettsége keletkezik a befektetői felé.[324]

[321] Bradley – Jordan – Roten – Yi, 2001, 466–467.
[322] Basha – Waltz, 2001, 285–288.
[323] Brav – Gompers, 1997, 1791.
[324] Az előnyök és hátrányok részletes katalógusát adja: Halász – Kecskés, 2011, 27–37.

A kiszállási módok közül jogi értelemben üzletrész-átruházási szerződéssel változik a tulajdonos személye a vezetői kivásárlások, a hitellel támogatott vezetői kivásárlások, illetve a szakmai vagy pénzügyi befektetőknek történő értékesítés esetén. Ezen kiszállási módokon belül a magyar gyakorlatban kiemelkedő szerepe van a szakmai befektetőknek történő értékesítésnek, amely az egyik leggyakoribb kiszállási forma.[325]

A szakirodalomban *management buy-out/buy-in* (MBO/MBI) néven ismert szerződés lényege, hogy a társaság régi és/vagy új vezető tisztségviselői szerzik meg a kockázati tőkebefektető társasági részesedését. A magyar társasági jogi szabályok szerint ez megvalósulhat úgy MBO esetén, hogy a társaság a saját vagyonából szerzi meg a tulajdonrészt, de ennek a Ptk-ban nevesített korlátait figyelembe kell venni.[326]

A nyilvános részvénytársaságok esetében új szabályként jelenik meg a Ptk-ban a részvényszerzéshez nyújtott pénzügyi támogatás (Ptk. 3:227. §). Ennek értelmében nyilvánosan működő részvénytársaság az általa kibocsátott részvények megszerzéséhez csak piaci feltételek mellett, osztalékfizetésre felhasználható vagyona terhére nyújthat harmadik személynek pénzügyi segítséget, feltéve, hogy ehhez az igazgatóság előterjesztése alapján a közgyűlés legalább háromnegyedes szótöbbséggel meghozott határozatával hozzájárult. Az előterjesztés tartalmazza a pénzügyi segítségnyújtás indokát, a kockázatokat, a lebonyolítás feltételeit, a részvények ellenértékét és a társaság által a pénzügyi segítségnyújtással elérhető előnyöket. Az előterjesztést az igazgatóság köteles a nyilvántartó bíróságnak benyújtani. Ezen módon a kiszállás megvalósítható úgy, hogy a részvénytársaság a menedzsmentje, vagy a korábbi tulajdonosa számára – megfelelő döntés esetén – elősegítheti a tulajdoni hányad megszerzését.

Az üzletrész kívülálló számára történő értékesítése esetén a korábbi tulajdonost védő szabály, hogy a tagoknak, a társaságnak és a társaság által kijelölt személynek elővásárlási joga van, bár ez a jog a társasági szerződésben korlátozható vagy kizárható. A részvények vonatkozásában Ptk. szerint elővásárlási jogot kizárólag elővásárlási jogot biztosító elsőbbségi részvény birtokában lehet gyakorolni, így az csak zártkörűen alapított társaságok esetében jelenhet meg.[327] Az tulajdonrész átruházásával kapcsolatban a Ptk. a kft. és a zrt. esetében engedi meg az üzletrész átruházásának kizárá-

[325] Ld. Karsai, 2008(a).

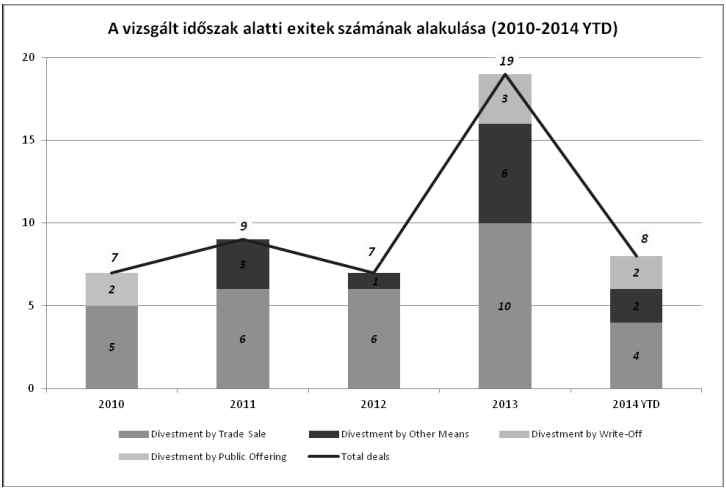
[326] Ptk. 3:166-167. § és 3:222. §.

[327] Ptk. 3:234. § (Elővásárlási jogot biztosító részvény). (1) A zártkörűen működő részvénytársaság alapszabálya rendelkezhet olyan részvényosztály kibocsátásáról, amelynek alapján a részvényest a részvénytársaság által kibocsátott, pénzszolgáltatás ellenében átruházni kívánt részvényekre elővásárlási jog illeti meg. A korábbi szabályozásról ld. részletesen: Vezekényi – Bodor, 2009.

sát vagy korlátozását a társasági szerződésben amely ezen társaságok esetében a zártkörű jelleg egyik jogi biztosítéka.[328] Az erre vonatkozó társasági dokumentumok tartalma szabad, de kógens szabályként a törvény kiköti, hogy adásvételi szerződés jogcímén való átruházás nem zárható ki.[329]

Az MNB korábban már hivatkozott adatai a 2010-2014 közötti kiszállásokra is kiterjednek. A következő ábra a kiszállási módokat mutatja be a fenti időszak vonatkozásában.

20. ábra: Kiszállások száma és módja Magyarországon, 2010–2014



A tranzakciók darabszáma alapján a szakmai befektetőnek való értékesítések (*trade sale*) minden vizsgált évben domináltak, a teljes időszakot tekintve pedig az exitek 62%-a kapcsolódott ehhez a kiszállási módhoz. Mindez alapján elmondható, hogy a vizsgált mintában szereplő alapok a vállalatokban meglévő részesedésüket döntő részben ugyanabban az iparágban működő harmadik fél számára értékesítették. A szakmai befektetőnek való értékesítés az exitek egyik gyakran alkalmazott módja, mivel egyrészt a befektetést teljes egészében és azonnal lehet értékesíteni, másrészt egyetlen vevővel kell egyezségre jutni, ami egy gyorsabb és hatékonyabb folyamatot tesz lehetővé (szemben egy IPO-val). A darabszámokat tekintve a vizsgált periódusban lezajlott exitek 24%-a egyéb típusú exit volt, 10%-a

[328] Ld. részletesen: Török, 2011.
[329] Ptk. 3:167. § (7), illetve 3:220. §.

leírások (*write-off*) által valósult meg, a vizsgált időszak alatti IPO pedig egyetlen céghez kapcsolódott .

Szintén az MNB jelentése hívja fel a figyelmet arra a problémára, hogy a kiszállásokkal kapcsolatban néhány piaci szereplő véleménye alapján a közeljövőben problémás lehet a szindikátusi szerződésekben foglalt bizonyos jogok – többek között drag-along jogok, vesting struktúrák – kezelése, mivel a bírósági gyakorlat ezt kezdetben biztosan nem fogja tudni lekövetni, tekintettel arra, hogy egyrészt nincs még kialakult gyakorlat, másrészt több struktúrának (pl. vesting) még magyar megfelelője sincs.[330]

[330] MNB, 2015, 57.

V. Összegző gondolatok

A kockázati tőkebefektetéshez kapcsolódó ügyletek és annak szereplői a gazdasági válsághoz kapcsolódó pénzügyi szabályozási „dömping" kapcsán a figyelem előterébe kerültek. Az innovatív kis- és középvállalkozások finanszírozásának ez a speciális módja bár elsősorban az Egyesült Államokban elterjedt, a nemzetközi kutatások alapján globálisan is egyre több és nagyobb volumenű ügylet dokumentálható, amelyek nemzetközi tendenciát mutatnak, így a szabályozásnak, de azt megelőzően a jelenségnek az értelmezése nem halogatható a jogtudomány számára sem.

A kockázati tőkebefektetés, mint *terminus technicus* mind a magyar jogforrási rendszernek, mind a gazdasági életnek szerves részévé vált az ezredforduló után, különösen annak hatására, hogy az Európai Unió a JEREMIE-program meghirdetésével a szaksajtó érdeklődését is erre az ügylet-típusra irányította. A gazdasági válság nyomán a pénzügyi rendszer reformját megvalósító törvényhozás megoldotta a korábbi definíciós hiányok jelentős részét is. Ugyanakkor meg kell állapítanunk, hogy a meghatározások, amelyek részben az európai kockázati tőkealapról szóló rendeletben, részben az ABA-irányelvben, valamint a magyar jogban a kollektív befektetési formákról szóló törvényben találhatók, csak a közgazdasági értelemben vett kockázati tőkebefektetések egy részét írják le: az intézményes kockázati tőkét, azon belül is a kockázati tőkealapokat és működésüket. A jogi értelemben vett definíció így nem egyezik a közgazdasági értelemben vett definícióval. Véleményem szerint indokolt tágabb értelemben vizsgálni a kockázati tőkebefektetéseket, minthogy annak jogilag releváns tényei nem feltétlenül jelentkeznek a piacon kizárólag a kockázati tőkealap mint jogalany részvételével.

A szakirodalom megállapítja, hogy általában az állam közvetlen részvétele a kockázati tőkepiacon azokban az esetekben indokolt, amikor ez a szerepvállalás elsősorban katalizátorként hat a piaci szereplőkre, és nem a helyüket veszi át. Ennek pozitív gyakorlatát láthatjuk az Egyesült Államok,[331] Izrael[332] és Finnország[333] esetében, jelentős eredményeket mutat fel Nagy-Britannia,[334] ugyanakkor a kiszorító hatást dokumentálható Kanadában,[335] és részben Magyarországon[336] is. Az Európai Unió 1998 óta foglalkozik azzal a kérdéssel, hogy a kockázati tőkebefektetésekhez kapcsolódó

[331] Ld. Lerner, 1999.
[332] Ld. Avnimelech – Teuba, 2004.
[333] Ld. Maula et al., 2006.
[334] Ld. Bürgel et al., 2000.; BVCA, 2009.
[335] Ld. Cumming – MacIntosh, 2006.
[336] Ld. Karsai, 2004.; Kovács, 2011.

állami támogatások összeegyeztethetők-e a közös piaccal, azon belül is nem torzítják-e a szabad versenyt. Több dokumentumban is megállapításra került, hogy az állami beavatkozás, illetve a kapcsolódó közvetlen állami támogatások csak a vállalkozások magvető és induló szakaszaiban indokolhatók.[337] A JEREMIE-program magyarországi tapasztalatainak értékelése során az MNB mint felügyeleti szerv elemzésében szintén kiemeli, hogy a kockázati tőkepiacon megfigyelhető negatív externáliák leggyakrabban a korai, illetve az egészen korai szakaszhoz kapcsolódnak: az ezen szakaszban lévő vállalatok számára a magán és az intézményi befektetők egyrészt nem biztosítanak megfelelő mennyiségű tőkét, másrészt nem is preferálják az ilyen szakaszú befektetéseket, mivel méretgazdaságossági szempontból (a jellemzően kisebb mérethez képest magas tranzakciós költségek), illetve a várható hozam/kockázatot figyelembe véve ezen befektetések kevésbé vonzóak. Mindezek eredménye a tőkekínálat csökkenése, amelynek ellensúlyozása indokolttá teheti az állami beavatkozást.[338]

Az egyes országok eredményessége közötti eltéréseket a szerzők nem csupán az állami szerepvállalás milyenségéből eredeztetik, hanem a jogrendszer jellegéből is. A szerződési gyakorlat vizsgálata vezetett többeket arra a megállapításra, hogy az angolszász gyökerű országokban a kockázati tőkepiac számottevően eredményesebb, mint a német vagy francia jogi alapokkal rendelkező országokban.[339] A jogrendszeren túl a banki kapcsolatok minősége és jellege is fontos indikátora a kockázati tőkepiac nagyságának: szignifikáns összefüggés figyelhető meg a szakirodalmi empirikus kutatások alapján a nagy pénzintézeti finanszírozási hagyományokkal rendelkező országok relatíve kis kockázati tőkepiaca, illetve a piaci finanszírozással működő országok relatíve nagy kockázati tőkepiaca között.[340]

Az állami szerepvállalás és annak megítélése így nem lehet egyértelműen pozitív vagy negatív előjelű, mindazonáltal a nemzetközi legjobb gyakorlatokból bizonyos következtetéseket levonhatunk:

(1) azok az **állami programok** látszanak a leginkább eredményesnek, amelyek a kezdeti katalizáló szerep betöltése után „kiszálltak" a finanszírozói körből, vagyis amikor a kiszorító hatás érvényesült volna, akkor az állami támogatás helyett a piaci finanszírozás felé irányították a céltársaságokat (p. SBIR és YOZMA programok).

(2) az **adóösztönzők**, mint a jelen munkában következetesen közvetlen támogatásként nevesített eszközök az egyes országok számára számottevő versenyelőnyt jelentenek, így a kifejezetten a kockázati tőkealapok számára

[337] Ld. részletesen a III.3. szakasz vonatkozó részeit.
[338] MNB, 2015, 50.
[339] Ld. pl. Basha – Waltz, 2001.; Gilson, 2003.; Cumming – Schmidt – Waltz, 2008.
[340] Ld. Gilson – Black, 1999.

juttatott adókedvezmények elősegítik az aktív kockázati tőkepiac kialakulását (p. Ausztrália, Nagy-Britannia). Ezzel összefüggésben bár Magyarország a nemzetközi összehasonlításokban a középmezőnyben szerepel, a kockázati tőkepiac további ösztönzése szempontjából számos lehetőség áll rendelkezésre a szereplők támogatására. A nemzetközi legjobb gyakorlatok során bemutatott eszközök között adja magát az alapkezelőnek és a céltársaságoknak juttatott adókedvezmények bevezetése. Ezek a költségvetési bevételek szempontjából nem számítanak jelentős kiesésnek a szereplők és ügyletek számának alacsony volta miatt, ugyanakkor a piaci rést jelentő mikro- és kisvállalati szektorban elősegítenék a forráshiány csökkentését. Az 1998-ban hatályba lépett, de 2006-tól hatályon kívül helyezett kockázati tőkebefektetésekről szóló törvény tartalmazott is ilyen kedvezményt, de a jelenleg hatályos szabályok azt megszüntették.

(3) **a vállalkozó-barát adminisztratív és jogi környezet** elősegíti a piacképes ötletek vállalkozási formában való megjelenését, amely nem csak a kockázati tőke számára vonzó, hanem egy adott ország vagy térség versenyképességét is növeli. Ezen alapelvből kiindulva támogatja az Európai Unió is a vállalkozóvá válás feltételeinek könnyítésére irányuló állami tevékenységeket.[341] A szakirodalmi álláspont szerint ezen intézkedések bevezetése sokkal nagyobb előkészítést, vagy akár szerkezet-átalakítást is jelenthet, ezért a legtöbb ország azért is választja a gyorsan bevezethető, jól kommunikálható közvetlen támogatási formákat, mert azokkal azonnali sikerek könyvelhetők el.[342]

A kockázati tőkebefektetések során készülő dokumentumok jogi értékelése kapcsán a magyar szakirodalomban tematikus anyag nem fellelhető, az elsősorban angolszász, vagy szűk körben európai szerződési megközelítés is elsősorban a közgazdaságtani elméletek alátámasztására használja fel a rendelkezésre álló információkat. Ugyanakkor tény, hogy ezen különleges ügylet számos járulékos kérdést vet fel a jog oldaláról, akár abban az esetben is, ha a felek között a tárgyalási folyamat lezárásaként nem születik befektetési szerződés. Ráadásul a kockázati tőkebefektetés, mint jogügylet az uniós jogalkotás következtében sajátos helyzetű: egyszerre tekinthető közjogi és magánjogi relevanciával bíró ügyletnek, hiszen az intézményes kockázati tőke működését meghatározó keretrendszer a pénzügyi jogi szabályok között található, míg a konkrét jogügyletben részes felek viszonyát, valamint az informális befektetések keretrendszerét a magánjog, azon belül is a szerződési jog és a társasági jog szabályozza.

[341] Ld. pl. A stabilitás és a növekedés menetrendje, COM(2011) 669.
[342] Ld. Harrison – Mason, 2000, 246.; Karsai, 2007, 1093.

A kockázati tőkebefektetés felei között található az a társaság, a céltársaság, amelyre a kockázati tőkebefektetés során rendelkezésre bocsátott pénzügyi eszköz irányul. A céltársaság formáját tekintve az előtársaságtól egészen a részvénytársaságig terjedhet attól függően, hogy a kockázati tőkebefektetések melyik altípusának megvalósítására kerül sor. A jogforrási rendszerben az egyetlen következetes korlát a céltársaság vonatkozásában az, hogy annak a kis- és középvállalkozás fogalmába kell tartoznia. A céltársaság, mint a befektetési szerződéssel érintett vállalkozás az ügylet során számottevő átalakuláson megy át mind vagyoni, mind irányítási, vagy akár társasági jogi értelemben is.

A szereplők azonosítása és gazdasági és jogi rendszertani elhelyezése után kerülhet sor a kockázati tőkebefektetési szerződésnek, mint ügyletnek a vizsgálatára. A titokvédelem és az üzleti információk hatékony védelme már az üzleti kapcsolat létesítésekor felmerül, minthogy a befektetési folyamat első állomását jelentő üzleti terv is tartalmazhat a jogosult számára üzleti titkot jelentő információkat. A korai szakaszban lévő vállalkozások esetében, minthogy a kockázati tőkebefektetések célcsoportját az innovatív vállalkozások jelentik, a találmányok és más szellemi termékek jogi védelme már a tárgyalási folyamat korai szakaszában igényként jelentkezik. Így a kockázati tőkebefektetések jogi vonatkozásai között kiemelkedően fontos szerepet játszik a szellemi tulajdonvédelem, és annak nemzetközi vonatkozásai is.

Tekintettel arra, hogy a hatályos magyar jog a kockázati tőkebefektetéshez tartozó önálló szerződési típust nem ismert, így a befektetési szerződésnek, illetve a felek megállapodását rögzítő dokumentumok, vagy dokumentumok rendszerének azonosítása elkerülhetetlen a jogi háttérszabályok megállapítása szempontjából. Ezen szerződések részletes elemzése eddig csak az angolszász irodalomban ismert, ahol a szakmai érdekképviseleti szervezetek mintaszerződéseket is kialakítottak a gyakorlat számára. Ezen szerződések azonban az angolszász jogi hagyományokat követik, így a legtöbb európai ország, köztük hazánk joggyakorlata számára sem alkalmazhatók számottevő változtatások nélkül. Ennek legfőbb oka a korábban részletesen ismertetett társasági formák közötti lényeges eltérés.

Az angolszász joggyakorlat megállapodások sorozataként köti meg azt a szerződést, amely során egy kockázati tőkebefektető tulajdonrészt szerez egy társaságban. Mivel a megállapodások több fázisban köttetnek, és néha a tőkebefektetés is szakaszosan valósul meg, majdnem minden esetben elmondható, hogy nem egy, hanem több jogi kötőerővel bíró dokumentum születik a felek között. Ez alól kivételt jelenthetnek az állami tőkealapok, ahol a szerződési

gyakorlat a piaci kockázati tőkebefektetésektől eltérő sajátosságokat mutat,[343] ezért gyakran egy befektetési szerződés keretében található a felek jogaira és kötelezettségeire vonatkozó megállapodás. Harsányi Gyöngyi 2012-es doktori értezése a befektetési szolgáltatási szerződést úgy határozza meg, mint másodlagos tőkepiaci ügylet, kereskedelmi jellegű szerződés, amely a polgári törvénykönyv kötelmi fogalomrendszerében innominát, atipikus, vegyes szerződés.[344] Ha a korábbiakban ismertetetteknek megfelelően a kockázati tőkebefektetési szerződést mint a befektetési szerződések részhalmaza értelmezzük, akkor mindezen jellemzők a kockázati tőkebefektetési szerződésre is igazak.

A kockázati tőkebefektetési szerződés, mint atipikus vegyes szerződés gondossági és eredménykötelemre jellemző sajátosságokat egyaránt mutat, hiszen a szerződésben a befektető vállalja a céltársaság számára meghatározott pénzösszeg társasági tulajdon fejében történő rendelkezésre bocsátását, ugyanakkor a szerződési feltételek része a céltársaság részéről bizonyos pénzügyi és/vagy vállalkozási eredmény létrehozására irányuló magatartás kifejtése, amely tekintetében a társaság vezető tisztségviselőinek megfelelő gondossággal kell eljárniuk. Így a kockázati tőkebefektetetési szerződésben megjelennek az adásvételi, a megbízási, a vállalkozási szerződés elemei is, valamint ezek mellett a társasági szerződésre vonatkozó szabályok és korlátozások is érvényesülnek. Külön kiemelendő ezen körben, hogy a felek megállapodása nem lehet ellentétes a társasági szerződéssel.

A kockázati tőkepiac szereplői számára a szerződéses viszonyok biztonsága rendkívüli fontossággal bír. A *pacta sunt servanda* elv és annak következetes betartása és betartatása nélkül a kockázati tőkebefektetési ügyletek nem jöhetnek létre, hiszen ezen ügyletek lényege egy olyan bizalmi viszony a felek között, amelyek szabályait és működési mechanizmusát a felek részletesen szabályozzák, és létrehoznak vele egy olyan tartós jogviszonyt, amelyből a tervezett idő előtti kiszállás mindkét fél számára jelentős anyagi és erkölcsi veszteséget jelent. A Global Competitiveness Report legújabb kutatási eredményei ezen a téren aggodalomra adnak okot Magyarország viszonylatában.

A kutatás magánjogi vonatkozásainak egyik legfontosabb tanulsága, hogy a magyar kötelmi jog és társasági jog vonatkozó szabályai legalábbis nagyrészt megfelelnek a kockázati tőkebefektetési ügyletek számára, ki lehet jelenteni, hogy a magánjogi környezet kedvez az ilyen típusú ügyletek létrejöttének. Ezt egyébként az egész Európára kiterjedő statisztikai adatok is alátámasztják. A jövőre nézve potenciális fejlesztési iránynak tekinthető a szerződési feltételek további kidolgozása, esetleg általános szerződési alapelvek kidolgozása (hangsúlyosan nem szerződési feltételek, csupán alapel-

[343] Ld. pl. Hirsch, 2006(b).; Bauer – Burghof, 2004, 3.; Kovács, 2011(b), 26–28.
[344] Harsányi, 2012, 268–269.

vek) a kockázati tőkebefektetések körében, amely elsősorban az információs hátrányban lévő céltársaságok számára jelenthet előnyt a kockázati tőke, mint külső forrás fogadására való felkészülés során.

Hivatkozott szakirodalom

- Ácsné Danyi Ilona (2004): *A kockázati tőke szerepe a hazai kis- és középvállalkozások fejlesztésében*. Hitelintézeti szemle. 3-4. 93–126.
- Adizes, Izak (1992): *Vállalatok életciklusai. Hogyan és miért növekednek és halnak meg vállalatok, és mi az ezzel kapcsolatos teendő*? HVG Rt., Budapest. 25–98.
- Agmon, Tamir – Messica, Avi (2008): *Optimal Public Sector Support for the High Technology Sector in the Presence of Dynamic Venture Capital Funding*. International Journal of Innovation and Technology Management. Vol. 5. No. 1. 105–122.
- Armour, John (2003): Law, Innovation and Finance. In: McCahery, J. A.– Renneboog, L.: *Venture capital contracting and the valuation of high technology firms*. Oxford University Press. 133–161.
- Atkinson, Stephen H. (1994): *University-affiliated venture capital funds*. Health Affairs. Vol. 13. No. 3. 159–173.
- Audretsch, David B. – Link, Albert N. – Scott, John T. (2002): *Public/private technology partnership: Evaluating SBIR-related research.* Research Policy. 1. 145–158.
- Audretsch, D. B. (2002): *The dynamic role of small firms: Evidence from the US*. Small Business Economics. 18(1). 13–40.
- Avnimelech, Gil –Teubal, Morris (2004): Targeting venture capital: lessons from Israel's Yozma programe. In: Sunil, M –Bartzokas, A. (eds): *Financial System, Corporate Investment in Innovation and Venture Capital*. Edward Elgar. 85–116.
- Avnimelech, Gil (2009): *VC policy: Yozma programme 15-years perspective*. Paper presented at the Summer Conference 2009 on CBS – Copenhagen Business School.
- Bajorfi Ákos: *Konkurenseket kapnak a magyar kockázati tőkések?* Insider Blog. 2013. április 19. Elérhető: http://insiderblog.hu/blogzine/2013/04/19/konkurenseket-kapnak-a-magyar-kockazati-tokesek/ Letötlés ideje: 2015.06.04.
- Bakos-Kovács Kitti: *A befektetési jegy értékpapírjogi megközelítésben.* ÜgyvédVilág. 2015.06.01. Elérhető: http://www.ugyvedvilag.hu/rovatok/publikaciok/a-befektetesi-jegy-ertekpapirjogi-megkozelitesben
- Balásházy Mária (1993): *Szindikátusi szerződés a társasági és polgári jog határán*. Gazdaság és Jog. 5. sz. 16.
- Balogh Sára et al. (1994): *Vállalati gazdaságtan*. Janus Pannonius Egyetemi Kiadó, Pécs.
- Bartal Judit et al. (2000): *Speciális társaságok. A társaságok különös formái – azonosságok, eltérések a gazdasági társaságokkal*. KJK-Kerszöv, Budapest.

- Basha, Anton – Waltz, Uwe (2001): *Convertible Securities and Optimal Exit Decisions in Venture Capital Finance*. Journal of Corporate Finance. 7. 285–306.
- Bauer, Ekkehardt –Burghof, Hans-Peter (2004): *The economics of state subsidies in early stage venture capital investments*. University of Hohenheim, Working Paper.
- Becsky-Nagy Patrícia – Papp Zsófia – Tóth Edina (2014): *A vidéki spin-off cégek létjogosultsága: debreceni és budapesti székhelyű spin-off vállalatok összehasonlító elemzése.* Közgazdász Fórum. 20–33.
- Becsky-Nagy Patrícia – Fazekas Balázs (2015): *Speciális kockázatok és kezelésük a kockázatitőke-finanszírozásban.* Vezetéstudomány. 46(3). 57–68.
- Bekkers, Rudi – Gilsing, Victor –van der Steen, Marianne (2006): *Determining factors of the effectiveness of IP-based spin-offs: Comparing the Netherlands and the US*. Journal of Technology Transfer. No. 31. 545–566.
- BÉT, 2004: *A nem állami kibocsátású hitelpapírok piaca Magyarországon*. BÉT Elemzések. 2004. január 14.
- Bishop, Carter G. (1995): *Unicorporated Limited Liability Business Organizations: Limited Liability Companies and Partnerships*. Suffolk University Law Review. Vol. 29. 985–1046.
- Bobrovszky Jenő (2006): *Rejtélyek és fortélyok. Hozzászólás az üzleti titok és a know-how kérdésköréhez a Polgári Törvénykönyv reformja kapcsán*. Magyar Tudomány. 11. 1385.
- Bomer, Mark (2003): *Due Diligence*. Pearson Financial Times, New York.
- Bonnet, Christofer –Wirtz, Peter (2010): *Investor type and new-venture governance: cognition vs. interest alignment.* Kutatási jelentés. 14. Elérhető: http://leg.u-bourgogne.fr/wp/1100704.pdf Letöltés ideje: 2012.02.07.
- Bosma, Niels – Wennekers, Sander –Amorós, José Ernesto (2012): *GEM – Global Entrepreneurship Monitor 2011 Extended Report: Entrepreneurs and Entrepreneurial Employees Across the Globe*. (Elérhető: http://www.gemconsortium.org/docs/download/2200. 2012.01.12.)
- Bradley, Daniel J. –Jordan, Bradford D. –Roten, Ivan C. –Yi, Ha-Chin (2001): *Venture capital and IPO lockup expiration: An empirical analysis*. Journal of Financial Research. No. 24. 465–493.
- Brander, James A. – Amit, Raphael – Antweiler, Werner (2002): *Venture-Capital Syndication: Improved Venture Selection vs. The Value-Added Hypothesis*. Journal of Economics & Management Strategy. 11. 423–452.
- Brander, James A. –Du, Quianquian –Hellman, Thomas F. (2010): *The effects of government-sponsored venture capital: International evidence.* NBER Working paper series. No. 16521.
- Branscomb, Lewis M. –Auerswald, Philip E. (2002): *Between Invention and Innovation. An Analysis of Funding for Early-Stage Technology Development.* Gaithersburg.
- Brav, Alon – Gompers, Paul A. (1997): *Myth or Reality? The Long-Run Underperformance of Initial Public Offerings: Evidence from Venture and*

Nonventure Capital-Backed Companies. The Journal of Finance. Vol. 52. No. 5. 1791–1821.

- Buzás Norbert (2003): A kis- és középvállalkozások innovációs tevékenysége. In: *Kis- és középvállalkozások a változó gazdaságban*. Jate-Press, Szeged. 175–216.
- Buzás Norbert (2004): A vállalkozói szellem szerepe a spin-off vállalkozások alapításában. In: Czagány L. – Szalay L. (szerk): *A szociális identitás, az információ és a piac*. Jate-Press, Szeged. 257–266.
- Bürgel, Oliver – Fier, Andreas – Licht, Georg – Murray, Gordon (2000): *Internationalisation of High-Tech Start-Ups and Fast-Growth Evidence for UK and Germany*. Discussion Paper 00-35, Centre for European Economic Research (ZEW). Mannheim.
- BVCA, 2009: *Benchmarking UK venture capital to the US and Israel: What lessons can be learned?* BVCA, London. 2009 május.
- Casamatta, Cathrine –Haritchabalet, Carole (2007): *Experience, screening and syndication in venture capital investments*. Journal of Financial Intermediation. Vol. 16. 368–398.
- Caselli, Stefano (2010): *Private Equity and Venture Capital in Europe: Markets, Techniques and Deals*. Elsevier.
- Casson, Peter D. –Martin, Roderick –Nisar, Tahir M. (2008): *The financing decisions of innovative firms*. Research in International Business and Finance. 22. 208–221.
- Chukumba, Celestine –Jensen, Richard (2005): *Univesity invention, entrepreneurship, and start-ups*. NBER Working Paper. No. 11475.
- Coase, Ronald H. (1937): *The nature of the firm*. Economica. Vol. 4. 386–405.
- Coase, Ronald H. (2004): *A vállalat, a piac és a jog*. Nemzeti Tankönyvkiadó, Budapest.
- Csizmazia Norbert (2004): *Tulajdon mint biztosíték?* Polgári Jogi Kodifikáció. 1-2. 3–22.
- Cumming, Douglas J. – MacIntosh, Jeffrey G. (2003): *A cross-country comparison of full and partial venture capital exits*. Journal of Banking and Finance. 27(3). 511–548.
- Cumming, Douglas J. –MacIntosh, Jeffrey G. (2006): *Crowding out private eqiuty: Canadian evidence*. Journal of Business Venturing. 21. 569–609.
- Cumming, Douglas J. –Fleming, Grant –Schwienbacher, Armin (2006): *Legality and venture capital exits*. Journal of Corporate Finance. 12(2). 214–245.
- Cumming, Douglas J. (2007a): *Government policy towards entrepreneurial finance: innovation investment funds*. Journal of Business Venturing. 22(2). 193–235.
- Cumming, Douglas J. (2007b): *Financing entrepreneurs. Better policy for Canadian venture capital*. Commentary. No. 247. 2007. április.

- Cumming, Douglas J. (2008): *Contracts and Exits in Venture Capital Finance*. AFA 2003 Washington, DC Meetings; The Review of Financial Studies. Vol. 21. No. 5. 1947–1982.
- Cumming, Douglas J. –Schmidt, D. –Walz, Uwe (2008): *Legality and venture capital governance around the world*. Journal of Business Venturing. doi:10.1016/j.jbusvent.2008.07.001
- Cumming, Douglas J. – Johan, Sophia A. (2008): *Preplanned exit strategies in venture capital*. European Economic Review. 52. 1209–1241.
- Cumming, Douglas J. – Johan, Sophia A. (2009): *Venture capital and private equity contracting*. Elsevier Academic Press.
- Cumming, Douglas J. – Gill, Andrej – Walz, Uwe (2010): *International Private Equity Valuation and Disclosure*. Northwestern Journal of International Law and Business. Vol. 29. No. 3. 617–642.
- EVCA – HVCA (1996): *A kockázati tőke üzletága Magyarországon.* EVCA – HVCA, Zaventem.
- EVCA (2004a): *Central and Eastern Europe Statistics 2004.* Special Paper, Brüsszel. 2005. október.
- EVCA (2004b): *CEE Success Stories 2004.* Special Paper, Brüsszel. 2004 október.
- EVCA (2005): *Central and Eastern Europe Statistics 2005.* An EVCA Special Paper, Brüsszel. 2006. november.
- EVCA (2006): *Central and Eastern Europe Statistics 2006.* Special Paper, Brüsszel. 2007. október.
- EVCA (2007a): *Central and Eastern Europe Statistics.* An EVCA Special Paper, Brüsszel. 2008. szeptember.
- EVCA (2007b): *Guide on Private Equity and Venture Capital for Entrepreneurs.* An EVCA Special Paper. 2007. november.
- EVCA Yearbook (2003–2008): *Pan-European Private Equity & Venture Capital Activity Report.* EVCA, Brüsszel.
- EVCA (2008):*Benchmarking European Tax and Legal Environments.* Brüsszel. 2008. október.
- EVCA (2011): *EVCA Central- and Eastern European Statistics 2010.* Brüsszel.
- EVCA (2012): *Yearbook 2011. Pan-European Private Equity & Venture Capital Activity Report.* EVCA, Brüsszel.
- Fenn, George W. – Liang, Nellie – Prowse, Stephen (1995): *The Economics of the Private Equity Market.* Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, DC. December. 4. Elérhető: http://www.federalreserve.gov/pubs/staffstudies/1990-99/ss168.pdf. Letöltés ideje: 2014.05.18.
- Fleischer, Victor (2005): *The Missing Preferred Return.* UCLA School of Law, Law-Econ Research Paper. No. 5-8.
- Florida, Richard – Smith, Donald F. jr. (1993): *Keep the Government out of Venture Capital.* Issues in Science and Technology. 9. 61–68.

- Futó Péter (2002): *Vállalat átvilágítás – EU csatlakozásra való felkészülés.* Vezetéstudomány. 6. sz. 32–46.
- Garamvölgyi Balázs (2014): *Új JEREMIE alapok a kockázati tőkepiacon.* 2014.02.27. (előadás) Elérhető: http://www.m27absolvo.hu/media/tender/1731.pdf. Letöltés ideje: 2014.05.14.
- GEM Hungary, 2004: (szerk. Szerb László): *Vállalkozásindítás, vállalkozói hajlandóság és a vállalkozási környezeti tényezők alakulása Magyarországon a 2000-es évek első felében.*
- GEM, 2009: Bosma, Niels – Levie, Jonathan: *Global Entrepreneurship Monitor, 2009 Global Report*.
- Gilson, Ronald J. – Black, Bernard S. (1999): *Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks Versus Stock Markets*. Journal of Financial Economics. No. 47. 243–277.
- Gilson, Ronald J. (2003): *Engineering a venture capital market: lessons from the American experience*. Stanford Law Review. 55(4). 1067–1103.
- Gompers, Paul – Lerner, Josh 1994: *An Analysis of Compensation in the US Venture Capital Partnership*. Harvard Business School Working Paper. No 95.
- Gompers, Paul –Lerner, Josh (1999a): *An analysis of compensation in the U.S. venture capital partnership*. Journal of Financial Economics. Vol. 51. 3–44.
- Gompers, Paul –Lerner, Josh (1999b): *The venture capital cycle*. The MIT Press, Cambridge, London.
- Gompers, Paul –Lerner, Josh (2001a): *The venture capital revolution*. Journal of Economic Perspectives. 15(2). 145–168.
- Gompers, Paul – Lerner, Josh (2001b): *The Money of Invention*. Boston Harvard Business School Press.
- Gompers, Paul –Lerner, Josh (2004): *The venture capital cycle*. The MIT Press Cambridge, London. 309–342.
- Gübeli, Manuel H. –Doloreux, David (2005): *An empirical study of university spin-off development*. European Journal of Innovation Management. Vol. 8. No. 3. 269–282.
- Halász Vendel – Kecskés András (2011): *Társaságok a tőzsdén.* HVGORAC, Budapest.
- Halpern László – Muraközy Balázs (2010): *Innováció és vállalati teljesítmény Magyarországon.* Közgazdasági Szemle. 57. évf. Április. 293–317.
- Harrison, Richard T. – Mason, Colin M. (2000): Editorial: *The role of public sector in the developement of a regional venture capital industry*. Venture Capital. 4. 243–253.
- Harsányi Gyöngyi (1997): *Befektetési jellegű szerződések kötelmi jogi elemzése*. Gazdaság és Jog. 3. 3–6.
- Harsányi Gyöngyi (2010): *A magyar értékpapírjog alapjai*. Egyetemi jegyzet. Novotni, Miskolc.

- Harsányi Gyöngyi (2012): *A befektetési szolgáltatások kötelmi jogi aspektusa*. PhD értekezés. Miskolci Egyetem Deák Ferenc Állam- és Jogtudományi Doktori Iskola.
- Heidinger, Franz – Hubalek, Andrea – Bárdos Péter – Bárdos Rita (2004): *Angol-Amerikai jogi nyelv*. HVGORAC.
- Hellmann, Thomas – Puri, Manju (2000): T*he Interaction between Product Market and Financing Strategy: The Role of Venture Capital*. Review of Financial Studies. Oxford University Press for Society for Financial Studies. Vol. 13. No. 4. 959–984.
- Hill, Brian E. – Power, Dee (2001): *Inside secrets to venture capital*. John Wiley&Sons, New York.
- Hirsch, Julia (2006a): *Public policy for venture capital financed innovation: A contract design approach*. Center for Financial Studies, Frankfurt.
- Hirsch, Julia (2006b): *Why do contracts differ between VC types? Market segmentation versus corporate governance varieties*. CFS Working Paper. No. 12.
- Hisrich, Robert – Michael Peters – Dean Shepherd (2009): *Entrepreneurship*. MacGrew-Hill, New York.
- HVCA (2011): *HVCA Jubelee 20 years yearbook.* HVCA, Budapest.
- HVCA (2012a): *Kockázati és magántőke iparági javaslatcsomag.* Elérhető: http://www.hvca.hu/wp-content/uploads/2012/05/HVCA-Position-paper-HUN-Final_v3.pdf. Letöltés ideje: 2012.06.13.
- HVCA (2012b): *Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület az új Polgári Törvénykönyvvel kapcsolatos észrevételei.* Elérhető: http://www.hvca.hu/wp-content/uploads/2012/05/Magyar-Kockazati-es-Magantoke-Egyesulet-eszrevetelei-az-uj-Ptk-tervezethez-120413.pdf. Letöltés ideje: 2012.06.10.
- ICC – Nemzetközi Kereskedelmi Kamara (2012): *The ICC Intellectual Property Roadmap*, *2012*.
- IHS Global Insight (2009[5]): *Venture impact. The economic importance of venture capital backed companies to the U.S. economy*.
- Illés István (2011): *Mire jó a bizalmi vagyonkezelés?* Jogtudományi Közlöny. 11. sz. 550–556.
- Jääskeläinen, Mikka – Maula, Markku – Murray, Gordon (2007): *Profit distribution and compensation structures in publicly and privately founded hybrid venture capital funds*. Research Policy. 36. 913–929.
- Jelic, Ranko – Saadouni, Brahim –Wright, Mike (2002): *Performance of Private to Public MBOs: The Role of Venture Capital*. EFMA 2002, London Meetings.
- Jeng, Leslie A. – Wells, Philip C. (2000): *The determinants of venture capital funding: evidence across countries*. Journal of Corporate Finance. 6. 241–289.
- Jensen, Michael C. – Meckling, William (1976): *Theory of the Firm: Managerial Behavior, agency costs, and capital structure.* Journal of Financial Economics. Vol. 3. 305–360.

- Kalske, Risto (1999): *Venture capital funding of public spin-offs.* Előadásanyag, elhangzott: OECD workshop on high-technology spin-offs from pulic support research. Párizs, 1999.12.08.
- Kaplan, Steven N. – Strömberg, Per (2003): *Financial Contracting Theory Meets the Real World: Evidence from Venture Capital Contracts*. Review of Economic Studies. No. 70. 281–315.
- Karsai Judit (1997): *A kockázati tőke lehetőségei a kis- és középvállalkozások finanszírozásában*. Közgazdasági Szemle. 44. évf. 165–174.
- Karsai Judit (1998): *A kockázati tőkéről befektetőknek és vállalkozóknak*. Módszertani füzetek III. MBV Rt, Budapest.
- Karsai Judit (1999): *A megfontoltan kockáztató tőkések. Kockázati-tőkebefektetések Magyarországon.* Közgazdasági Szemle. 46. évf. Szeptember. 789–812.
- Karsai Judit (2002): *Mit keres az állam a kockázatitőke-piacon? A kockázati tőke állami finanszírozása Magyarországon*. Közgazdasági szemle. 49. évf. November. 928–942.
- Karsai Judit (2004): *Helyettesítheti-e az állam a magántőke-befektetőket? Az állam szerepe a kockázatitőke-piacon.* MTA Közgazdaságtudományi Kutatóközpont. Műhelytanulmány. Budapest.
- Karsai Judit (2006a): *A magyarországi kockázatitőke-finanszírozás másfél évtizedes fejlődése Magyarországon és Kelet-Közép Európában*. Közgazdasági Szemle. 53. évf. November. 1023–1051.
- Karsai Judit (2006b): A magyarországi kockázatitőke-finanszírozás másfél évtizede (1989–2004). In: Makra Zsolt (szerk.): *A kockázati tőke világa.* Aula. 33–52.
- Karsai Judit (2007a): Az intézményes kockázatitőke-piac szerepe az innovatív cégek finanszírozásában. In: Makra Zs. (szerk.): *A technológia-orientált kisvállalkozások jellegzetességei és fejlesztése Magyarországon.* Universitas Szeged Kiadó, Szeged. 101–124.
- Karsai Judit (2007b): *Kifelé a zsákutcából. Állami kockázati tőke és innováció*. Közgazdasági Szemle. 54. évf. December. 1085–1102.
- Karsai Judit (2008a): *„Az aranykor vége". A kockázati- és magántőke-ágazat fejlődése Közép- és Kelet-Európában*. MTA Közgazdaságtudományi Intézet, Műhelytanulmány. Budapest.
- Karsai Judit (szerk.) (2008b): *A magyarországi kockázati- és magántőke-ipar ötéves fejlődése. Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület*. Budapest. Elérhető: www.hvca.hu
- Karsai Judit (2009): *A kockázati tőke szerepe az innováció finanszírozásában Magyarországon.* Külgazdaság. 53. évf. Május-június. 42–62.
- Karsai Judit (2010a): *Kockázati tőke a nyugdíjpénztárak szemszögéből.* HVCA.
- Karsai Judit (2010b): *A kockázati- és magántőke forrásai. Az intézményi befektetők szerepe a kockázati- és magántőke-ágazat forrásellátásában*. MTA Műhelytanulmányok. 29. Budapest.

- Karsai Judit (2013a): *Válság után: változó szerep a kockázatitőke-ágazatban.* Külgazdaság. Május-június. 12–34.
- Karsai Judit (2013b): *A kockázati tőke növekvő szerepe Magyarországon.* HVCA Almanach.
- Karsai Judit (2014): *Hol tart a közép-kelet-európai kockázati- és magántőkepiac öt évvel a válság után*? MTA Műhelytanulmányok. 15. 2014. július.
- Katits Etelka (2002): *Pénzügyi döntések a vállalati életciklusokban*. KJK-Kerszöv.
- Kenney, Martin – Florida, Richard (2000): Venture capital in Silicon Valley: Fuelling new firm formation. In: M. Kenny (ed.): *Understanding Silicon Valley: the anatomy of an entrepreneurial region*. Stanford University Press. 98–123.
- Kindler József (1987): A kockázat döntéselméleti megközelítése. In: Vári Anna (szerk.): *Kockázat és társadalom*. Akadémiai Kiadó, Budapest. 13–24.
- Kisfaludi András (1999): Hatalommegosztás a gazdasági társaságban. In: *Liber Amicorum: Studiorum L. Vékás Dedicata*. ELTE ÁJK Polgári Jogi Tanszék, Budapest. 155–176.
- Kisfaludi András (2001): Társaságok titkai – Titokvédelem a gazdasági társaságokban. In: *Ius Privatum Ius Commune Europae. Liber Amicorum. Studia FERENC MÁDL Dedicata*. ELTE ÁJK Nemzetközi Magánjogi Tanszék, Budapest. 151–168.
- Kisfaludi András (2007): *Társasági jog*. Complex.
- Kleinberger, Daniel S. (2006): *Direct Versus Derivative and the Law of Limited Liability Companies*. Legal Studies Research Paper Series Working Paper. No. 47.
- Klonowski, Darek (2010): *The venture capital investment process*. Palgrave Macmillan.
- Kolben György (1996): *A szindikátusi szerződés*. Közgazdasági és Jogi Kiadó, Budapest.
- Kosztopulosz Andreász – Makra Zsolt (2005): A kockázati tőke részvételének formái a technológia orientált vállalkozások fejlődésének kezdeti szakaszában. In: Buzás Norbert (szerk.): *Tudásmenedzsment és tudásalapú gazdaságfejlesztés*. SZTE Gazdaságtudományi Kar Közleményei. JATEPress, Szeged. 328–351.
- Kovács Balázs (2011a): *Innovation financing with ventrure capital – the role of state aid programs.* Konferencia-előadás és cikk. Právní Rozpravy 2011.02.08-12.
- Kovács Balázs (2011b): *Állami kockázati tőke a kkv-finanszírozásban*. PhD értekezés. SZE RGDI.
- Kovács Tamás (2013): *A kockázatitőke-befetetések hatása a gazdaságra*. PhD értekezés. Sopron.
- Kovácsné Antal Anita (2011): *Kockázatitőke-finanszírozás a hazai kis- és középvállalkozásokban*. Doktori értekezés. Kaposvári Egyetem, Gazdaságtudományi Doktori Iskola.

- Lajer Zsolt – Leszkoven László (2004): *A bizalmi (fiduciárius) biztosítékokról*. Polgári Jogi Kodifikáció. 1-2. 23–33.
- Landes, William L. –Posner, Richard A. (2003): *The economic structure of intellectual property law.* Harvard University Press.
- La Porta, Rafael et al. (1998): *Law and finance.* Journal of Political Economy. 106. 1113–1155.
- La Porta, Rafael et al. (2000): *Investor protection and corporate governance.* Journal of Financial Economics. No. 58. 3–27.
- Lawton, Thomas C. (2001): Missing the target: assessing the role of government in bridging the European equity gap and enhancing economic growth. Venture Capital. 4(1). 7–23.
- Lerner, Josh (1994a): *The syndication of venture capital investments*. Financial Management. 23. 16–27.
- Lerner, Josh (1994b): *Venture Capitalists and the decision to Go Public*. Journal of Financial Economics. 35. 293–316.
- Lerner, Josh (1999): *The government as venture capitalist: The long-run effects of the SBIR programme*. Journal of Business. 72. 285–318.
- Lerner, Josh (2000): *A brief Review of Venture Capital and Private Equity: a Casebook*. John Wiley, Toronto.
- Lerner, Josh (2002): *When bureocrats meet entrepreneurs: the design of effective 'public venture capital' programmes*. Economic Journal. 112. 73–84.
- Litvak, Kate (2004): *Venture Capital Limited Partnership Agreements: Understanding Compensation Arrangements*. Columbia Law and Economics Working Paper No. 254.
- Lovas Anita – Rába Viktória (2013): *Állami szerepvállalás a start-up vállalatok finanszírozásában*. Hitelintézeti Szemle. 5. 353–370.
- Lőrinczi Gyula (2012): *A korlátolt felelősségű társaság jogi jogi kockázatelemzése*. Gazdaság és Jog. 1. 3–10.
- Lukács Mónika – Sándor István – Szűcs Brigitta (2003): *Új típusú szerződések és azok gyakorlata a gazdasági életben*. HVGOrac, Budapest.
- Magyar Nemzeti Bank (MNB) (2015): *Elemzés a hazai kockázati tőkealapkezelők és alapok működéséről.* Budapest. Elérhető: http://felugyelet.mnb.hu/data/cms2428377/Elemzes_a_kovkazati_tokealapkezeloi_szektorrol_0202.pdf Letöltés ideje: 2015.06.01.
- Makra Zsolt – Kosztopulosz Andreász (2004): *Az informális kockázati tőkebefektetések szerepe az innovatív kisvállalkozások finanszírozásában Magyarországon*. Kutatási jelentés. Budapest-Szeged.
- Makra Zsolt – Kosztopulosz Andreász (2006): *Üzletiangyal-befektetések Magyarországon: elméleti alapvetés és empirikus eredmények nemzetközi összehasonlításban*. Vállalkozás és Innováció. I. évf. 1. szám. 102–125.
- Makra Zsolt (2007): *Egyéni (informális) kockázatitőke befektetések Magyarországon*. PhD értekezés, Pécsi Tudományegyetem.
- Mason, Colin M. –Harrison, Richard T. (1999)*: Editorial. Venture Capital: rationale, aims and scope.* Venture Capital. 1(1).1–46.

- Maula, Markku et al. (2006): *The prospect for success of early-stage venture capital in Finland*. Sitra report 70. Helsinki.
- Maula, Markku − Murray, Gordon − Jääskeläinen, Mikko (2006): *Public Financing of Young Innovative Companies in Finland.* Ministry of Trade and Industry.
- Menyhárd Attila (2005): A know-how apportálhatósága. In: *Emlékkönyv Lontai Endre egyetemi tanár tiszteletére.* ELTE-ÁJK Polgári Jogi Tanszék, Budapest. 129–141.
- Mérő László (2007): *A pénz evolúciója. Darwin és a gazdaság eredete*. Tercium, Budapest.
- Metzinger Péter (2008): *A vállalat mint tartalom és a társaság mint forma a globalizált üzleti jogban*. Doktori értekezés. Budapest–Pécs.
- Molnár Ambrus (2009): *A vételi jog biztosítéki célú alkalmazása. Kézirat, készült a Fővárosi Ítélőtábla Polgári Kollégiuma 2009. május 4.-i ülésére*. Elektronikusan elérhető: http://fovarosiitelotabla.birosag.hu/sites/default/-files/field_attachment/pk_2009_1_mellekletes.pdf
- Mowery, David C. et al. (2001): *The growth of patenting and licensing by U.S. universities: an assessment of the effects of the Bayh–Dole act of 1980*. Research Policy. 30. 99–119.
- MSZH (2005): Magyar Szabadalmi Hivatal – Nemzeti Innovációs Hivatal 2005: *Módszertani Útmutató a közfinanszírozású kutatóhelyek szellemitulajdon-kezelési szabályzatainak kidolgozásához*.
- MSZH (2010): Magyar Szabadalmi Hivatal: *A szellemitulajdon-kezelés a közfinanszírozású kutatóhelyeken. Összehasonlító elemzés és gyakorlati javaslatok*. 2010. március.
- Mustar, Philippe et al. (2006): *Conceptualising the heterogeneity of research-based spin-offs: A multi-dimensional taxonomy*. Research Policy. 35. 289–308.
- Myers, Stewart C. (1984): *The capital structure puzzle.* Journal of Finance. No. 7. 575–592.
- Nahata, Rajarishi (2008): *Venture capital reputation and investment performance.* Journal of Financial Economics. No. 90. 127–151.
- Naqi, Sayed Ahmed –Hettihewa, Samathala (2007): *Venture capital or private equity? The Asean experience.* Business Horizons. Vol. 50. 335–344.
- OECD (1997): *Government Venture Capital for Technology-Based Firms. Organization for Economic Co-operation and Developemet*. Párizs. OECD/GD(97)201.
- OECD (2004): *Venture Capital: Trends and Policy Recommendations*. OECD Science Technology Industy. Párizs.
- Onimus, Jil Caroline (2011): *Assessing the economic value of venture capital contracts. An option pricing approach.* Springer Verlag.
- Osman Péter (2005): *A kockázati tőke-típusú finanszírozásról*. Magyar Szabadalmi Hivatal. December.

- Osnabrugge, Mark Van (2000): *A comparison of business angel and venture capitalist investment process: An agency theory-based analysis*. Venture Capital. Vol. 2. No. 2. 91–109.
- Pace, Christopher Rebel J. (1995): *The case for a Federal Trade Secrets Act*. Harvard Journal of Law and Technology. Vol. 8. No. 2. 427–465.
- Papanek Gábor – Perényi Áron (2006): *Spin-offok a fejlett világban és Magyarországon.* Európai Tükör. 1. sz. 81–95.
- Papp Tekla (1999): Az apport megítélése Legfelsőbb Bíróság döntéseiben és a Társasági törvény apportálásra vonatkozó szabályainak hatása a joggyakorlatra. In: *Tanulmányok Dr. Veres József egyetemi tanár 70. születésnapjára*. Szeged. 259–261.
- Papp Tekla (2002): *Rövid bevezetés a német társasági jogba*. Jogelméleti Szemle. 3. sz. Elérhető: http://jesz.ajk.elte.hu/papp11.html
- Papp Telka (szerk.) (2011): *Atipikus szerződések.* Lectum, Szeged.
- Petz, Raymund et al. (2006): Az iparjogvédelmi tudatosság helyzete Magyarországon – egy vállalati felmérés tükrében. In: *Fehér könyv a szellemi tulajdon védelméről*. Magyar Szabadalmi Hivatal. 40–55.
- Plagge, Arnd (2006): *Public policy for venture capital. A comparison of the United States and Germany*. Deutscher Universitats-Verlag.
- Pukthuanthong, Kuntara –Thiengtham, Dolruedee –Walker, Thomas (2007): Why venture capital markets are well developed in some countries but comparatively small in others: Evidence from Europe. In: Gregoriou, Greg N. – Kooli, Maher – Kraeussl, Roman (eds.): *Venture capital in Europe*. Elsevier. 33–50.
- Rhoten, Diana – Walter W. Powell (2007): *The Frontiers of Intellectual Property: Expanded Protection Versus New Models of Open Science*. Annual Review of Law and Social Science. 12. 345–374.
- Renn, Ortwin (1992): Concepts of Risk: A Classification. In: Krimsky, S. – Golding, D. (szerk): *Social Theories of Risk*. Westport. 53–79.
- Romsics Viktor (2009): *A szindikátusi szerződés titokzatosságának kockázata*. Jogi Fórum. Elérhető: http://www.jogiforum.hu/hirek/21805 Letöltés ideje: 2012.04.02.
- Rosenberg, David (2002): *Venture Capital Limited Partnerships: A Study in Freedom of Contract*. Columbia Business Law Review. No. 363.
- Rosiello, Alessandro –Avnimelech, Gil –Teubal, Morris (2011): Towards a systematic and evolutionary framework for venture capital policy. In: Pyka, Andreas – Fonseca, Maria da Graca D. (eds.): *Catching up, spillovers and innovation networks in a schumpeterian perspective*. Springer-Verlag, Berlin–Heidelberg. 195–216.
- Salamonné Huszthy Anna (2006): *Magyarországi kis- és középvállalkozások életútjának modellezése.* Competitio. 5. évf. 1. sz. 59–76.
- Sapienza, Harry J. – Gupta, Anil K. (1994): *Impact of Agency Risks and Task Uncertainty on Venture Capitalist-CEO Interaction*. Academy of Management Journal. Vol. 37. No. 6. 1618–1632.

- Schartinger, Doris C. et al. (2002): *Knowledge interactions between universities and industry in Austria: sectoral patterns and determinants*. Research Policy. 31. 303–328.
- Schwienbacher, Armin (2005): *An Empirical Analysis of Venture Capital Exits in Europe and the United States*. EFA 2002 Berlin Meetings Discussion Paper.
- Sergi, Lisa D. – S. Jones, Scott – Kuusisto, Mary B. (2008): *Small Business Stock Incentives – Time for a fresh approach*. NVCA.
- Sik Endre (2002): *Tőke-e a kapcsolati tőke, s ha igen, mennyiben nem*? Szociológiai Szemle. 2. sz. 72–95.
- Smahó Melinda (2005): *Szabadalmak, szabadalmi bejelentések és területi innovativitás Magyarországon*. Tér és Társadalom. 19. évf. 3-4. 61–79.
- Sørheim, Roger –Øystein Widding, Lars –Oust, Martin –Madsen, Øystein (2011): *Funding of university spin-off companies: a conceptual approach to financing challenges.* Journal of Small Business and Enterprise Development. Vol. 18. No. 1. 58–73.
- Söderblom, Anna –Wiklund, Johan (2006): *Factors determining the performance of early stage hightechnology venture capital funds: A review of the academic literature*. Small Business Service, London.
- Storberg, Julia (2002): *The Evolution of Capital Theory: A Critique of a Theory of Social Capital and Implications for HRD*. Human Resource Development Review. December. 468–499.
- Széchényi László (2002): *Értékpapírjog*. Dialóg Campus Kiadó, Budapest–Pécs.
- Székely Anita (2012): *A válságra tett szabályozói lépések az Egyesült Államokban.* Hitelintézeti Szemle. 3. 230–253.
- Szerb László (2000): *Kisvállalati gazdaságtan és vállalkozástan*. Pécsi Tudományegyetem, Pécs.
- Szerb László (szerk.) (2005): *Vállalkozásindítás, vállalkozói hajlandóság, és a vállalkozási környezeti tényezők alakulása Magyarországon a 2000-es évek első felében*. Pécsi Tudományegyetem, Pécs.
- Szerb László (2006): Az informális tőkebefektetés és a kockázati tőke szerepe a vállalatok finanszírozásában. In: Makra Zsolt (szerk.): *A kockázati tőke világa.* Aula. 95–122.
- Szerb László – Ulbert József (2007): *Vállalkozásbarát adórendszer: A mikro- és kisvállalkozások adózással kapcsolatos adminisztratív terhelésének felmérése és az adminisztratív terhelések csökkentésére szolgáló javaslatok kidolgozására*. Pécsi Tudományegyetem Közgazdaságtudományi Kar, kutatási jelentés. Elérhető: http://egyszeruallam.hu/wp-content/uploads/dok/Vallalkozasbarat.pdf
- Timmons, Jeffry A. (1990): *New Venture Creation: Entrepreneurship in the 1990s*. Irwin, Homewood.
- Tomori Erika (2003): Értékpapír- és tőzsdejog. In: Petrik Ferenc (szerk.): *Bankjog*. HVG ORAC, Budapest.

- Tóth Balázs István (2010): *Az immateriális és a területi tőke összefüggései*. Tér és Társadalom. 24. évf. 1. sz. 65–81.
- Török Tamás (2005): *A tájékoztatási kötelezettség és az üzleti titok védelme a társasági jogban*. Gazdaság és jog. 12. 3–10.
- Török Tamás (2011): *Az üzletrész- és a részvényátruházás, – átszállás korlátozása és kizárása*. Gazdaság és jog. 2. 3–10.
- Ujlaki László (1997): *A társasági és a szindikátusi szerződés összefüggései*. Gazdaság és Jog. 2. 24.
- Vancas, Ingrid (2010): *Due Diligence and Risk Assessment of an Alternative Investment Fund*. Diplomica Verlag.
- Vékás Lajos (2010): *Bizalmi vagyonkezelés a francia magánjogban*. Gazdaság és Jog. 9-10. sz. 3–9.
- Vezekényi Ursula – Bodor Mária (2009): *Az üzletrész- és a részvényátruházás során gyakorolható elővásárlási jog egyes kérdéseiről.* Gazdaság és Jog. 11. 3–10.
- Vida Sándor (2005): Közösségi védjegyjog és a közösségi védjegy Magyarországon. In: *Fehér Könyv a szellemi tulajdon védelméről – 2005*. MSZH-MSZTT, Budapest. 73–83.
- Vigh György Zsolt (szerk.) (2008): *Tőkebevonási Kalauz*. Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület.
- Wang, Lanfang – Wang, Susheng (2009): Syndication as a Management Strategy. In: Bergmann, M. – Faus, T. (eds.): *Handbook of Business and Finance*. Nova Science Publishers. Inc. Chapter 9.
- Watson, Brian – Lerner, Josh (2007): *The Public Venture Capital Challenge: The Australian Case*. National Bureau of Economic Research, Working Paper Series.
- Wellmann György (2003): *A társasági, illetve a polgári jogban mi lehet a tulajdon, és ebből következően az apportálás, illetve átruházás tárgya*? Gazdaság és Jog. 10. sz. 11–14.
- Wessner, Charles W. (ed.) (2004): *SBIR: Program diversity and assessmen challenges. Report of a symposium*. The National Academic Press, Washington D.C.
- Williamson, Oliver E. (1979): *Transaction cost economics: The governance of contractual relations.* Journal of Law and Economics. Vol. 22. No. 2. 233–261.
- Williamson, Oliver E. (1998): *Corporate Finance and Corporate Governance*. Journal of Finance. No. 3.
- Wilmerding, Alex (2006): *Term Sheets and Valuations. A Line by Line Look at the Intricacies of Venture Capital Term Sheets & Valuations*. Aspatore Books, Boston.
- Winton, Andrew –Yerramilli, Vijah (2008): *Entrepreneurial finance: Banks versus venture capital*. Journal of Financial Economics. No. 88. 51–79.
- World Bank (2006): *Where is the Wealth of Nations*? World Bank, Washington.

- World Economic Forum (2014): Global *Competitiveness Report 2014–2015*. Elérhető: http://reports.weforum.org/global-competitiveness-2014-2015/
- Wright, Mike –Locket, Andy (2003): *The Structure and Management of Alliances: Syndication in the Venture Capital Industry*. Journal of Management Studies. No. 40. 2073–2102.
- Wright, Mike (2007): Private equity and management buy-outs. In: Landström (ed.): *Handbook of research on venture capital*. Edward Elgar. 281–312.
- Zsupanekné Palányi Ildikó (2007): A vállalati növekedés a vállalati életciklusmodellek tükrében. In: *Budapesti Gazdasági Főiskola Tudományos Évkönyv 2007*. 45–56.
- Zucker et al. (2002): *Commercializing knowledge: University science, knowledge capture, and firm performance in biotechnology*. Management Science. 48(1). 138–153.

Melléklet I.

Az Európai Parlament és a Tanács 345/2013/EU rendelete (2013. április 17.) az európai kockázatitőke-alapokról (EGT-vonatkozású szöveg)

AZ EURÓPAI PARLAMENT ÉS AZ EURÓPAI UNIÓ TANÁCSA,

tekintettel az Európai Unió működéséről szóló szerződésre és különösen annak 114. cikkére,

tekintettel az Európai Bizottság javaslatára,

a jogalkotási aktus tervezete nemzeti parlamenteknek való megküldését követően,

tekintettel az Európai Központi Bank véleményére,

tekintettel az Európai Gazdasági és Szociális Bizottság véleményére,

rendes jogalkotási eljárás keretében,

mivel:

1) A kockázati tőke finanszírozást nyújt olyan vállalkozásoknak, amelyek általában nagyon kicsik, vállalati fejlődésük kezdeti szakaszában vannak, valamint jelentős növekedési és terjeszkedési lehetőségeik vannak. A kockázatitőke-alapok emellett értékes szakértelmet és tudást, üzleti kapcsolatokat, márkaértéket (brand equity) adnak és stratégiai tanácsadást nyújtanak a vállalkozásoknak. A kockázatitőke-alapok azáltal, hogy finanszírozást és tanácsadást nyújtanak ezeknek a vállalkozásoknak, serkentik a gazdasági növekedést, hozzájárulnak a munkahelyek létrehozásához és a tőke mobilizációjához, elősegítik az innovatív vállalkozások létrehozását és elterjedését, növelik azok kutatási-fejlesztési befektetéseit, és táplálják a vállalkozói szellemet, az innovációt és a versenyképességet, összhangban az „Európa 2020: Az intelligens, fenntartható és inkluzív növekedés stratégiája” című, 2010. március 3-i bizottsági közleményben meghatározott Európa 2020 stratégia (Európa 2020) célkitűzéseivel és a tagállamok előtt álló hosszú távú kihívásokkal – mint például az európai stratégiai és politikai elemzési rendszer „Globális trendek 2030-ig: Állampolgárok egy összefonódó és több központú világban” című, 2012. márciusi jelentésében meghatározott kihívásokkal – összefüggésben.
2) Közös keretszabályok meghatározására van szükség az „EuVECA” megnevezésnek a minősített kockázatitőke-alapokra való használata, különösen

az e megnevezéssel működő alapok portfólió-összetétele, azok finanszírozható befektetési célja, az általuk használható befektetési eszközök, valamint az ilyen alapokba történő befektetés szempontjából az Unióban egységes szabályok szerint elfogadható befektetői csoportok vonatkozásában. Ilyen közös keretrendszer hiányában fennáll annak kockázata, hogy a tagállamok nemzeti szinten olyan eltérő intézkedéseket hoznak, amelyek közvetlen negatív hatást gyakorolnak a belső piacra, és akadályozzák annak megfelelő működését, mivel az egész Unióban működtetni kívánt kockázatitőke-alapokra az egyes tagállamokban különböző szabályok lennének érvényesek. A portfólió-összetételre, a befektetési célokra és a jelentős befektetőkre vonatkozó eltérő minőségi követelmények emellett eltérő befektetővédelmi szinteket eredményezhetnek, továbbá a minősített kockázatitőke-alapok befektetési ügyletei tekintetében zavaros elképzelésekhez vezethetnek. Emellett a befektetőknek össze kell tudniuk hasonlítani a különböző minősített kockázatitőke-alapok befektetési ügyleteit. Fel kell számolni a minősített kockázatitőke-alapok határokon átnyúló forrásbevonási tevékenységét akadályozó jelentős tényezőket, meg kell akadályozni az említett alapok közötti verseny torzulását, és elejét kell venni annak, hogy a jövőben bármely olyan további tényező léphessen fel, amely akadályozhatná az alapok forgalmazását, és jelentős mértékben torzíthatná a versenyt. Következésképpen e rendelet tekintetében az Európai Unió működéséről szóló szerződés 114. cikke – ahogyan azt az Európai Unió Bíróságának állandó ítélkezési gyakorlata értelmezi – a megfelelő jogalap.

3) Szükség van egy olyan rendelet elfogadására, amely a minősített kockázatitőke-alapok tekintetében egységes szabályokat állapít meg, és valamennyi tagállamban megfelelő kötelezettségeket ír elő az Unióban az „EuVECA” megnevezés alatt forrásbevonást végrehajtani kívánó kezelőikre vonatkozóan. Ezeknek a követelményeknek biztosítaniuk kell a kockázatitőke-alapokba befektetni kívánó befektetők bizalmát.

4) Az „EuVECA” megnevezés használatára vonatkozó minőségi követelmények rendeletben történő megállapítása biztosítja, hogy e követelmények közvetlenül alkalmazandók legyenek az olyan kollektív befektetési vállalkozások kezelőire, amelyek e megnevezés alatt végeznek forrásbővítést. Ezenkívül az irányelvek átültetésének következményeként kialakuló eltérő nemzeti követelmények megelőzésével biztosítja azt is, hogy egységes feltételek vonatkozzanak a megnevezés használatára. A kollektív befektetési vállalkozások e megnevezést használó kezelőinek az Unió egészében azonos szabályokat kell követniük, ami a befektetők bizalmát is növelni fogja. E rendelet csökkenti a szabályozás bonyolultságát és a kezelőknek a kockázatitőke-alapokat szabályozó,

gyakran eltérő nemzeti szabályoknak való megfeleléssel járó költségeit, különösen azon kezelők esetében, amelyek határokon átnyúló módon kívánnak forrásbevonást végrehajtani. E rendelet a verseny torzulásának megakadályozásához is hozzájárul.

5) Amint a Bizottság 2011. december 7-i, „Cselekvési terv a kkv-k finanszírozáshoz való hozzájutásának javítására” című közleményében megállapítja, a Bizottság 2012-ben fejezi be a határokon átnyúló kockázatitőke-befektetéseket hátráltató adózási akadályok vizsgálatát annak érdekében, hogy 2013-ban olyan megoldásokat mutasson be, amelyek célja az akadályok megszüntetése, és egyúttal az adókikerülés és az adócsalás megelőzése.

6) Lehetővé kell tenni, hogy a minősített kockázatitőke-alapok külső vagy belső kezelésűek legyenek. Amennyiben egy minősített kockázatitőke-alap belső kezelésű, az alap egyben a kezelő is, ezért a kezelőkre vonatkozó, e rendelet szerinti valamennyi követelménynek eleget kell tennie, és azt e rendelettel összhangban nyilvántartásba kell venni. Egy belső kezelésű minősített kockázatitőke-alap számára ugyanakkor nem lehet engedélyezni, hogy más kollektív befektetési vállalkozások vagy átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozások (ÁÉKBV-k) külső kezelője legyen.

7) Az e rendelet és a kollektív befektetési vállalkozásokra és azok kezelőire vonatkozó más szabályok közötti kapcsolat tisztázása érdekében szükséges megállapítani, hogy ez a rendelet kizárólag olyan, az átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozásokra (ÁÉKBV) vonatkozó törvényi, rendeleti és közigazgatási rendelkezések összehangolásáról szóló, 2009. július 13-i 2009/65/EK európai parlamenti és tanácsi irányelv hatálya alá tartozó ÁÉKBV-ktől eltérő kollektív befektetési vállalkozások kezelőire alkalmazandó, amelyek az Unióban letelepedettek, és az alternatívbefektetésialap-kezelőkről szóló, 2011. június 8-i 2011/61/EU európai parlamenti és tanácsi irányelvvel összhangban a letelepedésük szerinti tagállam hatáskörrel rendelkező hatósága nyilvántartásba vette őket, feltéve, hogy az említett kezelők minősített kockázatitőke-alapok portfólióit kezelik. Ugyanakkor az e rendelet szerint nyilvántartásba vett kockázatitőke-alapok külső kezelői számára is meg kell engedni, hogy ÁÉKBV-kat kezeljenek, amennyiben a 2009/65/EK irányelv szerint engedélyük van rá.

8) E rendeletet továbbá kizárólag azon kollektív befektetési vállalkozások kezelőire kell alkalmazni, amelyek kezelt eszközeinek összesített értéke nem haladja meg a 2011/61/EU irányelv 3. cikke (2) bekezdésének b) pontjában említett küszöbértéket. Az e rendelet szerinti küszöbérték ki-

számítása azonos a 2011/61/EU irányelv 3. cikke (2) bekezdésének b) pontjában említett küszöbértékével.

9) Ugyanakkor azon, e rendelet szerint nyilvántartásba vett kockázatitőkealap-kezelők, amelyek kezelt eszközeinek összesített értéke meghaladja a 2011/61/EU irányelv 3. cikke (2) bekezdésének b) pontjában meghatározott küszöbértéket, és amelyeknek ezért az említett irányelv 6. cikke szerint engedélyt kell kérniük a letelepedésük szerinti tagállam hatáskörrel rendelkező hatóságaitól, továbbra is használhatják az „EuVECA" megnevezést a minősített kockázatitőke-alapok Unióban történő forgalmazása során, amennyiben megfelelnek az említett irányelvben meghatározott követelményeknek, és továbbra is megfelelnek az „EuVECA" megnevezés használatára vonatkozó, az e rendeletben a minősített kockázatitőke-alapokkal kapcsolatban meghatározott bizonyos követelményeknek. Ez egyaránt vonatkozik a meglévő minősített kockázatitőke-alapokra és a küszöbérték meghaladását követően létrehozott minősített kockázatitőke-alapokra.

10) Ez a rendelet nem alkalmazandó, ha a kollektív befektetési vállalkozás kezelője nem kívánja használni az „EuVECA" megnevezést. Ezekben az esetekben továbbra is a meglévő nemzeti és az általános uniós szabályok alkalmazandók.

11) E rendeletnek egységes szabályokat kell megállapítania a minősített kockázatitőke-alapok jellegére, különösen az olyan minősített portfólióvállalkozásokra vonatkozóan, amelyekbe a minősített kockázatitőke-alapok jogosultak befektetni, valamint az alkalmazandó befektetési eszközökre vonatkozóan. Ez azért szükséges, hogy a minősített kockázatitőke-alapok fogalma világosan elhatárolódjon az olyan alternatív befektetési alapoktól, amelyek más, kevésbé szakosodott befektetési stratégiát alkalmaznak, mint például a kivásárlások vagy a spekulatív ingatlanbefektetések, amelyeket e rendelet nem kíván ösztönözni.

12) Az e rendelettel szabályozandó kollektív befektetési vállalkozások pontos körülírásának céljával összhangban, és annak biztosítása érdekében, hogy e befektetési vállalkozások a vállalati fejlődés kezdeti szakaszában lévő kisvállalkozások tőkeellátását segítsék, azokat az alapokat kell minősített kockázatitőke-alapoknak tekinteni, amelyek az összesített tőke-hozzájárulásaik és le nem hívott tőkéjük legalább 70 %-át ilyen vállalkozásokba kívánják befektetni. A minősített kockázatitőke-alapok számára nem lehet megengedni, hogy összesített tőke-hozzájárulásaiknak és le nem hívott tőkéjüknek több mint 30 %-át minősített befektetésektől eltérő eszközökbe fektessék be. Ez azt jelenti, hogy míg a nem minősített befektetésekre vonatkozó felső határnak mindenkor a 30 %-os küszöbértéknek kell len-

nie, a minősített befektetésekre vonatkozóan a 70 %-os küszöbértéket kell fenntartani a minősített kockázatitőke-alap teljes fennállása során. E küszöbértékeket a vonatkozó költségek, valamint készpénz és pénzeszközegyenértékesek levonása után befektethető összegek alapján kell kiszámítani. E rendeletnek meg kell határoznia a küszöbértékek kiszámításához szükséges részleteket.

13) E rendelet célja a kis- és középvállalkozások (kkv-k) növekedésének és innovációjának erősítése az Unióban. A harmadik országokban letelepedett minősített portfólióvállalkozásokba történő befektetés révén nőhet a minősített kockázatitőke-alapok tőkéje, ami az uniós kkv-k hasznára válhat. Azonban e rendelet semmilyen körülmények között nem hozhatja előnyös helyzetbe az olyan harmadik országokban letelepedett portfólióvállalkozásokba történő befektetéseket, amelyek nem kötöttek megfelelő együttműködési megállapodást a minősített kockázatitőke-alap kezelőjének letelepedése szerinti tagállam hatáskörrel rendelkező hatóságaival és más olyan tagállamokkal, amelyekben a minősített kockázatitőke-alap befektetési jegyeit vagy részvényeit forgalmazni kívánják, vagy adóügyi kérdésekben nincs tényleges információcsere közöttük.

14) A minősített kockázatitőke-alapnak első lépésként az Unióban letelepedettnek kell lennie ahhoz, hogy jogosult legyen az e rendelettel létrehozott „EuVECA” megnevezés használatára. A Bizottságnak az e rendelet alkalmazásának kezdő időpontját követő két éven belül felül kell vizsgálnia az „EuVECA” megnevezés Unióban letelepedett alapok esetében történő használatára vonatkozó korlátozásokat, figyelembe véve az azon intézkedésekre vonatkozó bizottsági ajánlás alkalmazásának tapasztalatait, amelyek célja az, hogy harmadik országokat a jó adóügyi igazgatás minimális szabályainak alkalmazására ösztönözzenek.

15) A minősített kockázatitőkealap-kezelőknek képesnek kell lenniük arra, hogy az alap életciklusa alatt további tőke-hozzájárulásokat vonzzanak. Az ilyen, a minősített kockázatitőke-alap életciklusa alatt eszközölt további tőke-hozzájárulásokat a következő, nem minősített eszközökbe történő befektetés tervezésekor kell figyelembe venni. További tőkekövetelményeket kell lehetővé tenni a minősített kockázatitőke-alapok alapszabályában, illetve létesítő okiratában meghatározott kritériumoknak és feltételeknek megfelelően.

16) A minősített befektetéseket sajáttőke- vagy kvázisajáttőke-eszközök formájában kell eszközölni. A kvázisajáttőke-eszközök olyan típusú, saját tőkét és hitelt kombináló finanszírozási eszközökből állnak, amelyek esetében az eszköz hozamát a minősített portfólióvállalkozás nyereségével vagy veszteségével kapcsolták össze, és az eszköz visszafize-

tése nemteljesítés esetén nem teljes mértékben biztosított. Ezek az eszközök finanszírozási eszközök széles körét foglalják magukban, így például alárendelt kölcsönöket, csendes részesedéseket, nyereségrészesedésre jogosító hiteleket, nyereségrészesedési jogokat, átváltható kötvényeket és opciós utalványt is tartalmazó kötvényeket. A sajáttőke- vagy kvázisajáttőke-eszközök lehetséges kiegészítéseként – nem helyettesítve azokat – lehetővé kell tenni, hogy a minősített kockázatitőke-alap egy olyan minősített portfólióvállalkozás számára nyújtson biztosított vagy nem biztosított hiteleket, például áthidaló finanszírozást, amelyben a minősített kockázatitőke-alap már rendelkezik minősített befektetésekkel, amennyiben a minősített kockázatitőke-alap összesített tőke-hozzájárulásainak és le nem hívott tőkéjének legfeljebb 30 %-át használja fel ilyen hitelek céljára. Ezenkívül a kockázatitőkepiac meglévő gyakorlatainak figyelembevétele érdekében lehetővé kell tenni a minősített kockázatitőke-alap számára, hogy megvásárolja egy minősített portfólióvállalkozás meglévő részvényeit az adott vállalkozás jelenlegi részvényeseitől. Továbbá a lehető legtágabb forrásbevonási lehetőségek biztosítása érdekében engedélyezni kell a más minősített kockázatitőke-alapokba történő befektetést. Annak megakadályozása érdekében, hogy a minősített portfólióvállalkozásokba történő befektetések felhíguljanak, a minősített kockázatitőke-alapoknak csak akkor szabad engedélyezni a más minősített kockázatitőke-alapokba történő befektetést, amennyiben a minősített kockázatitőke-alap összesített tőke-hozzájárulásainak és le nem hívott tőkéjének legfeljebb 10 %-át fekteti be más minősített kockázatitőke-alapokba.

17) A kockázatitőke-alapok legfőbb tevékenysége a kkv-knak elsődleges befektetések révén nyújtott finanszírozás. A kockázatitőke-alapok jellegüknél fogva nem folytathatnak rendszerszintű jelentőségű banki tevékenységeket az általános prudenciális keretszabályozáson kívül (úgynevezett „árnyékbanki tevékenység”), és nem követhetnek olyan, a magántőkére jellemző stratégiákat, mint például a tőkeáttételes kivásárlás.

18) Összhangban az Európa 2020-szal, e rendelet célja a valós gazdaságban működő innovatív kkv-kba történő kockázatitőke-befektetések ösztönzése. A hitelintézeteket, befektetési cégeket, biztosítási vállalkozásokat, pénzügyi holdingokat és vegyes tevékenységű társaságokat ezért ki kell zárni a minősített portfólióvállalkozások e rendelet szerinti meghatározásából.

19) Olyan szabályokat kell meghatározni, amelyek révén a minősített kockázatitőke-alapok elsősorban közvetlenül kibocsátott eszközökbe fektetnek be, mert így biztosítható, hogy az e rendelet szerinti minősített kockázatitőke-alapok megkülönböztethetőek legyenek a kibocsátott

értékpapírokkal a másodlagos piacon kereskedő alternatív befektetési alapok szélesebb körű kategóriájától.

20) Annak érdekében, hogy a minősített kockázatitőkealap-kezelők bizonyos fokú rugalmassággal rendelkezzenek minősített kockázatitőkealapjaik befektetés- és likviditáskezelésében, lehetővé kell tenni a – például a nem minősített portfóliótársaságok részvényeivel vagy részesedéseivel – kereskedést vagy nem minősített befektetések vásárlását az összesített tőkehozzájárulások és a le nem hívott tőke 30 %-át meg nem haladó maximális küszöbértékig.

21) Annak érdekében, hogy az „EuVECA” megnevezés az Unió egész területén a befektetők számára megbízható és könnyen azonosítható legyen, a minősített kockázatitőke-alapok Unióban történő forgalmazásakor az „EuVECA” megnevezést kizárólag azok a minősített kockázatitőkealap-kezelők használhatják, amelyek megfelelnek az e rendeletben meghatározott egységes minőségi kritériumoknak.

22) Annak érdekében, hogy a minősített kockázatitőke-alapok a céljuknak megfelelő, elkülönült és azonosítható profillal rendelkezzenek, egységes szabályokat kell bevezetni az ilyen alapok portfólió-összetételére és engedélyezett befektetési technikáira vonatkozóan.

23) Annak érdekében, hogy a minősített kockázatitőke-alapok ne járuljanak hozzá rendszerszintű kockázatok kialakulásához, valamint hogy az ilyen alapok befektetési tevékenységük során a minősített portfóliótársaságok támogatására összpontosítsanak, meg kell tiltani az alap szintjén a tőkeáttétel alkalmazását. A minősített kockázatitőkealap-kezelők a minősített kockázatitőke-alap szintjén csak azzal a feltétellel vehetnek fel kölcsönt, bocsáthatnak ki hitelviszonyt megtestesítő értékpapírt, vagy vállalhatnak garanciát, ha ezeket a kölcsönöket, garanciákat vagy kitettségeket le nem hívott kötelezettségvállalások fedezik, és így nem emelik az alap kockázatát a lekötött tőkéjének szintjét meghaladóan. A tőkekövetelményeknek teljes mértékben megfelelő minősített kockázatitőke-alapok befektetőinek készpénzelőlegei nem növelik a minősített kockázatitőke-alap kockázatát, ezért engedélyezni kell azokat. Annak érdekében továbbá, hogy az alapok fedezni tudják azokat a rendkívüli likviditási hiányokat, amelyek a lehívható tőkének a befektetőktől történő lehívása és az alap számláján történő tényleges jóváírása között előfordulhatnak, a rövid távú kölcsönfelvételt meg kell engedni, amennyiben az ilyen hitelfelvétel összege nem haladja meg az alap le nem hívott tőkéjét.

24) Annak érdekében, hogy a minősített kockázatitőke-alapok forgalmazása csak olyan befektetők részére történjen, akik rendelkeznek tudással,

tapasztalattal és szakértelemmel ahhoz, hogy meghozzák saját befektetési döntéseiket és megfelelően értékeljék az ilyen alapokhoz kapcsolódó kockázatokat, valamint a minősített kockázatitőke-alapok iránti befektetői bizalom megtartása érdekében bizonyos biztosítékokról kell rendelkezni. A minősített kockázatitőke-alapokat ebből kifolyólag csak szakmai ügyfelek részére, vagy a pénzügyi eszközök piacairól szóló, 2004. április 21-i 2004/39/EK európai parlamenti és tanácsi irányelv értelmében szakmai ügyfélnek tekinthető befektetők részére szabad forgalmazni. Annak érdekében azonban, hogy a minősített kockázatitőke-alapok befektetőinek köre megfelelően széles legyen, kívánatos, hogy egyes más befektetők, többek között a magas tőkefedezettel rendelkező magánszemélyek is hozzáférhessenek a minősített kockázatitőke-alapokhoz. Ezen egyéb befektetők tekintetében azonban külön biztosítékokat kell megállapítani annak garantálására, hogy a minősített kockázatitőke-alapokat kizárólag olyan befektetők részére forgalmazzák, amelyek az ilyen befektetésekhez megfelelő profillal rendelkeznek. Ezek a biztosítékok kizárják a rendszeres megtakarítási formákon keresztül történő forgalmazást. Továbbá lehetővé kell tenni, hogy a minősített kockázatitőkealap-kezelő ügyvezetői, igazgatói és a vezetésben szerepet vállaló alkalmazottjai befektetéseket hajtsanak végre, amennyiben azok az általuk kezelt minősített kockázatitőke-alapba irányulnak, mivel ezek a személyek kellő ismeretekkel rendelkeznek ahhoz, hogy kockázatitőke-befektetésekben vegyenek részt.

25) Annak érdekében, hogy csak azok a minősített kockázatitőkealap-kezelők használhassák az „EuVECA” megnevezést, amelyek piaci viselkedésük tekintetében teljesítik az egységes minőségi kritériumokat, szabályokat kell megállapítani az üzletvitelre, valamint e kezelőknek a befektetőikkel fenntartott kapcsolatára vonatkozóan. Ugyanezen okból egységes feltételeket kell megállapítani az összeférhetetlenség e kezelők általi kezelésére vonatkozóan. E szabályoknak és feltételeknek azt is meg kell követelniük, hogy a kezelők rendelkezzenek az összeférhetetlenség megfelelő kezeléséhez szükséges szervezeti és adminisztratív eszközökkel.

26) Amennyiben egy minősített kockázatitőkealap-kezelő harmadik felekre kíván feladatokat ruházni, az ilyen feladatátruházás nem befolyásolhatja a kezelő felelősségét a kockázatitőke-alappal és befektetőivel szemben. A kezelő továbbá nem ruházhat át feladatokat olyan mértékben, hogy lényegileg már ne legyen a minősített kockázatitőke-alap kezelőjének tekinthető, és postafiókcéggé váljon. A kezelő továbbra is felel az átruházott feladatok megfelelő teljesítéséért, valamint e rendelet folyamatos betartásáért. A feladatátruházás nem befolyásolhatja hátrányosan

a kezelő felügyeletének hatékonyságát, és nem akadályozhatja azt, hogy a kezelő az alap befektetőinek megfelelő módon fellépjen, vagy hogy az alapot ilyen módon kezeljék.

27) Az „EuVECA” megnevezés integritásának biztosítása érdekében minőségi kritériumokat kell megállapítani a minősített kockázatitőkealap-kezelő szervezeti felépítésére vonatkozóan. Ezért egységes és arányos követelményeket kell meghatározni a megfelelő technikai és emberi erőforrások meglétére vonatkozóan.

28) A minősített kockázatitőke-alapok megfelelő kezelésének biztosítása érdekében, és azért, hogy a kezelőik kezelni tudják a tevékenységeikből adódó esetleges kockázatokat, egységes és arányos követelményeket kell meghatározni a minősített kockázatitőkealap-kezelők rendelkezésére álló elegendő saját források fenntartására vonatkozóan. Az ilyen saját források összegének elegendőnek kell lennie a folytonosság és a minősített kockázatitőke-alapok megfelelő kezelésének biztosítására.

29) A befektetővédelem érdekében gondoskodni kell a minősített kockázatitőke-alap eszközeinek megfelelő értékeléséről. A minősített kockázatitőke-alapok alapszabályának vagy létesítő okiratának ezért előírásokat kell tartalmaznia az eszközértékelésre vonatkozóan. Ezzel biztosítható az értékelés integritása és átláthatósága.

30) Annak biztosítása érdekében, hogy az „EuVECA” megnevezést használó minősített kockázatitőkealap-kezelők megfelelően számot adjanak tevékenységükről, egységes szabályokat kell megállapítani az éves beszámolóra vonatkozóan.

31) Annak érdekében, hogy a befektetők szemében meg lehessen őrizni az „EuVECA” megnevezés integritását, fontos, hogy ezt a megnevezést csak azok a minősített kockázatitőkealap-kezelők használhassák, amelyek a befektetési politikájuk és befektetési céljaik tekintetében teljes mértékben átláthatóak. Ezért egységes szabályokat kell meghatározni az ilyen kezelőknek a befektetőik felé fennálló nyilvánosságrahozatali kötelezettségeire vonatkozóan. Különösképpen meg kell határozni a minősített alapok befektetési stratégiájával és célkitűzéseivel, az alkalmazott befektetési eszközökkel, a költségekre és a kapcsolódó díjakra vonatkozó információkkal, valamint a minősített alap által ajánlott befektetés kockázat-nyereség profiljával kapcsolatos, a szerződéskötés előtti nyilvánosságrahozatali kötelezettségeket. A nagyfokú átláthatóság érdekében a nyilvánosságrahozatali kötelezettségeknek az arra vonatkozó információkra is ki kell terjedniük, hogy hogyan számítják ki a kezelők díjazását.

32) Az e rendeletben foglalt egységes követelményeknek való megfelelés hatékony felügyeletének biztosítása érdekében a letelepedés szerinti

tagállam hatáskörrel rendelkező hatósága felügyeli, hogy a minősített kockázatitőkealap-kezelők megfelelnek-e az e rendeletben meghatározott egységes követelményeknek. Ezért azon kezelők, amelyek minősített alapjaikat az „EuVECA” megnevezés alatt kívánják forgalmazni, kötelesek értesíteni e szándékukról a letelepedésük szerinti tagállam hatáskörrel rendelkező hatóságát. A hatáskörrel rendelkező hatóságnak nyilvántartásba kell vennie az alapkezelőt, amennyiben valamennyi szükséges információ benyújtásra került, és megfelelő intézkedések biztosítják az e rendelet követelményeinek való megfelelést. Az ilyen nyilvántartás az Unió egész területén érvényes.

33) A minősített kockázatitőke-alapok hatékony határokon átnyúló forgalmazásának megkönnyítése érdekében a lehető leggyorsabban nyilvántartásba kell venni a kezelőt.

34) Jóllehet e rendelet tartalmaz biztosítékokat az alapok megfelelő felhasználásának biztosítása céljából, a felügyeleti hatóságoknak ügyelniük kell arra, hogy ezeket a biztosítékokat be is tartsák.

35) Az e rendeletben meghatározott egységes kritériumoknak való megfelelés hatékony felügyeletének biztosítása érdekében szabályokat kell megállapítani arra vonatkozóan, hogy mely körülmények fennállása esetén kell naprakésszé tenni a letelepedés szerinti tagállam hatáskörrel rendelkező hatóságához benyújtott adatokat.

36) Az e rendeletben meghatározott követelmények hatékony ellenőrzése érdekében ezenkívül eljárást kell megállapítani a hatáskörrel rendelkező felügyeleti hatóságok közötti, határokon átnyúló értesítésre vonatkozóan, amelyet a minősített kockázatitőke-alapok kezelőinek a letelepedésük szerinti tagállamban történt nyilvántartásba vétele indít el.

37) Annak érdekében, hogy a minősített kockázatitőke-alapok forgalmazásának feltételei az Unió egész területén átláthatók legyenek, az 1095/2010/EU európai parlamenti és tanácsi rendelettel létrehozott európai felügyeleti hatóság (Európai Értékpapír-piaci Hatóság [EÉPH]) számára elő kell írni egy olyan központi adatbázis működtetését, amely tartalmazza az e rendeletnek megfelelően nyilvántartásba vett valamennyi minősített kockázatitőkealap-kezelőt és általuk kezelt minősített kockázatitőke-alapot.

38) Amennyiben a fogadó tagállam hatáskörrel rendelkező hatósága világos és alátámasztható indokok alapján úgy véli, hogy valamely kockázatitőkealap-kezelő a területén belül sérti e rendeletet, erről azonnal tájékoztatja a letelepedés szerinti tagállam hatáskörrel rendelkező hatóságát, amely megteszi a szükséges intézkedéseket.

39) Amennyiben valamely kockázatitőkealap-kezelő továbbra is e rendeletet egyértelműen sértő magatartást folytat a letelepedése szerinti tagállam hatáskörrel rendelkező hatóságának intézkedései ellenére, vagy mert a letelepedése szerinti tagállam hatáskörrel rendelkező hatósága nem hoz intézkedést ésszerű időkereten belül, a fogadó tagállam hatáskörrel rendelkező hatóságának lehetőséget kell biztosítani arra, hogy a letelepedés szerinti tagállam hatáskörrel rendelkező hatóságának értesítését követően valamennyi megfelelő intézkedést meghozzon annak érdekében, hogy megvédje a befektetőket, beleértve annak lehetőségét is, hogy a fogadó tagállam területén megtiltja az érintett kezelő számára kockázatitőke-alapja további forgalmazását.

40) Az e rendeletben megállapított egységes kritériumoknak való megfelelés hatékony ellenőrzése érdekében e rendelet felsorolja azokat a felügyeleti jogköröket, amelyekkel a hatáskörrel rendelkező hatóságoknak rendelkezniük kell.

41) A megfelelő végrehajtás érdekében e rendelet közigazgatási szankciókat és más intézkedéseket tartalmaz arra az esetre, ha megsértik a rendelet fő előírásait, azaz a portfólió összetételére, az elfogadható befektetők kilétét érintő biztosítékokra, valamint az „EuVECA” megnevezésnek kizárólag az e rendelettel összhangban nyilvántartásba vett minősített kockázatitőkealap-kezelők általi használatára vonatkozó szabályokat. E fő előírások megsértésének adott esetben az „EuVECA” megnevezés használatának megtiltását és az érintett alapkezelő nyilvántartásból való törlését kell maga után vonnia.

42) A letelepedés szerinti és a fogadó tagállamnak, valamint az EÉPH-nak információcserét kell folytatnia a felügyeleti információkra vonatkozóan.

43) Az e rendeletben meghatározott egységes kritériumoknak való megfelelés felügyeletével megbízott szervek közötti hatékony szabályozói együttműködés megköveteli, hogy magas szintű szakmai titoktartási kötelezettség vonatkozzon valamennyi érintett nemzeti hatóságra és az EÉPH-ra.

44) Az e rendeletben előírt követelmények részletes meghatározása érdekében a Bizottságnak felhatalmazást kell kapnia arra, hogy az EUMSZ 290. cikkének megfelelően jogi aktusokat fogadjon el a minősített kockázatitőkealap-kezelők által kerülendő összeférhetetlenségi helyzetek típusainak meghatározására és az ezzel összefüggésben teendő lépésekre vonatkozóan. Különösen fontos, hogy a Bizottság az előkészítő munka során megfelelő konzultációkat folytasson, többek között szakértői szinten is. A felhatalmazáson alapuló jogi aktus elkészítésekor és szövegezésekor a Bizottságnak gondoskodnia kell a vonatkozó doku-

mentumoknak az Európai Parlament és a Tanács részére történő egyidejű, időben történő és megfelelő továbbításáról.

45) A pénzügyi szolgáltatások terén alkalmazott technikai standardoknak Unió-szerte következetes harmonizációt és magas szintű felügyeletet kell biztosítaniuk. Hatékony és helyénvaló megoldás lenne az EÉPH-t, mint magas szintű szakértelemmel rendelkező szervet, megbízni olyan – a Bizottsághoz benyújtandó – végrehajtás-technikai standardtervezetek kidolgozásával, amelyek nem igényelnek szakpolitikai döntéseket.

46) A Bizottságot fel kell hatalmazni, hogy az EUMSZ 291. cikke szerinti végrehajtási jogi aktusok révén és az 1095/2010/EU rendelet 15. cikkével összhangban végrehajtás-technikai standardokat fogadjon el. Az EÉPH-t meg kell bízni az e rendeletben említett értesítés formájára vonatkozó végrehajtás-technikai standardtervezetek kidolgozásával.

47) A Bizottságnak az e rendelet alkalmazásának kezdő időpontját követő négy éven belül felül kell vizsgálni e rendeletet a kockázatitőke-piac változásainak értékelése céljából. A felülvizsgálat tartalmazza az e rendeletben előírt szabályok működésének és az alkalmazásuk során szerzett tapasztalatoknak az általános felmérését. A felülvizsgálat eredménye alapján a Bizottságnak jelentést kell benyújtania – szükség esetén jogalkotási javaslatokkal együtt – az Európai Parlamentnek és a Tanácsnak.

48) Ezenkívül az e rendelet alkalmazásának kezdő időpontját követő négy éven belül a Bizottságnak meg kell kezdenie az e rendelet és a kollektív befektetési vállalkozásokról és azok kezelőiről szóló egyéb szabályok, különösen a 2011/61/EU irányelv közötti kölcsönhatás vizsgálatát. E felülvizsgálatnak különösen foglalkoznia kell e rendelet hatályával, felmérve, hogy ki kell-e terjeszteni azt, lehetővé téve, hogy a nagyobb alternatív befektetési alapok kezelői is használhassák az „EuVECA" megnevezést. A felülvizsgálat alapján a Bizottságnak jelentést kell benyújtania – szükség esetén a jogalkotási javaslatokkal együtt – az Európai Parlamentnek és a Tanácsnak.

49) E felülvizsgálattal összefüggésben a Bizottságnak értékelnie kell az alapok befektetők általi felvételét esetlegesen akadályozó tényezőket, ideértve azt is, hogy milyen hatást gyakorolnak az intézményi befektetőkre a rájuk vonatkozó egyéb prudenciális jellegű szabályok. Ezenkívül a Bizottságnak adatokat kell gyűjtenie az „EuVECA" megnevezés más uniós programokhoz, például a szintén az uniós innovációt támogatni hivatott Horizont 2020-hoz való hozzájárulásának értékelése érdekében.

50) A 2010. október 6-i, „Európa 2020 – Az innovatív Unió" című és a 2011. december 7-i„Cselekvési terv a kkv-k finanszírozáshoz való hozzájutásának javítására" című bizottsági közleményekre tekintettel fon-

tos biztosítani a kockázatitőke-piacok támogatására szolgáló állami rendszerek hatékonyságát az Unión belül, valamint az innovációt előmozdítani kívánó különféle uniós politikák, például a versenypolitika és a kutatási politika közötti koordinációt és kölcsönös koherenciát. Az uniós innovációs és növekedési politikák központjában a zöld technológia áll, tekintettel az Unió arra irányuló célkitűzésére, hogy globális vezető szerepet érjen el az intelligens és fenntartható növekedés, valamint az energia- és erőforrás-hatékonyság terén, beleértve a kkv-k finanszírozásának területét is. A Bizottságnak e rendelet felülvizsgálatakor értékelnie kell e rendeletnek az e célkitűzés felé vezető előrehaladásra gyakorolt hatását.

51) Az EÉPH-nak értékelnie kell az e rendelet értelmében rá háruló hatáskörökből és feladatokból eredő személyzeti és erőforrásigényeit, és jelentést kell benyújtania az Európai Parlamentnek, a Tanácsnak és a Bizottságnak.

52) Az Európai Beruházási Alap (EBA) többek között kockázatitőke-alapokba is befektet szerte az Unióban. E rendelet azon intézkedéseinek, amelyek lehetővé teszik a meghatározott közös jellemzőkkel bíró kockázatitőke-alapok könnyű azonosítását, meg kell könnyíteniük az EBA számára az e rendelet szerinti kockázatitőke-alapok lehetséges befektetési célpontként való azonosítását. Ezért ösztönözni kell az EBA-t a minősített kockázatitőke-alapokba történő befektetésre.

53) Ez a rendelet tiszteletben tartja az alapvető jogokat és betartja különösen az Európai Unió Alapjogi Chartájában elismert elveket, beleértve a magán- és a családi élet tiszteletben tartásához való jogot (7. cikk) és a vállalkozás szabadságát (16. cikk).

54) A személyes adatok feldolgozása vonatkozásában az egyének védelméről és az ilyen adatok szabad áramlásáról szóló, 1995. október 24-i 95/46/EK európai parlamenti és tanácsi irányelv (8) az irányadó a személyes adatoknak az e rendelettel összefüggésben a tagállamokban végzett, a tagállamok hatáskörrel rendelkező hatóságai, különösen a tagállamokban kijelölt független közjogi hatóságok felügyelete alatt történő feldolgozására vonatkozóan. A személyes adatok közösségi intézmények és szervek által történő feldolgozása tekintetében az egyének védelméről, valamint az ilyen adatok szabad áramlásáról szóló, 2000. december 18-i 45/2001/EK európai parlamenti és tanácsi rendelet (9) szabályozza a személyes adatok e rendelet szerinti feldolgozását, amelyet az EÉPH az európai adatvédelmi biztos felügyelete alatt végez.

55) Ez a rendelet nem érinti az állami támogatási szabályok minősített kockázatitőke-alapokra történő alkalmazását.

56) Mivel e rendelet célkitűzéseit, nevezetesen a minősített kockázatitőke-alapok forgalmazása tekintetében egységes követelmények alkalmazásának biztosítását és a minősített kockázatitőkealap-kezelők számára egy egyszerű nyilvántartási rendszer létrehozását, és ezáltal a minősített kockázatitőke-alapok Unió-szerte való forgalmazásának elősegítését – teljes mértékben figyelembe véve az „EuVECA" megnevezés használatához kapcsolódó biztonság és megbízhatóság, illetve a kockázatitőke-piac hatékony működése és a különböző érdekelt felek költségei közötti egyensúly megteremtésének szükségességét – a tagállamok nem tudják kielégítően megvalósítani, és ezért a rendelet célkitűzéseinek léptéke és hatásai miatt azok uniós szinten jobban megvalósíthatók, az Unió intézkedéseket hozhat az Európai Unióról szóló szerződés 5. cikkében foglalt szubszidiaritás elvének megfelelően. Az említett cikkben foglalt arányosság elvének megfelelően ez a rendelet nem lépi túl az e célkitűzések eléréséhez szükséges mértéket,

ELFOGADTA EZT A RENDELETET:

I. Fejezet: Tárgy, hatály és fogalommeghatározások

1. cikk

Ez a rendelet egységes követelményeket és feltételeket határoz meg a kollektív befektetési vállalkozások azon kezelői tekintetében, amelyek használni kívánják az „EuVECA" megnevezést a minősített kockázatitőke-alapok Unióban való forgalmazására vonatkozóan, és ezáltal hozzájárul a belső piac zavartalan működéséhez.

Ez a rendelet egységes szabályokat állapít meg a minősített kockázatitőke-alapoknak az elfogadható befektetők számára Unió-szerte történő forgalmazására, a minősített kockázatitőke-alapok portfólió-összetételére, a minősített kockázatitőke-alapok által alkalmazható befektetési eszközökre és technikákra, valamint az Unió-szerte minősített kockázatitőke-alapokat forgalmazó kezelők szervezeti felépítésére, üzletvitelére és átláthatóságára vonatkozóan.

2. cikk

(1) Ez a rendelet a 3. cikk a) pontja szerinti kollektív befektetési vállalkozások olyan kezelőire alkalmazandó, amelyek teljesítik a következő feltételeket:

a) kezelt eszközeik összesített értéke nem haladja meg a 2011/61/EU irányelv 3. cikke (2) bekezdésének b) pontjában említett küszöbértéket;

b) az Unióban letelepedettek;

c) a 2011/61/EU irányelv 3. cikke (3) bekezdésének a) pontjával összhangban a letelepedésük szerinti tagállam hatáskörrel rendelkező hatóságainál nyilvántartás-kötelesek; és

d) minősített kockázatitőkealap-portfóliókat kezelnek.

(2) Amennyiben a 14. cikkel összhangban nyilvántartásba vett minősített kockázatitőkealap-kezelők kezelt eszközeinek összesített értéke meghaladja a 2011/61/EU irányelv 3. cikke (2) bekezdésének b) pontjában említett küszöbértéket, és amennyiben e kezelőknek ezért az említett irányelv 6. cikke szerint engedélyt kell kérniük, e kezelők továbbra is használhatják az „EuVECA" megnevezést a minősített kockázatitőke-alapok Unióban történő forgalmazására vonatkozóan, amennyiben az általuk kezelt minősített kockázatitőke-alapok tekintetében folyamatosan:

a) megfelelnek a 2011/61/EU irányelvben meghatározott követelményeknek; és

b) továbbra is megfelelnek e rendelet 3. és 5. cikkének, valamint 13. cikke (1) bekezdése c) és i) pontjának.

(2) Amennyiben a minősített kockázatitőkealap-kezelők külső kezelők, és a 14. cikkel összhangban nyilvántartásba vették őket, átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozásokat (ÁÉKBV) is kezelhetnek, feltéve, hogy a 2009/65/EK irányelv szerint engedélyük van rá.

3. cikk

E rendelet alkalmazásában a következő fogalommeghatározások alkalmazandók:

a) „kollektív befektetési vállalkozás": a 2011/61/EU irányelv 4. cikke (1) bekezdésének a) pontjában meghatározott ABA;

b) „minősített kockázatitőke-alap": olyan kollektív befektetési vállalkozás, amely:

i. összesített tőke-hozzájárulásainak és le nem hívott tőkéjének legalább 70 %-át – amely a vonatkozó költségek, valamint készpénz és pénzeszköz-egyenértékesek levonása után befektethető összegek alapján kerül kiszámításra – olyan eszközökbe kívánja befektetni az alapszabályában vagy létesítő okiratában meghatározott időtartamon belül, amelyek minősített befektetések;

ii. összesített tőke-hozzájárulásainak és le nem hívott tőkéjének legfeljebb 30 %-át –amely a vonatkozó költségek, valamint készpénz és pénzeszköz-egyenértékesek levonása után befektethető összegek alapján kerül kiszámításra – használja fel minősített befektetésektől eltérő eszközök megszerzésére;

iii. valamely tagállam területén letelepedett;

c) „minősített kockázatitőkealap-kezelő”: olyan jogi személy, amelynek alaptevékenysége legalább egy minősített kockázatitőke-alap kezelése;

d) „minősített portfólióvállalkozás”: olyan vállalkozás:

i. amelyet a minősített kockázatitőke-alap által eszközölt befektetés idején:

– nem vezettek be a 2004/39/EK irányelv 4. cikke (1) bekezdésének 14. pontjában meghatározott szabályozott piacon vagy a 15. pontjában meghatározott multilaterális kereskedési rendszerben való kereskedésre,

– alkalmazottainak létszáma nem éri el a 250 főt, továbbá

– az éves árbevétele nem haladja meg az 50 millió EUR-t, vagy az éves mérlegfőösszege összesen nem haladja meg a 43 millió EUR-t;

ii. amely önmaga nem kollektív befektetési vállalkozás;

iii. nem sorolható az alábbiak közül egy vagy több közé:

– a hitelintézetek tevékenységének megkezdéséről és folytatásáról szóló, 2006. június 14-i 2006/48/EK európai parlamenti és tanácsi irányelv (10) 4. cikke 1. pontjának a) alpontjában meghatározott hitelintézet,

– a 2004/39/EK irányelv 4. cikkének (1) bekezdésének 1. pontjában meghatározott befektetési vállalkozás,

– a biztosítási és viszontbiztosítási üzleti tevékenység megkezdéséről és gyakorlásáról szóló, 2009. november 25-i 2009/138/EK európai parlamenti és tanácsi irányelv (11) (Szolvencia II) 13. cikkének 1. pontjában meghatározott biztosító,

– a 2006/48/EK irányelv 4. cikkének 19. pontjában meghatározott pénzügyi holdingtársaság, vagy

– a 2006/48/EK irányelv 4. cikkének 20. pontjában meghatározott vegyes tevékenységű holdingtársaság;

iv. valamely tagállam területén vagy egy harmadik országban letelepedett, feltéve, hogy a harmadik ország:

– nem szerepel a pénzmosás és terrorizmus finanszírozása elleni pénzügyi munkacsoport nem együttműködő országokat és területeket tartalmazó jegyzékében,

– annak biztosítására irányuló megállapodást kötött a minősített kockázatitőkealap-kezelő letelepedés szerinti tagállamával és azon további tagállamok mindegyikével, amelyekben a minősített kockázatitőkealap-kezelő befektetési jegyeit vagy részvényeit forgalmazni szándékozzák, hogy a harmadik ország teljes mértékben megfelel az OECD adóügyi modellegyezményének 26. cikkében

meghatározott szabályoknak, és biztosítja az adóügyi kérdésekre vonatkozó információk tényleges cseréjét, beleértve a többoldalú adómegállapodásokat;

e) **„minősített befektetés”**: a következő eszközök bármelyike:

i. olyan sajáttőke- vagy kvázisajáttőke-eszköz, amelyet:
   - minősített portfólióvállalkozás bocsátott ki, és a minősített kockázatitőke-alap közvetlenül a minősített portfólióvállalkozástól szerzi meg,
   - minősített portfólióvállalkozás bocsátott ki a minősített portfólióvállalkozás által kibocsátott, tulajdonviszonyt megtestesítő értékpapír ellenében, vagy
   - olyan vállalkozás bocsátott ki, amelynek a minősített portfólióvállalkozás többségi tulajdonú leányvállalata, és amelyet a minősített kockázatitőke-alap a minősített portfólióvállalkozás által kibocsátott, tulajdonviszonyt megtestesítő értékpapír ellenében szerzett meg;

ii. a minősített kockázatitőke-alap által egy olyan minősített portfólióvállalkozás számára nyújtott biztosított vagy nem biztosított hitelek, amelyben a minősített kockázatitőke-alap már rendelkezik minősített befektetésekkel, amennyiben a minősített kockázatitőke-alap összesített tőke-hozzájárulásainak és le nem hívott tőkéjének legfeljebb 30 %-át használja fel ilyen hitelek céljára;

iii. valamely minősített portfólióvállalkozás részvényei, amelyeket a szóban forgó vállalkozás meglévő részvényeseitől szereztek meg;

iv. egy vagy több másik minősített kockázatitőke-alap befektetési jegyei vagy részvényei, amennyiben a minősített kockázatitőke-alap összesített tőke-hozzájárulásainak és le nem hívott tőkéjének legfeljebb 10 %-át fektette be minősített kockázatitőke-alapokba;

f) **„vonatkozó költségek”**: minden közvetlenül vagy közvetetten a befektető által viselt díj, illeték és kiadás, amelyről a minősített kockázatitőke-alap kezelője és a befektetők megállapodtak;

g) **„saját tőke”**: tulajdonosi részesedés egy vállalkozásban, megjelenési formáját tekintve részvény vagy a minősített portfólióvállalkozás tőkéjében való, a befektetői számára kibocsátott részesedés más formája;

h) **„kvázi-sajáttőke”**: bármely olyan, saját tőkét és hitelt kombináló finanszírozási eszköz, amely esetében az eszköz hozamát a minősített portfólióvállalkozás nyereségével vagy veszteségével kapcsolták össze, és az eszköz visszafizetése nemteljesítés esetén nem teljes mértékben biztosított;

i) **„forgalmazás”:** valamely minősített kockázatitőkealap-kezelő kezdeményezésére vagy annak nevében az általa kezelt valamely minősített kockázatitőke-alap befektetési jegyeire vagy részvényeire vonatkozó közvetlen vagy közvetett ajánlattétel az Unióban lakóhellyel vagy létesítő okirat szerinti székhellyel rendelkező befektetők számára, vagy az említett befektetési jegyek, illetve részvények ilyen befektetők részére történő kibocsátása;

j) **„lehívható tőke”:** olyan kötelezettségvállalás, amelynek alapján a befektető a minősített kockázatitőke-alap alapszabályában vagy létesítő okiratában meghatározott időkereten belül köteles részesedést szerezni ezen alapban, vagy tőkehozzájárulást teljesíteni ezen alap részére;

k) **„letelepedés szerinti tagállam”:** az a tagállam, amelyben a minősített kockázatitőkealap-kezelő letelepedett, és amelyben a 2011/61/EU irányelv 3. cikke (3) bekezdésének a) pontjával összhangban a hatáskörrel rendelkező hatóságoknál nyilvántartás-köteles;

l) **„fogadó tagállam”:** az – a letelepedés szerint tagállamtól eltérő – tagállam, amelyben a minősített kockázatitőkealap-kezelő e rendelettel összhangban minősített kockázatitőke-alapokat forgalmaz;

m) **„hatáskörrel rendelkező hatóság”:** az a nemzeti hatóság, amelyet a letelepedés szerinti tagállam törvényben vagy rendeletben kijelöl arra a feladatra, hogy a kollektív befektetési vállalkozások e rendelet hatálya alá tartozó kezelőinek nyilvántartását vezesse.

Az első albekezdés c) pontját illetően, amennyiben a minősített kockázatitőke-alap jogi formája lehetővé teszi a belső kezelést, és az alap irányító szerve nem jelöl ki külső kezelőt, magát a minősített kockázatitőke-alapot kell kockázatitőkealap-kezelőként nyilvántartásba venni a 14. cikkel összhangban. Valamely minősített kockázatitőke-alap belső kezelőjeként nyilvántartott minősített kockázatitőke-alap nem vehető nyilvántartásba más kollektív befektetési vállalkozások minősített kockázatitőke-alapjának külső kezelőjeként.

II. Fejezet: Az „EuVECA” megnevezés használatának feltételei

4. cikk

Azok a minősített kockázatitőkealap-kezelők, amelyek megfelelnek az e fejezetben meghatározott követelményeknek, jogosultak az „EuVECA” megnevezés használatára a minősített kockázatitőke-alapok Unióban történő forgalmazása során.

5. cikk

(1) A minősített kockázatitőkealap-kezelők biztosítják azt, hogy a minősített befektetésektől eltérő eszközök megszerzése esetén az alap összesített tőkehozzájárulásainak és le nem hívott tőkéjének legfeljebb 30 %-át használják fel az ilyen eszközök megszerzésére. A 30 %-os küszöbérték kiszámítására a vonatkozó költségek levonása után fennmaradó befektethető összegek alapján kerül sor. A pénzeszközöket és pénzeszköz-egyenértékeseket nem lehet figyelembe venni e küszöbérték kiszámításánál, mivel a készpénz és pénzeszköz-egyenértékesek nem tekintendők befektetéseknek.

(2) A minősített kockázatitőkealap-kezelők a minősített kockázatitőke-alap szintjén nem alkalmazhatnak olyan módszert, amely akár pénz- vagy értékpapírkölcsönök, akár származékos pozíciók felvétele útján vagy bármely más módon az alap lehívható tőkéjének szintje fölé növelné az alap kockázatát.

(3) A minősített kockázatitőkealap-kezelők a minősített kockázatitőke-alap szintjén csak akkor vehetnek fel kölcsönt, bocsáthatnak ki hitelviszonyt megtestesítő értékpapírt vagy vállalhatnak garanciát, ha ezeket a kölcsönöket, hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokat vagy garanciákat le nem hívott kötelezettségvállalások fedezik.

6. cikk

(1) A minősített kockázatitőkealap-kezelők a minősített kockázatitőke-alap befektetési jegyeit és részvényeit kizárólag olyan befektetők részére forgalmazzák, amelyek a 2004/39/EK irányelv II. mellékletének I. szakasza szerinti szakmai ügyfeleknek minősülnek, vagy amelyek a 2004/39/EK irányelv II. mellékletének II. szakaszával összhangban, kérésre, szakmai ügyfélként kezelhetők, vagy egyéb olyan befektetők részére, amelyek:

a) legalább 100 000 EUR befektetésére vállalnak kötelezettséget; és

b) írásban, a befektetési kötelezettségvállalásról megkötendő szerződéstől különálló dokumentumban kijelentik, hogy tudatában vannak a tervezett kötelezettségvállalással vagy befektetéssel járó kockázatnak.

(2) Az (1) bekezdés nem alkalmazandó a minősített kockázatitőkealap-kezelők ügyvezetői, igazgatói és a vezetésben szerepet vállaló alkalmazottjai által végrehajtott befektetésekre, amennyiben azok az általuk kezelt minősített kockázatitőke-alapokba irányulnak.

7. cikk

A minősített kockázatitőkealap-kezelő az általa kezelt minősített kockázatitőke-alappal kapcsolatban:

a) jóhiszeműen, tisztességesen, kellő szaktudással, gondossággal és figyelemmel jár el tevékenységei gyakorlása során;

b) megfelelő szabályozási elveket és eljárásokat alkalmaz a befektetők és a jogosult portfólióvállalkozások érdekeit érintő, várhatóan felmerülő jogellenes gyakorlatok megakadályozására;

c) üzleti tevékenységét úgy végzi, hogy az a lehető legnagyobb mértékben előmozdítsa az általa kezelt minősített kockázatitőke-alapok és az ilyen alapokba befektetők érdekeit, valamint a piac integritását;

d) a minősített portfólióvállalkozásokba történő befektetések kiválasztása és folyamatos ellenőrzése során nagyfokú gondossággal jár el;

e) megfelelő szaktudással és ismeretekkel rendelkezik arról a minősített portfólióvállalkozásról, amelybe befektet;

f) tisztességesen kezeli a befektetőket;

g) biztosítja, hogy egy befektető se részesüljön preferenciális elbánásban, kivéve, ha ezt a preferenciális elbánást a minősített kockázatitőke-alap alapszabályában vagy létesítő okiratában közzéteszik.

8. cikk

(1) Amennyiben egy minősített kockázatitőkealap-kezelő bizonyos feladatokat harmadik felekre ruház át, az nem érinti a kezelőnek a minősített kockázatitőke-alappal vagy annak befektetőivel szemben való felelősségét. A kezelő nem ruházhatja át feladatait olyan mértékben, hogy lényegileg már ne legyen a minősített kockázatitőke-alap kezelőjének tekinthető, és postafiókcéggé váljon.

(2) Az (1) bekezdés szerinti feladatátruházás nem befolyásolhatja hátrányosan a minősített kockázatitőkealap-kezelő felügyeletének hatékonyságát, és különösen nem akadályozhatja azt, hogy e kezelő a minősített kockázatitőke-alap befektetői érdekeinek megfelelő módon tevékenykedjen, vagy hogy a minősített kockázatitőke-alapot az előbbiekben említett módon kezelje.

9. cikk

(1) A minősített kockázatitőkealap-kezelők kötelesek felismerni és elkerülni az összeférhetetlenségi helyzeteket, illetve amennyiben az összeférhetetlenség nem kerülhető el, úgy kötelesek azt kezelni és nyomon követni, valamint

a (4) bekezdésnek megfelelően haladéktalanul nyilvánosságra hozni annak megakadályozása céljából, hogy az összeférhetetlenségi helyzet hátrányosan befolyásolja a minősített kockázatitőke-alapok és az azokba befektetők érdekeit, továbbá annak biztosítása érdekében, hogy az általuk kezelt minősített kockázatitőke-alapokat tisztességes bánásmódban részesítsék.

(2) A minősített kockázatitőkealap-kezelők különösen az alábbiak között esetlegesen felmerülő összeférhetetlenségi helyzeteket kötelesek felismerni:

a) minősített kockázatitőkealap-kezelők, az e kezelők tevékenységét ténylegesen ellátó személyek, e kezelők alkalmazottai vagy az e kezelők felett közvetlenül vagy közvetetten ellenőrzést gyakorló vagy e kezelők által közvetlenül vagy közvetetten ellenőrzött személyek, valamint az e kezelők által kezelt minősített kockázatitőke-alap, vagy az azokba befektetők;

b) a minősített kockázatitőke-alap vagy az abba befektetők, valamint valamely egyéb, ugyanazon kezelő által kezelt minősített kockázatitőkealap, vagy az abba befektetők;

c) a minősített kockázatitőke-alap vagy annak befektetői, valamint az ugyanazon kezelő által kezelt kollektív befektetési vállalkozás vagy ÁÉKBV, vagy az előbbiek befektetői.

(3) A minősített kockázatitőkealap-kezelők hatékony szervezeti és adminisztratív megoldásokkal biztosítják, hogy megfeleljenek az (1) és (2) bekezdésben meghatározott követelményeknek.

(4) Az összeférhetetlenségi helyzetet azokban az esetekben kell az (1) bekezdés szerint nyilvánosságra hozni, amikor a minősített kockázatitőkealap-kezelő által az összeférhetetlenség felismerésére, megelőzésére, kezelésére és nyomon követésére alkalmazott szervezeti megoldások nem elegendőek ahhoz, hogy kellő bizonyossággal garantálják a befektetők érdeksérelme kockázatának elkerülését. A minősített kockázatitőkealap-kezelők – mielőtt a befektetők nevében üzleti tevékenységet végeznének – világosan nyilvánosságra kell hozniuk a befektetők előtt az összeférhetetlenség általános jellemzőit vagy forrását.

(5) A Bizottság felhatalmazást kap arra, hogy a 25. cikknek megfelelően felhatalmazáson alapuló jogi aktusokat fogadjon el az alábbiak meghatározására:

a) az e cikk (2) bekezdésében említett összeférhetetlenség típusai;

b) a minősített kockázatitőkealap-kezelők által teendő lépések az összeférhetetlenség felismerésére, megelőzésére, kezelésére, nyomon követésére és nyilvánosságra hozatalára irányuló struktúrák, szervezeti és adminisztratív eljárások tekintetében.

10. cikk

(1) A minősített kockázatitőkealap-kezelőknek mindenkor rendelkezniük kell elegendő saját forrással, valamint az általuk kezelt minősített kockázatitőke-alapok megfelelő kezeléséhez szükséges, megfelelő és kielégítő emberi és technikai erőforrással.

(2) A minősített kockázatitőkealap-kezelők kötelezettsége annak mindenkori biztosítása, hogy igazolni tudják saját forrásaik elegendő voltát az operatív folytonosság biztosításához, és hogy a 13. cikkben meghatározottaknak megfelelően közzétegyék arra vonatkozó érvelésüket, hogy miért elegendőek ezek a források.

11. cikk

(1) Az eszközök értékelésére vonatkozó szabályokat a minősített kockázatitőke-alap alapszabályában vagy létesítő okiratában kell meghatározni, és azoknak biztosítaniuk kell a megfelelő és átlátható értékelési folyamatot.

(2) Az alkalmazott értékelési eljárásoknak biztosítaniuk kell, hogy az eszközöket megfelelően értékeljék, és hogy az eszközértéket legalább évente kiszámítsák.

12. cikk

(1) A minősített kockázatitőkealap-kezelők az általuk kezelt valamennyi minősített kockázatitőke-alapról éves beszámolót bocsátanak a letelepedés szerinti tagállam hatáskörrel rendelkező hatóságának rendelkezésére a pénzügyi év végétől számított 6 hónapon belül. A beszámoló ismerteti a minősített kockázatitőke-alap portfólió-összetételét és az előző évben folytatott tevékenységét. A beszámoló ezenkívül nyilvánosságra hozza a minősített kockázatitőke-alaphoz a fennállása végén befolyt nyereséget, és adott esetben a fennállása alatt kiosztott nyereséget. A beszámoló tartalmazza a minősített kockázatitőke-alap auditált pénzügyi elszámolásait.

Az éves beszámolót a mindenkori beszámolási standardoknak, valamint a minősített kockázatitőkealap-kezelők és a befektetők közötti megállapodásoknak megfelelően kell elkészíteni. A minősített kockázatitőkealap-kezelők a beszámolót a befektetők kérésére a befektetők rendelkezésére bocsátják. A minősített kockázatitőkealap-kezelők és a befektetők további, egymás részére teljesítendő nyilvánosságra hozatalban állapodhatnak meg.

(2) Legalább évente egyszer el kell végezni a minősített kockázatitőkealapok ellenőrzését. Az ellenőrzés megerősíti, hogy a pénzt és az eszközöket a minősített kockázatitőke-alap nevén vannak, és hogy a minősített kockázatitőkealap-kezelő megfelelő nyilvántartásokat és ellenőrző intézke-

déseket hozott létre és tart fenn a minősített kockázatitőke-alap és befektetőinek pénzével és eszközeivel kapcsolatos bármilyen megbízás felhasználása vagy az azok feletti ellenőrzés tekintetében.

(3) Amennyiben a minősített kockázatitőkealap-kezelőnek a szabályozott piacra bevezetett értékpapírok kibocsátóival kapcsolatos információkra vonatkozó átláthatósági követelmények harmonizációjáról szóló, 2004. december 15-i 2004/109/EK európai parlamenti és tanácsi irányelv (12) 4. cikkével összhangban a minősített kockázatitőke-alapról éves pénzügyi beszámolót kell közzétennie, az e cikk (1) bekezdésében említett információk külön vagy az éves pénzügyi beszámoló kiegészítéseként is rendelkezésre bocsáthatók.

13. cikk

(1) A kockázatitőkealap-kezelők az általuk kezelt minősített kockázatitőkealapokkal kapcsolatban az alábbiakról tájékoztatják egyértelmű és érthető módon a befektetőket befektetési döntéseik meghozatala előtt:

a) az adott kezelő, valamint a vele a minősített kockázatitőke-alapok kezelésével kapcsolatban szerződésben álló bármely egyéb szolgáltató kiléte, valamint e szereplők feladatainak ismertetése;

b) az adott kezelő rendelkezésére álló saját források összege, és részletes nyilatkozat arra vonatkozóan, hogy e kezelő miért ítéli meg úgy, hogy ezen összeg elegendő a minősített kockázatitőke-alapjainak megfelelő kezeléséhez szükséges technikai és emberi erőforrások fenntartásához;

c) a minősített kockázatitőke-alap befektetési stratégiájának és céljainak leírása, beleértve:

i. azon minősített portfólióvállalkozások típusait, amelyekbe be kíván fektetni;

ii. azon egyéb minősített kockázatitőke-alapokat, amelyekbe be kíván fektetni;

iii. azon minősített portfólióvállalkozások típusait, amelyekbe bármely egyéb, a ii. pontban említett minősített kockázatitőke-alap be kíván fektetni;

iv. az általa eszközölni kívánt, nem minősített befektetéseket;

v. az általa alkalmazni kívánt technikákat; valamint

vi. az érvényes befektetési korlátozásokat;

d) a minősített kockázatitőke-alap kockázati profiljának ismertetése, és minden olyan kockázat leírása, amely azokhoz az eszközökhöz kapcsolódik, amelyekbe az alap befektethet, vagy azokhoz a technikákhoz köthető, amelyeket az alap alkalmazhat;

e) a minősített kockázatitőke-alap értékelési eljárásának, valamint az eszközértékelés árazási módszerének leírása, beleértve a minősített portfólióvállalkozások értékelésére szolgáló módszereket;

f) a minősített kockázatitőkealap-kezelőt illető díjazás kiszámítási módszerének ismertetése;

g) a vonatkozó költségek, valamint ezek legmagasabb összegének meghatározása;

h) amennyiben rendelkezésre áll, a minősített kockázatitőke-alap korábbi pénzügyi teljesítménye;

i) a minősített kockázatitőke-alap kezelője által vagy külső feleken keresztül nyújtott olyan üzleti támogatási szolgáltatások és más támogatási tevékenységek, amelyek célja azon minősített portfólióvállalkozások fejlődésének, növekedésének vagy egyéb más vonatkozásban folyamatos működésének elősegítése, amelyekbe a minősített kockázatitőke-alap befektet, illetve, ha nem nyújt ilyen szolgáltatásokat vagy nem végez ilyen tevékenységeket, akkor ennek indoklása;

j) azoknak az eljárásoknak a leírása, amelyekkel a minősített kockázatitőke-alap megváltoztathatja befektetési stratégiáját, befektetési politikáját, vagy mindkettőt.

(2) Az (1) bekezdésben említett valamennyi információnak megfelelőnek, világosnak és egyértelműnek kell lennie. Az információkat naprakészen kell tartani és adott esetben rendszeresen felül kell vizsgálni.

(3) Amennyiben a minősített kockázatitőke-alapnak az értékpapírok nyilvános kibocsátásakor vagy piaci bevezetésekor közzéteendő tájékoztatóról szóló, 2003. november 4-i 2003/71/EK európai parlamenti és tanácsi irányelvvel (13) vagy a nemzeti joggal összhangban a minősített kockázatitőke-alapról tájékoztatót kell közzétennie, az e cikk (1) bekezdésében említett információk külön vagy a tájékoztató részeként is rendelkezésre bocsáthatók.

III. Fejezet: Felügyelet és igazgatási együttműködés

14. cikk

(1) Azon minősített kockázatitőkealap-kezelők, amelyek az „EuVECA” megnevezést kívánják használni minősített kockázatitőke-alapjaik forgalmazása során, tájékoztatják e szándékukról a letelepedésük szerinti tagállam hatáskörrel rendelkező hatóságát, és közlik az alábbi információkat:

a) a minősített kockázatitőke-alapok kezelését ténylegesen végző személyek megnevezése;

b) a minősített kockázatitőke-alapok megnevezése, a forgalmazni kívánt befektetési jegyek vagy részvények, valamint az alapok befektetési stratégiája;

c) a II. fejezet szerinti követelményeknek való megfelelés érdekében tett intézkedésekre vonatkozó információk;

d) azoknak a tagállamoknak a felsorolása, amelyekben a minősített kockázatitőkealap-kezelő forgalmazni kívánja az egyes minősített kockázatitőke-alapokat;

e) azoknak a tagállamoknak a felsorolása, amelyekben a minősített kockázatitőkealap-kezelő létrehozott vagy létrehozni kíván minősített kockázatitőke-alapokat.

(2) A letelepedés szerinti tagállam hatáskörrel rendelkező hatósága csak akkor veszi nyilvántartásba a minősített kockázatitőkealap-kezelőt, amennyiben teljesülnek a következő feltételek:

a) a minősített kockázatitőke-alapok kezelését ténylegesen végző személyek megfelelő jó hírnévvel rendelkeznek, és megfelelő tapasztalattal bírnak a minősített kockázatitőkealap-kezelő által követett befektetési stratégiákról;

b) az (1) bekezdésben előírt információk hiánytalanul beérkeztek;

c) az (1) bekezdés c) pontjával összhangban bejelentett intézkedésekkel biztosítható a II. fejezet követelményeinek való megfelelés;

d) az e cikk (1) bekezdésének e) pontja szerint közölt felsorolásból kiderül, hogy a minősített kockázatitőke-alapok mindegyikét a 3. cikk b) pontja iii. alpontjának megfelelően hozták létre.

(3) Az e cikk szerinti nyilvántartásba vétel az Unió egész területén érvényes, és lehetővé teszi a minősített kockázatitőkealap-kezelők számára,

hogy „EuVECA” megnevezés alatt minősített kockázatitőke-alapokat forgalmazzanak az Unió egész területén.

15. cikk

A minősített kockázatitőke-alapkezelők kötelesek tájékoztatni a letelepedés szerinti tagállam hatáskörrel rendelkező hatóságát, amennyiben:

a) új minősített kockázatitőke-alapot kívánnak forgalmazni; vagy

b) már létező minősített kockázatitőke-alapot kívánnak forgalmazni a 14. cikk (1) bekezdésének d) pontjában említett felsorolásban nem szereplő tagállamban.

16. cikk

(1) A letelepedés szerinti tagállam hatáskörrel rendelkező hatósága a minősített kockázatitőkealap-kezelő nyilvántartásba vétele, új minősített kockázatitőke-alap hozzáadása, a minősített kockázatitőke-alaphoz új letelepedési hely rendelése vagy olyan új tagállam hozzáadása után, amelyben a minősített kockázatitőkealap-kezelő minősített kockázatitőke-alapokat kíván forgalmazni, erről értesíti a 14. cikk (1) bekezdésének d) pontja szerinti tagállamokat és az EÉPH-t.

(2) A 14. cikk (1) bekezdésének d) pontja szerinti fogadó tagállamok a 14. cikk szerint nyilvántartásba vett minősített kockázatitőkealap-kezelővel szemben nem írhatnak elő semmilyen követelményt vagy adminisztratív eljárást a minősített kockázatitőke-alapok forgalmazásával kapcsolatban, továbbá nem köthetik a forgalmazást előzetes jóváhagyáshoz.

(3) E cikk egységes alkalmazásának biztosítása érdekében az EÉPH az e cikk szerinti értesítés formáját meghatározó végrehajtás-technikai standardtervezeteket dolgoz ki.

(4) Az EÉPH az említett végrehajtás-technikai standardtervezeteket 2014. február 16-ig benyújtja a Bizottsághoz.

(5) A Bizottság hatáskört kap az e cikk (3) bekezdésében említett végrehajtás-technikai standardoknak az 1095/2010/EU rendelet 15. cikkében meghatározott eljárás keretében történő elfogadására.

17. cikk

Az EÉPH az interneten keresztül nyilvánosan hozzáférhető központi adatbázist tart fenn, amely tartalmazza a 14. cikkel összhangban nyilvántartásba vett valamennyi minősített kockázatitőkealap-kezelőt, és az általuk forgalmazott valamennyi minősített kockázatitőke-alapot, valamint azon országokat, amelyekben ezen alapokat forgalmazzák.

18. cikk

(1) A letelepedés szerinti tagállam hatáskörrel rendelkező hatósága felügyeli az e rendeletben meghatározott követelményeknek való megfelelést.

(2) Amennyiben a fogadó tagállam hatáskörrel rendelkező hatósága világos és alátámasztható indokok alapján úgy véli, hogy a minősített kockázatitőkealap-kezelő az illetékességi területén belül sérti e rendeletet, erről azonnal tájékoztatja a letelepedés szerinti tagállam hatáskörrel rendelkező hatóságát. A letelepedés szerinti tagállam hatáskörrel rendelkező hatósága megteszi a megfelelő intézkedéseket.

(3) Amennyiben a minősített kockázatitőkealap-kezelő továbbra is e rendeletet egyértelműen sértő magatartást folytat a letelepedés szerinti tagállam hatáskörrel rendelkező hatósága által hozott intézkedések ellenére, vagy mert a letelepedés szerinti tagállam hatáskörrel rendelkező hatósága nem intézkedik ésszerű időn belül, a fogadó tagállam hatáskörrel rendelkező hatósága – miután tájékoztatta a letelepedés szerinti tagállam hatáskörrel rendelkező hatóságát – valamennyi megfelelő intézkedést meghozhat a befektetők védelme érdekében, beleértve annak megtiltását is, hogy a minősített kockázatialap-kezelő tovább forgalmazza minősített kockázatitőkealapjait a fogadó tagállam területén.

19. cikk

A hatáskörrel rendelkező hatóságok – a nemzeti joggal összhangban – rendelkeznek a feladataik ellátásához szükséges valamennyi felügyeleti és vizsgálati hatáskörrel. A hatáskörrel rendelkező hatóságok különösen az alábbi hatáskörökkel rendelkeznek:

a) betekintési joguk van minden dokumentumba, függetlenül azok formájától, azokról másolatot kérhetnek vagy készíthetnek;

b) haladéktalan információközlésre szólíthatják fel a minősített kockázatitőkealap-kezelőt;

c) bárkitől tájékoztatást kérhetnek a minősített kockázatitőkealap-kezelő vagy a minősített kockázatitőke-alap tevékenységéről;

d) helyszíni ellenőrzést végezhetnek előzetes bejelentéssel vagy előzetes bejelentés nélkül;

e) megfelelő intézkedéseket hozhatnak annak biztosítására, hogy a minősített kockázatitőkealap-kezelő folyamatosan megfeleljen e rendeletnek;

f) felszólíthatják a minősített kockázatitőke-alap kezelőjét az e rendeletnek való megfelelésre, és arra, hogy tartózkodjon minden olyan magatartás megismétlésétől, amely e rendelet megsértését jelentheti.

20. cikk

(1) A tagállamok megállapítják az e rendelet előírásainak megsértése esetén alkalmazandó közigazgatási szankciókra és bármely egyéb intézkedésre vonatkozó szabályokat, és meghoznak minden szükséges rendelkezést azok végrehajtása érdekében. Az előírt közigazgatási szankcióknak és egyéb intézkedéseknek hatékonynak, arányosnak és visszatartó erejűnek kell lenniük.

(2) A tagállamok 2015. május 16-ig tájékoztatják a Bizottságot és az EÉPH-t az (1) bekezdésben említett szabályokról. A tagállamok az említett szabályok későbbi módosításairól haladéktalanul tájékoztatják a Bizottságot és az EÉPH-t.

21. cikk

(1) A letelepedés szerinti tagállam hatáskörrel rendelkező hatósága az arányosság elvének tiszteletben tartása mellett meghozza a (2) bekezdésben említett megfelelő intézkedéseket, amennyiben a minősített kockázatitőkealap-kezelő:

a) nem felel meg a portfólió-összetételre vonatkozó követelményeknek, és ezzel megsérti az 5. cikket;

b) a 6. cikket megsértve nem elfogadható befektetők részére forgalmazza a minősített kockázatitőke-alapot;

c) használja az „EuVECA” megnevezést, azonban nem került nyilvántartásba vételre a 14. cikkel összhangban;

d) olyan alapok forgalmazásához használja az „EuVECA” megnevezést, amelyeket nem e rendelet 3. cikke b) pontjának iii. alpontjával összhangban hoztak létre;

e) a 14. cikket megsértve hamis nyilatkozatok alapján vagy bármely egyéb szabálytalan módon vették nyilvántartásba;

f) üzleti tevékenysége során a 7. cikk a) pontját megsértve nem jár el jóhiszeműen, tisztességesen, kellő szaktudással, gondossággal és figyelemmel;

g) a 7. cikk b) pontját megsértve nem alkalmaz megfelelő szabályozási elveket és eljárásokat a jogellenes gyakorlatok megakadályozására;

h) ismételten nem felel meg a 12. cikk éves beszámolóra vonatkozó követelményeinek;

i) ismételten nem felel meg a 13. cikk szerinti, a befektetők tájékoztatására vonatkozó kötelezettségnek.

(2) Az (1) bekezdésben említett esetekben a letelepedés szerinti tagállam hatáskörrel rendelkező hatósága szükség szerint:

a) intézkedéseket hoz annak biztosítására, hogy a minősített kockázatitőkealap-kezelő folyamatosan megfeleljen az 5. és a 6. cikknek, a 7. cikk a) és b) pontjának, valamint a 12., 13. és 14. cikknek;

b) megtiltja az „EuVECA” megnevezés használatát, és törli a minősített kockázatitőkealap-kezelőt a nyilvántartásból.

(3) A letelepedés szerinti tagállam hatáskörrel rendelkező hatósága haladéktalanul tájékoztatja a 14. cikk (1) bekezdésének d) pontja szerinti fogadó tagállamok hatáskörrel rendelkező hatóságait és az EÉPH-t a minősített kockázatitőkealap-kezelőnek a nyilvántartásból történő, az e cikk (2) bekezdésének b) pontjában említett törléséről.

(4) A minősített kockázatitőke-alapok „EuVECA” megnevezés alatti forgalmazásának joga a hatáskörrel rendelkező hatóság (2) bekezdés b) pontja szerinti határozatának időpontjától kezdve azonnali hatállyal megszűnik.

22. cikk

(1) A hatáskörrel rendelkező hatóságok és az EÉPH az 1095/2010/EU rendelettel összhangban együttműködnek egymással az e rendelet szerinti feladataik elvégzése érdekében.

(2) A hatáskörrel rendelkező hatóságok és az EÉPH az 1095/2010/EU rendelettel összhangban átadnak egymásnak minden olyan információt és dokumentumot, amely az e rendelet szerinti feladataik teljesítéséhez szükséges, különös tekintettel az e rendelet megsértésének megállapítására és annak orvoslására.

23. cikk

(1) Minden olyan személyre, aki a hatáskörrel rendelkező hatóságoknál vagy az EÉPH-nál dolgozik vagy korábban dolgozott, valamint a hatáskörrel rendelkező hatóságok vagy az EÉPH által megbízott könyvvizsgálókra és szakértőkre egyaránt vonatkozik a szakmai titoktartás kötelezettsége. E személyek semmilyen, a feladataik ellátása során szerzett bizalmas információt nem tárhatnak fel más személy vagy hatóság számára, kivéve, ha az összefoglaló vagy összesítő formában történik, úgy, hogy a minősített kockázatitőke-alapkezelőket és minősített kockázatitőke-alapokat ne lehessen egyenként azonosítani, a büntetőjog hatálya alá tartozó esetek és az e rendelettel kapcsolatos eljárások kivételével.

(2) A tagállamok hatáskörrel rendelkező hatóságai és az EÉPH információcserét folytathatnak az e rendelettel vagy egyéb, a minősített kockázatitőkealap-kezelőkre és a minősített kockázatitőke-alapokra alkalmazandó uniós joggal összhangban.

(3) Amennyiben a hatáskörrel rendelkező hatóságok vagy az EÉPH bizalmas adatokat kapnak a (2) bekezdéssel összhangban, ezen adatokat kizárólag a feladataik ellátása során, és csak a közigazgatási és bírósági eljárások céljára használhatják.

24. cikk

Amennyiben nézeteltérés áll fenn több tagállam hatáskörrel rendelkező hatósága között valamely hatáskörrel rendelkező hatóság értékelését, fellépését vagy mulasztását illetően olyan területen, amelyre vonatkozóan e rendelet együttműködést vagy koordinációt ír elő több tagállam hatáskörrel rendelkező hatóságai között, a hatáskörrel rendelkező hatóságok az ügyet az EÉPH elé utalhatják, amely az 1095/2010/EU rendelet 19. cikkében ráruházott hatáskörökkel összhangban intézkedhet, amennyiben a nézeteltérés nem kapcsolódik e rendelet 3. cikke b) pontjának iii. alpontjához vagy d) pontjának iv. alpontjához.

IV. Fejezet: átmeneti és záró rendelkezések

25. cikk

(1) A Bizottság az e cikkben meghatározott feltételek mellett felhatalmazást kap felhatalmazáson alapuló jogi aktusok elfogadására.

(2) A Bizottság 9. cikk (5) bekezdésében említett, felhatalmazáson alapuló jogi aktusok elfogadására vonatkozó felhatalmazása négy éves időtartamra szól 2013. május 15-től kezdődő hatállyal. A Bizottság legkésőbb kilenc hónappal a négyéves időtartam vége előtt jelentést készít a felhatalmazásról. Amennyiben az Európai Parlament vagy a Tanács nem ellenzi a meghosszabbítást legkésőbb három hónappal az egyes időtartamok vége előtt, akkor a felhatalmazás hallgatólagosan meghosszabbodik a korábbival megegyező időtartamra.

(3) Az Európai Parlament vagy a Tanács bármikor visszavonhatja a 9. cikk (5) bekezdésében említett felhatalmazást. A visszavonásról szóló határozat megszünteti az abban megjelölt felhatalmazást. A határozat az Európai Unió Hivatalos Lapjában való kihirdetését követő napon, vagy a benne megjelölt későbbi időpontban lép hatályba. A határozat nem érinti a már hatályban lévő, felhatalmazáson alapuló jogi aktusok érvényességét.

(4) A Bizottság a felhatalmazáson alapuló jogi aktus elfogadását követően haladéktalanul és egyidejűleg értesíti az Európai Parlamentet és a Tanácsot e jogi aktus elfogadásáról.

(5) A 9. cikk (5) bekezdése értelmében elfogadott, felhatalmazáson alapuló jogi aktus csak akkor lép hatályba, ha az Európai Parlamentnek és a Tanácsnak a jogi aktusról való értesítését követő három hónapon belül sem az Európai Parlament, sem a Tanács nem emelt ellene kifogást, illetve ha az említett időtartam lejártát megelőzően mind az Európai Parlament, mind a Tanács arról tájékoztatja a Bizottságot, hogy nem fog kifogást emelni. Az Európai Parlament vagy a Tanács kezdeményezésére ez az időtartam három hónappal meghosszabbodik.

26. cikk

(1) A Bizottság a (2) bekezdéssel összhangban felülvizsgálja e rendeletet. A felülvizsgálat kiterjed az e rendeletben előírt szabályok működésének és az alkalmazásuk során szerzett tapasztalatoknak az általános felmérésére, többek között a következőkre:

a) az, hogy a minősített kockázatitőke-alapok kezelői milyen széles körben használták az „EuVECA” megnevezést a különböző tagállamokban akár a tagállamon belül, akár a határokon átnyúló módon;
b) a minősített kockázatitőke-alapok által eszközölt befektetések földrajzi és ágazati eloszlása;
c) a 13. cikk szerinti tájékoztatási követelmények megfelelősége, különösen azt illetően, hogy elegendőek-e ahhoz, hogy a befektetők számára lehetővé tegyék a megalapozott befektetési döntések meghozatalát;
d) különböző minősített befektetéseknek a minősített kockázatitőkealap-kezelők általi alkalmazása, és különösen, hogy szükség van-e e rendeletben a minősített befektetések kiigazítására;
e) annak lehetősége, hogy a minősített kockázatitőke-alapok forgalmazását kiterjesszék a lakossági befektetőkre;
f) a tagállamok által e rendelettel összhangban meghatározott közigazgatási szankciók és más intézkedések hatékonysága, arányossága és alkalmazása;
g) e rendeletnek a kockázatitőke-piacra gyakorolt hatása;
h) az „EuVECA” megnevezés harmadik országokban létrehozott kockázatitőke-alapok esetében történő használatának engedélyezésére vonatkozó lehetőség, figyelembe véve azon bizottsági ajánlások alkalmazásának tapasztalatait, amelyek célja az, hogy harmadik országokat a jó adóügyi igazgatás minimális szabályainak alkalmazására ösztönözzék;
i) az, hogy e rendeletet érdemes-e letétkezelői szabályokkal kiegészíteni;
j) bármely olyan akadály értékelése, amely megakadályozta az „EuVECA” megnevezést használó alapokba való befektetést, beleértve

a prudenciális jellegű egyéb uniós jognak az intézményi befektetőkre gyakorolt hatását is.

(2) Az (1) bekezdésben említett felülvizsgálatot:

a) az a)–g), i) és j) pont vonatkozásában legkésőbb 2017. július 22-ig kell elvégezni;

b) a h) pont vonatkozásában legkésőbb 2015. július 22-ig kell elvégezni.

(3) A Bizottság az (1) bekezdésben említett felülvizsgálat után, az EÉPH-val folytatott konzultációt követően – adott esetben jogalkotási javaslattal együtt – jelentést nyújt be az Európai Parlamentnek és a Tanácsnak.

27. cikk

(1) A Bizottságnak 2017. július 22-ig el kell kezdenie az e rendelet és a kollektív befektetési vállalkozásokról és azok alapkezelőiről szóló egyéb, különösen a 2011/61/EU irányelvben meghatározott szabályok közötti összefüggések felülvizsgálatát. E felülvizsgálatnak foglalkoznia kell e rendelet hatályával. Adatokat kell gyűjtenie annak felméréséhez, hogy szükség van-e a hatály kiterjesztésére annak lehetővé tétele érdekében, hogy az olyan kockázatitőke-alapokat kezelő alapkezelők, amelyek kezelt eszközeinek összesített értéke meghaladja a 2. cikk (1) bekezdésében meghatározott küszöbértéket, e rendelet értelmében minősített kockázatitőkealap-kezelőknek minősüljenek.

(2) A Bizottság az (1) bekezdésben említett felülvizsgálat után, az EÉPH-val folytatott konzultációt követően – adott esetben jogalkotási javaslattal együtt – jelentést nyújt be az Európai Parlamentnek és a Tanácsnak.

28. cikk

Ez a rendelet az Európai Unió Hivatalos Lapjában való kihirdetését követő huszadik napon lép hatályba.

Ezt a rendeletet 2013. július 22-től kell alkalmazni, a 9. cikk (5) bekezdésének kivételével, amely 2013. május 15-től kezdődően alkalmazandó.

Ez a rendelet teljes egészében kötelező és közvetlenül alkalmazandó valamennyi tagállamban.

Kelt Strasbourgban, 2013. április 17-én.

Melléklet II.

2014. évi XVI. törvény a kollektív befektetési formákról és kezelőikről, valamint egyes pénzügyi tárgyú törvények módosításáról *

/részlet/

Első rész: Bevezető rendelkezések

I. Fejezet

A törvény hatálya

1. § Ha nemzetközi szerződés eltérően nem rendelkezik, e törvény hatálya kiterjed

a) a Magyarország területén székhellyel rendelkező, e törvény szerinti kollektív befektetési forma és befektetési alapkezelő létrehozatalára, működésére és felügyeletére,

b) a Magyarország területén végzett befektetési alapkezelési tevékenységre,

c) a Magyarország területén székhellyel rendelkező ÁÉKBV-alapkezelő EGT-államban létrehozott fióktelepe által végzett befektetési alapkezelési tevékenységére, valamint határon átnyúló szolgáltatás nyújtására,

d) a Magyarország területén székhellyel rendelkező ABAK EGT-államban létrehozott fióktelepe által végzett befektetési alapkezelési tevékenységére, valamint határon átnyúló szolgáltatás nyújtására,

e) Magyarország területén nem uniós ABAK által végzett befektetési alapkezelési tevékenységre,

f) a befektetési jegy és az egyéb kollektív befektetési értékpapír Magyarország területén, valamint ÁÉKBV-alapkezelő, illetve ABAK által EGT-államban történő forgalomba hozatalára, forgalmazására,

g) a Magyarországon letelepedett jogi képviselő e törvény szerinti tevékenységére,

h) a magyar hatóság által ellátott, e törvényben meghatározott felügyeleti tevékenységre.

2. § (1) E törvény hatálya nem terjed ki

a) a holdingtársaságra;

b) a foglalkoztatói nyugdíj szolgáltató intézményre, valamint a foglalkoztatói nyugdíj szolgáltató intézmény vagyonkezelésének ellátásával megbízott szervezetre, amennyiben ABA kezelésével nem foglalkozik;

c) az Európai Központi Bankra, az Európai Beruházási Bankra, az európai fejlesztésfinanszírozási intézményekre, a bilaterális fejlesztési bankokra, a Világbankra, a Nemzetközi Valutaalapra, valamint olyan nemzetközi intézményekre és szervezetekre, amelyek ABA kezelésével foglalkoznak, de az általuk kezelt ABA-k közérdekűek;

d) a Magyar Nemzeti Bankra kivéve, amikor a pénzügyi közvetítőrendszer felügyeletével kapcsolatos feladatkörében jár el;

e) a társadalombiztosítási rendszer és a nyugdíjrendszer finanszírozására szolgáló alapok kezelését végző szervezetekre és intézményekre;

f) a munkavállalói részvételi programokra és a munkavállalói megtakarítási programokra;

g) a különleges célú gazdasági egységre.

(2) E törvény ABAK-ra előírt rendelkezései a 33. §, a 35. § (1), és (3)-(5) bekezdése, valamint a 36. § kivételével alkalmazandók abban az esetben is, ha

a) az ABAK közvetlenül vagy közvetve egy - az ABAK-kal közös irányítás vagy ellenőrzés alatt álló - társaságon keresztül, vagy érdemi közvetlen vagy közvetett részesedés útján kizárólag olyan ABA-kat kezel, amely ABA-kban kezelt eszközök értéke

aa) nem haladja meg összesen a 100 millió euró küszöbértéket (beleértve a tőkeáttétel útján létrejött eszközöket is), vagy

ab) nem haladja meg összesen az 500 millió euró küszöbértéket, amennyiben az ABA portfóliói olyan ABA-kból állnak, amelyek nem tőkeáttétellel finanszírozottak, és amelyek esetében az egyes ABA-kba történő eredeti befektetés időpontját követő öt éven belül nem gyakorolhatók visszaváltási jogok, és

b) az ABAK nem döntött úgy, hogy e törvény egészének aláveti magát.

(3) A (2) bekezdés szerinti ABAK-ra előírt rendelkezéseket az Európai Parlament és Tanács 2013. április 17-i az európai kockázatitőke-alapokról szóló 345/2013/EU rendeletének figyelembe vételével kell alkalmazni abban az esetben, ha az ABAK e rendelet értelmében EuVECA megnevezést használó alapokat kezel és forgalmaz.

(4) A (2) bekezdés szerinti ABAK-ra előírt rendelkezéseket az Európai Parlament és Tanács 2013. április 17-i az európai szociális vállalkozási alapokról szóló 346/2013/EU rendeletének figyelembe vételével kell alkalmazni abban az esetben, ha az ABAK e rendelet értelmében ESZVA megnevezést használó alapokat kezel és forgalmaz.

(5) A (2) bekezdés szerinti, e törvény rendelkezései alól részleges felmentést élvező ABAK a (2) bekezdés a) pont aa) és ab) alpontjában említett küszöbérték kiszámítása során és a küszöbértéknek való megfeleléssel kapcsolatban az ABAK-rendelet 2-5. cikkének megfelelően jár el.

(6) * A (2) bekezdés szerinti kockázati tőkealap-kezelőre e törvény 16. §-a, 18. § (3) bekezdése, valamint 38. §-a nem alkalmazandóak.

II. Fejezet: Értelmező rendelkezések

3. § A törvényben hivatkozott jogszabályok rövidítését az 1. melléklet tartalmazza.

4. § (1) E törvény és az e törvény felhatalmazása alapján kiadott jogszabályok alkalmazásában:

1. ABA: alternatív befektetési alap, azaz ÁÉKBV-nek nem minősülő kollektív befektetési forma a részalapokat is beleértve;

2. ABAK: alternatív befektetési alapkezelő, azaz rendszeres gazdasági tevékenységként egy vagy több ABA-t kezelő befektetési alapkezelő;

3. *ABA letelepedése szerinti tagállam:*

a) az az EGT-állam, amelyben az ABA engedéllyel rendelkezik, vagy be van jegyezve a hatályos nemzeti jog szerint, illetve több engedély vagy bejegyzés esetén az az EGT-állam, amelyben az ABA első alkalommal kapott engedélyt, vagy amelyben első alkalommal jegyezték be, vagy

b) ha az ABA-t egyik EGT-államban sem engedélyezték vagy jegyezték be, az az EGT-állam, amelyben az ABA székhelye vagy főirodája található;

4. *ABAK fogadó tagállama:*

a) az az ABAK letelepedés szerinti tagállamától különböző EGT-állam, amelyben egy uniós ABAK uniós ABA-t kezel;

b) az a letelepedés szerinti tagállamtól különböző EGT-állam, amelyben egy uniós ABAK egy uniós ABA kollektív befektetési értékpapírjait forgalmazza;

c) az a letelepedés szerinti tagállamtól különböző EGT-állam, amelyben egy uniós ABAK egy nem uniós ABA kollektív befektetési értékpapírjait forgalmazza;

d) az a letelepedés szerinti tagállamtól különböző referencia-tagállam, amelyben egy nem uniós ABAK uniós ABA-t kezel;

e) az a letelepedés szerinti tagállamtól különböző referencia-tagállam, amelyben egy nem uniós ABAK egy uniós ABA kollektív befektetési értékpapírjait forgalmazza; vagy

f) az a letelepedés szerinti tagállamtól különböző referencia-tagállam, amelyben egy nem uniós ABAK egy nem uniós ABA kollektív befektetési értékpapírjait forgalmazza;

5. *ABAK-irányelv:* az Európai Parlament és a Tanács 2011. június 8-i 2011/61/EU irányelve az alternatívbefektetésialap-kezelőkről, valamint a 2003/41/EK és a 2009/65/EK irányelv, továbbá az 1060/2009/EK és az 1095/2010/EU rendelet módosításáról;

6. ABAK-rendelet: a Bizottság 2012. december 19-i 231/2013/EU felhatalmazáson alapuló rendelete a 2011/61/EU európai parlamenti és tanácsi irányelvnek a mentességek, az általános működési feltételek, a letétkezelők, a tőkeáttétel, az átláthatóság és a felügyelet tekintetében történő kiegészítéséről;

7. *ABAK letelepedése szerinti tagállam:* az az EGT-állam, amelyben az ABAK létesítő okirat szerinti székhelye található, illetve a nem uniós ABAK esetében a referencia-tagállam;

8. ÁÉKBV:

a) olyan nyilvános nyílt végű befektetési alap, amely megfelel az e törvény felhatalmazása alapján kiadott, a kollektív befektetési formák befektetési és hitelfelvételi szabályairól szóló kormányrendelet ÁÉKBV-kre vonatkozó előírásainak, vagy

b) olyan nyilvános nyílt végű kollektív befektetési forma, amely az ÁÉKBV-irányelv szabályainak más EGT-állam jogrendszerébe történő átvétele alapján jött létre;

9. *ÁÉKBV-alapkezelő:* rendszeres gazdasági tevékenységként egy vagy több ÁÉKBV-t kezelő befektetési alapkezelő;

10. *ÁÉKBV fogadó tagállama:* az ÁÉKBV székhely szerinti tagállamától eltérő EGT-állam, amelyben az ÁÉKBV kollektív befektetési értékpapírjait forgalmazzák;

11. ÁÉKBV-irányelv: az Európai Parlament és a Tanács 2009. július 13-i 2009/65/EK irányelve az átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozásokra (ÁÉKBV) vonatkozó törvényi, rendeleti és közigazgatási rendelkezések összehangolásáról;

12. *ÁÉKBV székhely szerinti tagállama:* az az EGT-állam, amelyben az ÁÉKBV-t engedélyezték;

13. *anyavállalat*: minden olyan vállalkozás, amely egy másik vállalkozás működésére ellenőrző befolyást gyakorol;

14. *áru*: a Bszt.-ben meghatározott fogalom;

15. *átruházható értékpapír:* a Bszt.-ben meghatározott fogalom;

16. *betét*: betétszerződés vagy fizetési számlaszerződés alapján hitelintézetnél elhelyezett pénzösszeg;

17. *befektetési alap:* e törvényben meghatározott feltételekkel létrehozott kollektív befektetési forma;

18. *befektetési alapkezelés*: a kollektív befektetési forma számára végzett befektetéskezelési tevékenység, valamint a kollektív befektetési forma létrehozatalához, működtetéséhez kapcsolódó feladatok ellátása;

19. *befektetési alapkezelő:* befektetési alapkezelési tevékenység végzésére vonatkozó engedéllyel rendelkező ABAK, illetve ÁÉKBV-alapkezelő;

20. *befektetési alap saját tőkéje:* a befektetési alap indulásakor a befektetési jegyek névértékének és darabszámának szorzatával megegyező tőke, amely az alap működése során a befektetési alap nettó eszközértékével azonos;

21. *befektetési jegy:* az e törvényben meghatározott módon és alakszerűséggel a befektetési alap mint kibocsátó által sorozatban forgalomba hozott, a befektetési alappal szembeni, a befektetési alap kezelési szabályzatában meghatározott követelést és egyéb jogokat biztosító, átruházható értékpapír;

22. *befektetési tanácsadás:* a Bszt.-ben meghatározott tevékenység;

23. *befektetési vállalkozás:* a Bszt.-ben ilyenként meghatározott szervezet;

24. *befektető*: a kollektív befektetési értékpapír tulajdonosa;

25. *cél-ABA:* bármely olyan ABA, amelybe egy gyűjtő-ABA a rá vonatkozó definícióban meghatározottak szerint befektet, vagy amelyben kitettséggel rendelkezik;

26. *cél-ÁÉKBV:* olyan ÁÉKBV vagy annak egy olyan részalapja, amely legalább egy gyűjtő-ÁÉKBV befektetővel rendelkezik, míg ő maga nem gyűjtő-ÁÉKBV és nem rendelkezik a gyűjtő-ÁÉKBV kollektív befektetési értékpapírjaival;

27. *dotációs tőke:* a fióktelep létesítéséhez és működéséhez az alapító által tartósan, korlátlanul, tehermentesen a fióktelep szabad rendelkezésére bocsátott tőke;

28. *EGT-állam:* az Európai Unió tagállama és az Európai Gazdasági Térségről szóló megállapodásban részes más állam;

29. *ellenőrző befolyás:* a Hpt.-ben meghatározott fogalom;

30. *ESZVA:* minősített szociális vállalkozási alap;

31. *EuVECA:* minősített kockázatitőke-alap;

32. *érintett személy:*

a) ÁÉKBV-alapkezelő ügyvezetője, részvényese,

b) ÁÉKBV-alapkezelő olyan alkalmazottja, illetve bármely olyan természetes személy, aki tevékenységét az ÁÉKBV-alapkezelő érdekeinek megfelelően végzi, és aki részt vesz az ÁÉKBV-alapkezelő által végzett befektetési alapkezelésben, vagy

c) bármely olyan természetes személy, aki harmadik fél részére szóló, ÁÉKBV-alapkezelő által nyújtandó befektetési alapkezelési szolgáltatásra vonatkozó kiszervezésre irányuló szerződés alapján közvetlenül részt vesz a befektetési alapkezelés szolgáltatásának nyújtásában;

33. *értékpapír*: a Tpt.-ben meghatározott fogalom;

34. *értékpapírtitok*: a Tpt.-ben meghatározott fogalom;

35. *felosztott hozam:* a tőkenövekmény azon része, amelyet a befektetési alapkezelő a kezelési szabályzat szerint a befektetési alapkezelés eredményeképpen a befektetési jegyek után fizet;

36. *Felügyelet*: a pénzügyi közvetítőrendszer felügyeletével kapcsolatos feladatkörében eljáró Magyar Nemzeti Bank (a továbbiakban: MNB);

37. *felügyeleti hatóság:*

a) a Felügyelet, illetve

b) a külföldi befektetési alapkezelő, kollektív befektetési forma, letétkezelő, vagy tőkepiacokon szolgáltatást nyújtó, prudenciális felügyelet hatálya alá tartozó személy vagy szervezet tevékenységi felügyeletét ellátó külföldi szervezet;

38. *fióktelep*: az Fkt.-ban ilyenként meghatározott szervezet;

39. *foglalkoztatói nyugdíj szolgáltató intézmény:* az Fnyt.-ben meghatározott intézmény;

40. *folyamatos forgalmazás:* a nyílt végű kollektív befektetési forma kollektív befektetési értékpapírjának folyamatos értékesítése és visszaváltása a kollektív befektetési forma futamideje alatt;

41. *forgalmazás*: valamely befektetési alapkezelő kezdeményezésére vagy annak nevében valamely, az adott befektetési alapkezelő kezelésében lévő kollektív befektetési forma kollektív befektetési értékpapírjaira vonatkozó közvetlen vagy közvetett ajánlattétel az Európai Unióban lakóhellyel vagy

székhellyel rendelkező befektetők számára, vagy azok ilyen befektetőkhöz történő kihelyezése;

42. *forgalmazás-elszámolási nap:* az a nap, amelyre vonatkozóan megállapított nettó eszközérték alapján a leadott kollektív befektetési értékpapír vételi és visszaváltási megbízásokat elszámolják, meghatározva a teljesítéskor a befektetőknek járó ellenértéket;

43. *forgalmazás-teljesítési nap:* az a nap, amelyen az elszámolt vételi és visszaváltási megbízások ellenértékét a befektetők felé teljesítik, jóváírják;

44. *forgalmazó*: a kollektív befektetési értékpapír forgalomba hozatalában közreműködő, a Tpt. 23. § (1) bekezdésében meghatározott szervezet;

45. *forgalomba hozatal:* a kollektív befektetési értékpapír keletkeztetése és az első tulajdonosnak történő átadása;

46. *főiroda*: az a hely, ahol a vállalkozás üzleti tevékenységével kapcsolatos központi döntéshozatal történik;

47. *gyűjtő-ABA:* olyan ABA, amely

a) eszközeinek legalább 85%-át egy másik ABA (cél-ABA) kollektív befektetési értékpapírjaiba fekteti,

b) eszközeinek legalább 85%-át egy vagy több olyan cél-ABA-ba fekteti, amelyek azonos befektetési politikával rendelkeznek, vagy

c) eszközeinek legalább 85%-os kitettsége van egy cél-ABA-ban;

48. *gyűjtő-ÁÉKBV:* olyan ÁÉKBV vagy annak egy olyan részalapja, amely saját tőkéjének legalább 85%-át másik ÁÉKBV vagy annak részalapja - cél-ÁÉKBV - kollektív befektetési értékpapírjaiba fekteti;

49. *harmadik ország:* az az ország, amely nem minősül EGT-államnak;

50. *hitel*: a hitelszerződés, illetve az ez alapján kötött kölcsönszerződés, valamint a halasztott pénzügyi teljesítés, ide nem értve a forgalmazó által biztosított, legfeljebb 15 napos halasztott pénzügyi teljesítést;

51. *holdingtársaság*: egy vagy több társaságban részesedéssel rendelkező olyan gazdasági társaság, amelynek gazdasági célja egy üzleti stratégia vagy stratégiák leányvállalatain, kapcsolt vállalkozásain vagy részvételén keresztül történő végrehajtása hosszú távú értékük növelése céljából, és

a) amely saját számlára működik és részvényeit az Európai Unió valamely szabályozott piacára bevezették, vagy

b) amelyet az éves jelentésében vagy más hivatalos dokumentumban bizonyítottak szerint nem azzal a fő céllal hoztak létre, hogy a befektetőknek a leányvállalatok vagy kapcsolt vállalkozások eladása révén hozzon hozamot;

52. *hozzátartozó*: a Ptk.-ban meghatározott fogalom;

53. *induló tőke:* a vállalkozás alapításkori jegyzett tőkéjének, a tőketartalékának és az eredménytartalékának összege;

54. *jogi képviselő:* az a természetes személy, akinek lakóhelye az Európai Unióban van, illetve az a jogi személy, amelynek székhelye az Európai Unióban van, és akit vagy amelyet egy nem uniós ABAK jelölt ki arra, hogy a hatóságok, ügyfelek, szervezetek és nem uniós ABAK üzletfelei felé az Európai Unióban a nevében eljárjon ezen törvény szerinti kötelezettségei tekintetében;

54a. * *jó üzleti hírnév:* a befektetési alapkezelő vezető állású személyeinek, minősített befolyással rendelkező tagjainak a befektetési alapkezelő irányítására vagy tulajdonlására való alkalmasságát igazoló feltételek megléte;

55. *kereskedelmi kommunikáció:* a tájékoztató, a kezelési szabályzat, a kiemelt befektetői információ és a hirdetmény kivételével minden, a befektetők tájékoztatását szolgáló, a kollektív befektetési értékpapír nyilvános forgalomba hozatalával és forgalmazásával összefüggésbe hozható, reklámban vagy egyéb módon közölt információ;

56. *kibocsátó*: a Tpt.-ben meghatározott fogalom;

57. *kibocsátási program:* a Tpt.-ben meghatározott fogalom;

58. *kiemelt befektetői információ:* az ÁÉKBV-ről és az egyéb nyilvános nyílt végű befektetési alapról készített, a befektetőknek adandó legfontosabb információkat tartalmazó rövid dokumentum;

59. * *kockázati tőkealap:* olyan zártvégű ABA, amelyet vállalkozásfejlesztés finanszírozásának céljából hoztak létre és befektetési politikája szerint az összesített tőke-hozzájárulása és a le nem hívott tőkéje legalább 70%-át a vállalati fejlődés kezdeti szakaszában lévő vállalkozásokba fekteti, amelynek kollektív befektetési értékpapírjait zártkörűen kizárólag szakmai befektetők részére hozzák forgalomba, és amely nem tőkeáttétellel finanszírozott;

60. * *kockázati tőkealap-kezelő:* rendszeres gazdasági tevékenységként kizárólag kockázati tőkealapot, illetve magántőkealapot kezelő ABAK;

61. *kollektív befektetési értékpapír:* a kollektív befektetési forma által forgalomba hozott értékpapír, továbbá a kollektív befektetési forma által forgalomba hozott, a kollektív befektetési formában való részvételt tanúsító egyéb okirat;

62. *kollektív befektetési forma:* minden olyan kollektív befektetés, amely több befektetőtől gyűjt tőkét abból a célból, hogy meghatározott befektetési politikának megfelelően befektesse a befektetők javára (ÁÉKBV, ABA);

63. *kollektív portfóliókezelés:* a kollektív befektetési forma számára végzett befektetéskezelési tevékenység, valamint a kollektív befektetési forma létrehozatalához, működtetéséhez kapcsolódó feladatok ellátása;

64. *különleges célú gazdasági egység:* a Hpt.-ben meghatározott fogalom;

65. *lakossági befektető:* nem szakmai befektetőnek minősülő befektető;

66. *leányvállalat*: minden olyan vállalkozás, amelynek működésére egy másik vállalkozás ellenőrző befolyást gyakorol azzal, hogy a leányvállalat valamennyi leányvállalatát az anyavállalat leányvállalatának kell tekinteni;

67. *letelepedett*:

a) ABAK esetén létesítő okirat szerinti székhellyel rendelkezik;

b) ABA esetén engedéllyel rendelkezik vagy itt bejegyzett, amennyiben sem engedéllyel nem rendelkezik, sem pedig bejegyezve nincs az adott helyen, kezelési szabályzat szerinti székhellyel rendelkezik;

c) letétkezelő esetén létesítő okirat szerinti székhellyel vagy fiókteleppel rendelkezik;

d) jogi személyiséggel rendelkező jogi képviselő esetén, létesítő okirat szerinti székhellyel vagy fiókteleppel rendelkezik;

e) természetes személy jogi képviselő esetén, aki lakóhellyel rendelkezik;

68. *letétkezelő*:

a) az ÁÉKBV vonatkozásában:

aa) a Bszt. 5. § (2) bekezdés b) pontjában meghatározott letétkezelési szolgáltatásra vonatkozó engedéllyel rendelkező magyarországi székhelyű befektetési vállalkozás vagy hitelintézet,

ab) olyan vállalkozás, amely az ÁÉKBV-irányelv letétkezelőre vonatkozó szabályainak más EGT-állam jogrendszerébe történő átvétele alapján jogosult letétkezelői feladatokat ellátni,

b) az ABA vonatkozásában:

ba) magyarországi székhelyű hitelintézet illetve az Európai Parlament és a Tanács a hitelintézetek és a befektetési vállalkozások prudenciális felügyeletéről, a 2002/87/EK irányelv módosításáról, a 2006/48/EK és a 2006/49/EK irányelv hatályon kívül helyezéséről szóló 2013/36/EU irányelv EGT-állam jogrendszerébe történő átvétele alapján engedélyezett, EGT-államban székhellyel rendelkező hitelintézet,

bb) a Bszt. 5. § (2) bekezdésének b) pontjában meghatározott letétkezelési szolgáltatásra vonatkozó engedéllyel rendelkező magyarországi székhelyű befektetési vállalkozás, illetve az Európai Parlament és a Tanács a pénzügyi eszközök piacairól, a 85/611/EGK és a 93/6/EGK tanácsi irányelv és a 2000/12/EK európai parlamenti és tanácsi irányelv módosításáról, valamint a 93/22/EGK tanácsi irányelv hatályon kívül helyezéséről szóló 2004/39/EK irányelv EGT-állam jogrendszerébe történő átvétele alapján engedélyezett, EGT-államban székhellyel rendelkező befektetési vállalko-

zás, amely az irányelv I. melléklete B. szakaszának 1. pontjával összhangban meghatározott szolgáltatás nyújtására jogosult; vagy

bc) egyéb intézmény, amelyre prudenciális szabályozás vonatkozik, és folyamatos felügyelet alatt áll, továbbá amely 2011. július 21-én az ÁÉKBV-irányelv 23. cikke (3) bekezdésének tagállami jogrendszerbe történő átvétele alapján letétkezelési tevékenység folytatására jogosult;

69. *likvid eszköz:* a pénz, a hitelintézettel állampapírra kötött, felmondhatóságában nem korlátozott repó, az átruházhatóságában nem korlátozott, nyilvános árjegyzéssel rendelkező állampapír, a felmondhatóságában nem korlátozott betét, továbbá az átruházhatóságában nem korlátozott, nyilvános árjegyzéssel rendelkező, legfeljebb egyéves hátralévő futamidejű, nyilvánosan forgalomba hozott hitelviszonyt megtestesítő értékpapír;

70. * *magántőkealap:* olyan zártvégű ABA, amelyet vállalatok, vállalatrészek megszerzésének finanszírozása (ideértve az akvizíciót is) céljából hoztak létre, kollektív befektetési értékpapírjait zártkörűen kizárólag szakmai befektetők részére hozzák forgalomba, és amely nem tőkeáttétellel finanszírozott, valamint az eredeti befektetés időpontját követő öt éven belül nem gyakorolhatók visszaváltási jogok;

71. *

72. *másodlagos értékpapír:* a Tpt.-ben meghatározott fogalom;

73. *miniszter*: a pénz-, tőke- és biztosítási piac szabályozásáért felelős miniszter;

74. *minisztérium*: a miniszter által vezetett minisztérium;

75. *minősített befolyás:* egy befektetési alapkezelővel létrejött olyan közvetett és közvetlen kapcsolat, amely alapján a befolyással rendelkező

a) befektetési alapkezelőben fennálló tagi részesedésének mértéke vagy az általa gyakorolható szavazati jog aránya legalább 10%,

b) a befektetési alapkezelő döntéshozó, ügyvezető vagy felügyelő szervei, testületi tagjainak legalább 20%-át kinevezheti vagy felmentheti, vagy

c) létesítő okirat, megállapodás alapján döntő befolyást gyakorolhat a befektetési alapkezelő működésére;

76. *munkavállalók képviselői:* az Mt.-ben, illetve az Európai Parlament és a Tanács az Európai Közösség munkavállalóinak tájékoztatása és a velük folytatott konzultáció általános keretének létrehozásáról szóló 2002/14/EK irányelve 2. cikke e) pontjának más EGT-állam jogrendszerébe történő átvétele alapján meghatározott munkavállalói képviselő;

77. *működési tanúsítvány:* a felügyeleti hatóság által kiállított tanúsítvány arról, hogy a befektetési alapkezelő befektetési alapkezelési tevékenység

végzésére vonatkozó engedélye megfelel-e az ÁÉKBV-irányelvnek a befektetési alapkezelő székhely szerinti tagállama jogrendszerébe történő átvétele alapján elfogadott rendelkezéseknek, valamint engedélyének esetleges korlátozása az általa kezelhető alapok tekintetében;

78. *nettó eszközérték:* a befektetési alap vagyonában szereplő eszközök értéke - ideértve az aktív időbeli elhatárolásokat és a kölcsönbe adásból származó követeléseket is - csökkentve az azt terhelő összes kötelezettséggel, beleértve a passzív időbeli elhatárolásokat is;

79. *nyereségrészesedés*: az ABA nyereségének egy része, amelyet az ABAK részére különítenek el díjazásként az ABA kezeléséért, és amelybe nem tartozik bele az ABA nyereségének azon része, amelyet az ABAK részére különítettek el, mint az ABAK ABA-ba való befektetésének a hozadékát;

80. *nyilvános árjegyzés:* arra jogosult szervezet (árjegyző) által pénzügyi eszközre vonatkozóan folyamatosan közzétett vételi és eladási kötelezettségvállalás az árjegyző által meghatározott árakon;

81. *pénzpiaci eszköz:* a Bszt.-ben meghatározott fogalom;

82. *pénzügyi eszköz:* a Bszt.-ben meghatározott fogalom;

83. *portfóliókezelés*: a Bszt.-ben meghatározott tevékenység;

84. *prime bróker:* olyan hitelintézet, befektetési vállalkozás vagy prudenciális szabályozás és folyamatos felügyelet alá tartozó más vállalkozás, amely szerződő félként szolgáltatást kínál a szakmai befektetők számára elsősorban pénzügyi eszközökre vonatkozó ügyletek finanszírozása vagy végrehajtása érdekében, és amely más szolgáltatásokat is nyújthat, például a Tpt. szerinti elszámolást és teljesítést, valamint letéti őrzést, letétkezelést, értékpapír-kölcsönzést, igényekre szabott technológia- és működéstámogatási szolgáltatásokat;

85. *referencia-tagállam:* az az EGT-állam, amelynek felügyeleti hatóságai jogosultak nem uniós ABAK engedélyezési eljárása és felügyelete tekintetében eljárni;

86. *részesedési viszony:* valamely vállalkozás szavazati jogai vagy tőkéje 20%-ának vagy ennél nagyobb részének közvetlenül vagy közvetetten való tulajdonlása;

87. *saját tőke:* az Sztv.-ben meghatározott fogalom;

88. *szabályozott piac:* a Tpt.-ben meghatározott fogalom;

89. *szakmai befektető:* olyan befektető, aki

a) a Bszt. szerint szakmai ügyfélnek minősül vagy kérés esetén szakmai ügyfélként kezelhető vagy

b) legalább százezer euró vagy annak megfelelő értékű kollektív befektetési értékpapírba történő befektetésre vállal kötelezettséget;

90. *származtatott ügylet:* a Tpt.-ben meghatározott fogalom;

91. *szavatoló tőke:* az Európai Parlament és a Tanács a hitelintézetekre és a befektetési vállalkozásokra vonatkozó prudenciális követelményekről és a 648/2012/EU rendelet módosításáról szóló 575/2013/EU rendeletében (a továbbiakban: 575/2013/EU rendelet) meghatározott fogalom;

92. *szoros kapcsolat:*

a) két vagy több természetes vagy jogi személy között fennálló, ellenőrző befolyásnak vagy részesedési viszonynak minősülő kapcsolat, azzal, hogy ha egy személy olyan személlyel áll ellenőrző befolyásnak minősülő kapcsolatban, amely maga is ellenőrző befolyást gyakorol egy harmadik személyre, akkor e harmadik személyt is a legfelső szinten lévővel szoros kapcsolatban állónak kell tekinteni, illetve

b) két vagy több személy között fennálló kapcsolat, amennyiben ezen személyek ugyanazon személyek ellenőrző befolyása alatt állnak;

93. *tartós adathordozó:* olyan eszköz, amely a befektető számára lehetővé teszi a neki címzett adatoknak az adat céljának megfelelő ideig történő tartós tárolását és a tárolt adatok változatlan formában és tartalommal történő megjelenítését;

94. *tőkeáttétel*: minden olyan módszer, amellyel az ABAK növeli a kezelésében lévő ABA kitettségét (készpénz vagy értékpapír kölcsönvétele, származtatott pozíciókba ágyazott vagy más áttétel útján). Az ABA tőkeáttételét az ABAK-rendelet 6-11. cikkének megfelelően kell kiszámítani;

95. *tőkenövekmény*: az egy jegyre jutó nettó eszközérték és a befektetési jegy névértéke közötti különbség, amennyiben az pozitív;

96. *tőzsdén nem jegyzett társaság:* olyan társaság, amelynek létesítő okirat szerinti székhelye az Európai Unióban van, és nincs bevezetve a Tpt. által meghatározott szabályozott piacra;

97. *uniós ABA:*

a) bármely ABA, amely egy EGT-államban engedéllyel rendelkezik, vagy amelyet egy EGT-államban bejegyeztek; vagy

b) bármely ABA, amely egy EGT-államban sem rendelkezik engedéllyel vagy egy EGT-államban sem jegyezték be, de székhelye vagy főirodája egy EGT-államban található;

98. *uniós ABAK:* bármely olyan ABAK, amely létesítő okirat szerinti székhellyel rendelkezik egy EGT-államban;

99. *ügyfél*: aki e törvény alapján a befektetési alapkezelőtől szolgáltatást vesz igénybe, ide nem értve a befektetőt;

100. *ügyvezető*: a befektetési alapkezelő vezetésére kinevezett első számú vezető, valamint a befektetési alapkezelő irányításában résztvevő olyan további személy, akit a befektetési alapkezelő létesítő okirata vagy a működésre vonatkozó bármely belső szabályzat ilyenként határoz meg;

101. *üzleti titok:* a Ptk.-ban meghatározott fogalom;

102. *vezető állású személy:* az ügyvezető, az igazgatóság elnöke, tagja és a felügyelőbizottság elnöke, tagja, a fióktelep vezetésére kinevezett személy és annak közvetlen helyettese, valamint minden olyan személy, akit a létesítő okirat vagy a működésre vonatkozó bármely belső szabályzat ilyenként határoz meg.

(2) E törvény és az e törvény felhatalmazása alapján kiadott jogszabályok alkalmazásában az „Európai Unió", a „tagállam" kifejezés alatt az Európai Unió tagállamán kívül az Európai Gazdasági Térségről szóló megállapodásban részes más államot is érteni kell.

Második rész: Alapkezelőre, letétkezelőre vonatkozó szabályok

III. Fejezet: Alapkezelőkre vonatkozó általános szabályok

1. A befektetési alapkezelő által végezhető tevékenységek

5. § A befektetési alapkezelő kollektív portfóliókezelési tevékenységének végzése előzetes hatósági engedélyhez kötött, amelyet a Felügyelet ad ki. A **6. §** (1) bekezdés a) pontjában, valamint a 7. § (1) bekezdés a) pontjában meghatározott tevékenység folytatására - amennyiben e törvény másképp nem rendelkezik - kizárólag befektetési alapkezelő kaphat engedélyt.

6. § (1) Az ÁÉKBV-alapkezelő az 5. § szerinti hatósági engedély birtokában az alábbi tevékenységeket végezheti:

a) befektetéskezelés (a befektetési politika végrehajtásával kapcsolatos befektetési, stratégiai és eszközallokációs döntések meghozatala és végrehajtása);

b) a kollektív portfóliókezeléshez kapcsolódó adminisztratív feladatok részben vagy egészben történő ellátása:

ba) könyvviteli és jogi feladatok ellátása,

bb) információszolgáltatás befektetők részére,

bc) eszközök értékelése, árazása, adóügyek intézése,

bd) jogszerű magatartás ellenőrzése,

be) a befektetőkkel kapcsolatos nyilvántartások vezetése,

bf) hozamfizetés,

bg) az ÁÉKBV-alapkezelő által kezelt kollektív befektetési értékpapír forgalomba hozatalával és folyamatos forgalmazásával összefüggő adminisztrációs feladatok,

bh) a megkötött ügyletek teljesítése, a bizonylatok megküldését is ideértve,

bi) nyilvántartások vezetése;

c) az ÁÉKBV-alapkezelő által kezelt kollektív befektetési értékpapír forgalomba hozatala és folyamatos forgalmazása.

(2) * Az ÁÉKBV-alapkezelő a kollektív portfóliókezelési tevékenység mellett kizárólag az alábbi tevékenységeket végezheti rendszeres gazdasági tevékenysége keretében, az a)-c) pontban meghatározott tevékenységek esetén az adott tevékenységre előírt engedély birtokában és figyelemmel a (3) bekezdésre:

a) portfóliókezelés,

b) befektetési tanácsadás,

c) * kollektív befektetési értékpapírok letéti őrzése, letétkezelése, amely dematerializált értékpapírok esetében az értékpapírszámla vezetését is tartalmazza, valamint a végzett tevékenység jellegétől függően ügyfélszámla vezetését is magában foglalja, továbbá a kollektív befektetési értékpapírokkal kapcsolatos adminisztratív szolgáltatások.

(3) * Az ÁÉKBV-alapkezelő az (1) bekezdés a) pontjában meghatározott tevékenység végzésére köteles. Az ÁÉKBV-alapkezelő önmagában a (2) bekezdésben meghatározott tevékenységek végzésére, az (1) bekezdésben meghatározott tevékenységek végzésére vonatkozó engedély nélkül nem kaphat engedélyt, míg a (2) bekezdés b) és c) pontjában meghatározott tevékenység végzésére vonatkozó engedélyt kizárólag a (2) bekezdés a) pontjában meghatározott tevékenység végzésére jogosító engedély birtokában kaphat. Az ÁÉKBV-alapkezelő az (1) bekezdés c) pontjában meghatározott tevékenységet közvetítőként is végezheti.

(4) Az ÁÉKBV-alapkezelő az 5. §-ban meghatározott kollektív portfóliókezelési tevékenységet - részére történő kiszervezés útján vagy határon átnyúló szolgáltatás keretén belül - belföldi és külföldi befektetési alapkezelő részére is végezheti. A határon átnyúló szolgáltatás végzését a Felügyeletnek be kell jelenteni.

(5) A (2) bekezdésben szereplő tevékenységek végzése esetén a Bszt. adott tevékenységre vonatkozó rendelkezéseit az adott tevékenységre megfelelően alkalmazni kell.

7. § (1) Az ABAK-nak az 5. § szerinti hatósági engedély birtokában legalább az alábbi tevékenységeket kell végeznie:

a) befektetéskezelés (a befektetési politika végrehajtásával kapcsolatos befektetési, stratégiai és eszközallokációs döntések meghozatala és végrehajtása);

b) kockázatkezelés.

(2) Az ABAK az ABA kezelése során az alábbi tevékenységeket végezheti:

a) adminisztratív feladatok:

aa) könyvviteli és jogi feladatok ellátása,

ab) információszolgáltatás befektetők részére,

ac) eszközök értékelése, árazása, adóügyek intézése,

ad) jogszerű magatartás ellenőrzése,

ae) a befektetőkkel kapcsolatos nyilvántartások vezetése,

af) hozamfizetés,

ag) az ABAK által kezelt kollektív befektetési értékpapír forgalomba hozatalával és forgalmazásával összefüggő adminisztrációs feladatok,

ah) a megkötött ügyletek teljesítése, a bizonylatok megküldését is ideértve,

ai) nyilvántartások vezetése;

b) az ABAK által kezelt kollektív befektetési értékpapír forgalomba hozatala és forgalmazása;

c) az ABA eszközeihez kapcsolódó tevékenységek: az ABAK bizalmi feladatainak ellátásához szükséges szolgáltatások, a létesítmények kezelése, az ingatlankezelői tevékenységek, vállalkozások számára a tőkeszerkezettel, ipari stratégiával és ezekhez kapcsolódó ügyekkel kapcsolatos tanácsadás, az összeolvadásokkal és vállalkozások megvásárlásával kapcsolatos tanácsadás és szolgáltatások, valamint az ABA és mindazon vállalatok és egyéb eszközök kezeléséhez kapcsolódó szolgáltatások, amelyekben az adott ABA befektetéssel rendelkezik.

(3) Az ABAK az (1) és (2) bekezdésben felsorolt tevékenységek, valamint - külön engedély birtokában végzett - ÁÉKBV részére folytatott alapkezelés mellett kizárólag az alábbi tevékenységeket végezheti rendszeres gazdasági tevékenysége keretében; az a)-d) pontokban meghatározott tevékenységek esetén az adott tevékenységre előírt engedély birtokában és figyelemmel a (4) bekezdésre:

a) portfóliókezelés, ideértve a foglalkoztató nyugdíj szolgáltató intézmény portfóliójának kezelését,

b) befektetési tanácsadás,

c) * kollektív befektetési értékpapírok letéti őrzése, letétkezelése, amely dematerializált értékpapírok esetében az értékpapírszámla vezetését is tartalmazza, valamint a végzett tevékenység jellegétől függően ügyfélszámla vezetését is magában foglalja, továbbá a kollektív befektetési értékpapírokkal kapcsolatos adminisztratív szolgáltatások,

d) pénzügyi eszközzel kapcsolatos megbízás felvétele és továbbítása.

(4) * Az ABAK az (1) bekezdés a) és b) pontjában meghatározott mindkét tevékenység végzésére köteles. Az ABAK önmagában a (2) és (3) bekezdésben meghatározott tevékenységek végzésére, az (1) bekezdésben meghatározott tevékenységek végzésére vonatkozó engedély nélkül nem kaphat engedélyt, míg a (3) bekezdés b)-d) pontjában meghatározott tevékenység végzésére vonatkozó engedélyt kizárólag a (3) bekezdés a) pontjában meghatározott tevékenység végzésére jogosító engedély birtokában kaphat. Az ABAK a (2) bekezdés b) pontjában meghatározott tevékenységet közvetítőként is végezheti.

(5) * Az ABAK az 5. §-ban meghatározott kollektív portfóliókezelési tevékenységet - részére történő kiszervezés útján vagy határon átnyúló szolgáltatás keretén belül - belföldi és külföldi ABAK részére is végezheti, azzal, hogy a 2. § (2) bekezdés szerinti ABAK határon átnyúló szolgáltatást nem végezhet. A határon átnyúló szolgáltatás végzését a Felügyeletnek be kell jelenteni.

(6) A (3) bekezdésben szereplő tevékenységek végzése esetén a Bszt. adott tevékenységre vonatkozó rendelkezéseit az adott tevékenységre megfelelően alkalmazni kell.

2. ÁÉKBV-alapkezelőre vonatkozó engedélyezési feltételek

8. § (1) A kérelmező a 6. § (1) bekezdés a) pontjában foglalt tevékenység végzésére jogosító engedély iránti kérelemhez mellékeli

a) az ÁÉKBV-alapkezelő létesítő okiratát, a végezni kívánt tevékenység megnevezését, működési tervét, amely a szervezeti felépítését, valamint a 2. melléklet szerinti működési szabályzatát tartalmazza;

b) az 16. § (1) bekezdésben meghatározott mértékű induló tőke befizetését igazoló dokumentumot, valamint az induló tőke befizetéséhez szükséges összeg törvényes eredetének igazolását;

c) amennyiben az alapkezelő származtatott ügyleteket is köt, a kapcsolódó kockázatok kezelésére szolgáló kockázatkezelési szabályzatát;

d) a tárgyi, szervezeti és - a büntetlen előéletre vonatkozó előírásokon kívüli - személyi feltételeknek való megfelelés igazolására vonatkozó okiratokat;

e) az alapkezelő olyan közvetlen vagy közvetett tagi részesedéssel rendelkező személyeinek bemutatását, akik, vagy amelyek minősített befolyással rendelkeznek az alapkezelőben;

f) a 9. §-ban foglaltak fennállásáról vagy azok hiányáról szóló nyilatkozatot;

g) amennyiben az alapkezelő a Bszt. hatálya alá tartozó tevékenységet is végez, arra vonatkozó belső szabályzatát, amely biztosítja a több megbízó, illetve kollektív befektetési forma részére, különböző befektetési elvek alapján való portfóliókezelés illetve befektetési alapkezelés miatti lehetséges érdekellentétek kiküszöbölését; valamint

h) a könyvvizsgáló igazolását arra vonatkozóan, hogy az alapkezelő informatikai rendszere alkalmas a 29. §-ban és a 30. §-ban meghatározott követelmények teljesítésére.

(2) Az ÁÉKBV-alapkezelőnek tevékenysége végzése során folyamatosan meg kell felelnie a jogszabályok előírásainak és a Felügyelet felhívására köteles igazolni, hogy megfelel az e törvény felhatalmazása alapján kiadott egyéb jogszabályokban meghatározott működési feltételnek is.

(3) Az ÁÉKBV-alapkezelő a befektetési alapkezelési tevékenységi engedély kézhezvételét követően kezdheti meg tevékenységét.

9. § A Felügyelet az ÁÉKBV-alapkezelő befektetési alapkezelési tevékenység végzésére jogosító engedélyének megadásához előzetesen kikéri más EGT-állam felügyeleti hatóságának véleményét, ha az alapítani kívánt alapkezelő

a) más EGT-államban székhellyel rendelkező befektetési vállalkozás, hitelintézet, befektetési alapkezelő, biztosító, kollektív befektetési forma leányvállalata,

b) más EGT-államban székhellyel rendelkező befektetési vállalkozás, hitelintézet, befektetési alapkezelő, biztosító, kollektív befektetési forma anyavállalatának leányvállalata,

c) ellenőrző befolyással rendelkező természetes vagy jogi személy részvényese más EGT-államban székhellyel rendelkező befektetési vállalkozásban, hitelintézetben, befektetési alapkezelőben, biztosítóban, kollektív befektetési formában ellenőrző befolyással rendelkezik.

3. Az engedélykérelem elutasításának esetei ÁÉKBV-alapkezelő esetén

10. § (1) A Felügyelet az ÁÉKBV-alapkezelő befektetési alapkezelési tevékenység végzésére jogosító engedély iránti kérelmét elutasítja, ha a kérelmező

a) az e törvényben vagy az e törvény felhatalmazása alapján kiadott jogszabályban előírt feltételeknek nem felel meg,

b) az a) pontban meghatározott feltételeknek való megfelelést hitelt érdemlő módon nem igazolta,

c) megtévesztő vagy valótlan adatot közölt, vagy

d) olyan személlyel vagy szervezettel áll szoros kapcsolatban, amelynek lakóhelye vagy székhelye olyan harmadik országban van, amelynek jogszabályai vagy a jogszabályokban foglaltak kikényszerítése akadályozza a befektetési alapkezelő feletti hatékony és eredményes felügyeletet.

(2) Az (1) bekezdés d) pontjában meghatározott feltételek ellenőrzéséhez a Felügyelet által szükségesnek ítélt információkat a kérelmezőnek a Felügyelet rendelkezésére kell bocsátania.

(3) A Felügyelet naprakészen közzéteszi a honlapján a felügyeleti hatóságok kölcsönös elismerésén alapuló, továbbá a fióktelepek felügyeletére is kiterjedő nemzetközi együttműködési megállapodásban részes szervek megnevezését és a székhelyük szerinti országok listáját.

4. Az ABAK-ra vonatkozó engedélyezési feltételek

11. § (1) A kérelmező a 7. § (1) bekezdésben foglalt tevékenység végzésére jogosító engedély iránti kérelemhez mellékeli

a) az ABAK létesítő okiratát, annak igazolását, hogy főirodája és a létesítő okirat szerinti székhelye egyaránt Magyarországon van, a végezni kívánt tevékenység megnevezését, valamint a 2. melléklet szerinti működési szabályzatát;

b) a 16. § (1) bekezdésében meghatározott mértékű induló tőke befizetését igazoló dokumentumot, valamint az induló tőke befizetéséhez szükséges összeg törvényes eredetének igazolását;

c) a 13. mellékletben meghatározott elveknek megfelelő javadalmazási politika és gyakorlat bemutatását;

d) a tárgyi, szervezeti és - a büntetlen előéletre vonatkozó előírásokon kívüli - személyi feltételeknek való megfelelés igazolására vonatkozó okiratokat;

e) az ABAK olyan közvetlen vagy közvetett tagi részesedéssel rendelkező személyeinek bemutatását, akik, vagy amelyek minősített befolyással rendelkeznek a befektetési alapkezelőben, bemutatva a minősített befolyás arányát is;

f) a tevékenységeknek a 41. § szerinti, kiszervezésre tett intézkedésekkel kapcsolatos tájékoztatást.

(2) A kérelmező tájékoztatja a Felügyeletet a kezelni kívánt ABA-k által folytatandó befektetési stratégiáról (az elsődleges eszközkategória típusa szerinti besorolásról).

(3) A kérelmező - amennyiben a kérelem benyújtásakor rendelkezésre állnak vonatkozó adatok - tájékoztatja a Felügyeletet:

a) az ABAK tőkeáttétel alkalmazásával kapcsolatos politikájáról, valamint az ABA-k kockázati profiljáról és egyéb lényeges jellemzőiről, beleértve az azon EGT-államra vagy harmadik országra vonatkozó tájékoztatást, amelyben ezen ABA-k letelepedtek vagy letelepedni szándékoznak;

b) a cél-ABA letelepedésére vonatkozó információkról, ha az ABA gyűjtő-ABA;

c) ABA-k kezelési szabályzatáról;

d) a letétkezelő kijelöléséről;

e) a befektetők tájékoztatására szolgáló azon információkról, amelyeket az a)-d) pontok nem tartalmaznak.

(4) Az engedély iránti kérelem teljesnek tekinthető, ha az ABAK legalább az (1) bekezdés a)-d) pontjában, valamint a (2) bekezdésben említett információkat benyújtotta.

(5) Ha engedéllyel rendelkező ÁÉKBV-alapkezelő ABAK-kénti engedélyezése iránti kérelmet nyújt be, az ÁÉKBV-k kezelésére irányuló engedélykérelem időpontjában már benyújtott, és az ABAK-kénti engedélyezéshez is szükséges dokumentumokat nem kell ismételten benyújtani abban az esetben, ha a dokumentumok még naprakészek.

(6) Az ABAK-nak tevékenysége végzése során folyamatosan meg kell felelnie a jogszabályok, valamint az ABAK-rendelet előírásainak, és a Felügyelet felhívására köteles igazolni, hogy megfelel az e törvény felhatalmazása alapján kiadott egyéb jogszabályokban meghatározott működési feltételnek is.

(7) Az ABAK a tevékenységi engedély kézhezvételét követően, de legkorábban az (1) bekezdés f) pontjában és a (3) bekezdésének a) és b) pontjában említett, esetleg hiányzó információk benyújtását követő egy hónap elteltével kezdheti meg tevékenységét.

(8)-(13) *

12. § (1) Abban az esetben, ha a 2. § (2) bekezdés szerinti ABAK - három hónapot meghaladóan - nem teljesíti a törvény alóli részleges felmentést megalapozó feltételeket, haladéktalanul értesíti erről a tényről a Felügyeletet, és 30 napon belül igazolja, hogy teljes körűen megfelel e törvény rendelkezéseinek.

(2) Abban az esetben, ha a 2. § (2) bekezdés a) pont szerinti feltételeinek megfelelő ABAK úgy dönt, hogy e törvény egészének aláveti magát, a Bizottság 2013. május 15-i, a 2011/61/EU európai parlamenti és tanácsi irányelv önkéntes alkalmazását választó ABAK-okra vonatkozó eljárás létrehozásáról szóló 447/2013/EU végrehajtási rendeletnek megfelelően kell eljárnia.

13. § A Felügyelet az ABAK 7. § (1) bekezdésben foglalt tevékenység végzésére jogosító engedélyének megadásához előzetesen kikéri más EGT-állam felügyeleti hatóságának véleményét, ha az alapítani kívánt ABAK

a) más EGT-államban székhellyel rendelkező másik ABAK, ÁÉKBV-alapkezelő, befektetési vállalkozás, hitelintézet, biztosító leányvállalata,

b) más EGT-államban székhellyel rendelkező másik ABAK, ÁÉKBV-alapkezelő, befektetési vállalkozás, hitelintézet, biztosító anyavállalatának leányvállalata,

c) ellenőrző befolyással rendelkező természetes vagy jogi személy részvényese más EGT-államban székhellyel rendelkező másik ABAK-ban,

ÁÉKBV-alapkezelőben, befektetési vállalkozásban, hitelintézetben, biztosítóban ellenőrző befolyással rendelkezik.

5. Az engedélykérelem elutasításának esetei ABAK esetén

14. § A Felügyelet a 7. § (1) bekezdésben foglalt tevékenység végzésére jogosító engedély megadását elutasítja, amennyiben a felügyeleti feladatok hatékony gyakorlását a következők bármelyike akadályozza:

a) szoros kapcsolat az ABAK és más természetes vagy jogi személyek között;

b) valamely harmadik ország - az ABAK-kal szoros kapcsolatban álló - természetes vagy jogi személyeire vonatkozó törvényei, rendeletei vagy közigazgatási rendelkezései;

c) a b) pont szerinti törvények, rendeletek vagy közigazgatási rendelkezések végrehajtásával kapcsolatos nehézségek.

6. A befektetési alapkezelő tevékenységi engedélyének visszavonása

15. § (1) A Felügyelet a 6. § (1) bekezdés a) pontjában, illetve a 7. § (1) bekezdésben foglalt tevékenységek végzésére jogosító engedélyt visszavonja, ha

a) az engedély kiadásának feltételei már nem állnak fenn, és azokat a befektetési alapkezelő 6 hónapon belül nem pótolta;

b) a befektetési alapkezelő nem vitatott tartozását az esedékességet követő 5 napon belül nem egyenlítette ki, és vagyona (eszközei) az ismert hitelezők követelésének kielégítésére nem nyújtana fedezetet;

c) a befektetési alapkezelő az engedélyezett tevékenységet 12 hónapon belül nem kezdi meg; vagy - a működés megkezdését követően - 6 hónapot meghaladó időtartam alatt nem gyakorolja;

d) a befektetési alapkezelő bejelenti a Felügyeletnek, hogy a tevékenység folytatásával felhagy;

e) a befektetési alapkezelő a tevékenységre vonatkozó, az e törvényben és külön jogszabályokban meghatározott előírásokat ismétlődően vagy súlyosan megszegi;

f) a befektetési alapkezelő szavatoló tőkéje e törvény által meghatározott szint alá csökken, és a befektetési alapkezelő a szavatoló tőke feltöltési kötelezettségének a Felügyelet által előírt határidőben nem tett eleget;

g) az engedélyt a Felügyelet megtévesztésével vagy más jogszabálysértő módon szerezték meg;

h) a befektetési alapkezelő és harmadik személy között olyan típusú szoros kapcsolat keletkezik, amely a befektetési alapkezelővel szoros kapcsolatban

álló személyre vonatkozó harmadik országban alkalmazott jogszabályok szerint akadályozza a befektetési alapkezelő feletti hatékony hatósági felügyelet gyakorlását.

(2) Az (1) bekezdés d) pontja alapján a Felügyelet a 6. § (1) bekezdés a) pontjában, illetve a 7. § (1) bekezdésben foglalt tevékenység végzésére jogosító engedélyt akkor vonja vissza, ha az engedéllyel rendelkező az ügyfelével szemben fennálló elismert kötelezettségeinek eleget tett, vagy szerződéseinek teljesítését más, az adott tevékenység végzésére engedéllyel rendelkező vállalkozás átvállalta. A Felügyelet meghatározhatja azokat a feltételeket és előírásokat, amelyek teljesítéséig a befektetési alapkezelő a tevékenységét - az arra vonatkozó szabályok szerint - köteles folytatni.

(3) A Felügyelet a tevékenység végzésére jogosító engedélyt határozott időre felfüggeszti, ha az engedély kiadásának feltételei már nem állnak fenn, de azok 6 hónapon belül pótolhatók.

7. A befektetési alapkezelő tőke- és szervezeti követelményei

16. § (1) A befektetési alapkezelő akkor kaphat befektetési alapkezelésre engedélyt, ha - a (2) bekezdésben foglaltak figyelembevételével - rendelkezik legalább százhuszonötezer euró, ingatlanalap kezelése esetén legalább háromszázezer euró induló tőkével.

(2) Ha a befektetési alapkezelő által kezelt portfólió összesített értéke meghaladja a kétszázötvenmillió eurót, szavatoló tőkéjét ki kell egészítenie. A pótlólagos tőkeösszeg annak az összegnek a 0,02%-a, amellyel a befektetési alapkezelő által kezelt portfólió értéke meghaladja a kétszázötvenmillió eurót. Ha a szavatoló tőke és a pótlólagos tőke összege eléri a tízmillió eurót, a szavatoló tőkét nem szükséges tovább növelni. A számítás alapját képező összegbe bele kell számítani azon portfóliókat, amelyek kezelésével a befektetési alapkezelő kiszervezésre irányuló szerződés alapján harmadik személyt bízott meg, nem kell figyelembe venni azonban azokat a portfóliókat, amelyeket a befektetési alapkezelő kiszervezésre irányuló szerződés alapján megbízottként kezel.

(3) A befektetési alapkezelőnek - a működőképesség folytonosságának fenntartása és a befektetők védelme érdekében - az általa végzett tevékenység kockázatának fedezetét mindenkor biztosító, megfelelő nagyságú szavatoló tőkével kell rendelkeznie, amely nem csökkenhet

a) az (1) bekezdésben meghatározott összeg, vagy

b) a megelőző év - az 575/2013/EU rendelet 97. cikke szerinti - fix működési költségei 25%-ának megfelelő összeg

alá.

(4) A (3) bekezdésben meghatározott szavatoló tőke mértékének meghatározása során a (3) bekezdés a) és b) pontja szerint számított érték közül a magasabbat kell irányadónak tekinteni.

(5) Az esetleges szakmai felelősséggel kapcsolatos, az ABAK által végzett tevékenységekből származó - az ABAK-rendelet 12. cikkében meghatározott - kockázatok fedezésére az ABAK-nak rendelkeznie kell:

a) olyan további szavatolótőkével, amely képes fedezni a szakmai gondatlanságból adódó potenciális felelősséggel kapcsolatos kockázatokat; vagy

b) olyan, a szakmai gondatlanságból adódó felelősségre vonatkozó szakmai felelősségbiztosítással, amely megfelel a lefedett kockázatoknak.

(6) Az (5) bekezdés rendelkezéseit az ABAK-rendelet 12-15. cikkében meghatározottak figyelembevételével kell teljesíteni.

(7) Az ABAK szavatolótőkéjét likvid eszközökbe vagy azonnal készpénzre váltható eszközökbe kell fektetni, és a szavatolótőke nem tartalmazhat spekulatív pozíciókat.

(8) Az (1) bekezdésben euróban meghatározott induló tőke összegét a befektetési alapkezelési tevékenység végzésére vonatkozó engedély megszerzését megelőző naptári hónap utolsó napján érvényes, az MNB által közzétett hivatalos devizaárfolyamon kell forintra átszámítani.

17. § (1) A befektetési alapkezelő - az 52. §-ban és az 53. §-ban, az 59. § (3) bekezdésében, a 60. § (1) bekezdésében, valamint a 161. § (1) bekezdésében foglalt eltéréssel - részvénytársaság formájában működhet.

(2) A befektetési alapkezelőre a Ptk. jogi személyekre vonatkozó rendelkezéseit az e törvényben foglalt eltérésekkel kell alkalmazni.

(3) A fióktelep formájában működő befektetési alapkezelőre az Fkt. rendelkezéseit az e törvényben foglalt eltérésekkel kell alkalmazni.

8. A befektetési alapkezelő tárgyi és személyi feltételei

18. § (1) A befektetési alapkezelő irányítását belföldön létesített főirodában kell biztosítani.

(2) A befektetési alapkezelőnek rendelkeznie kell megfelelő irodai elhelyezéssel, kommunikációs rendszerrel (telefon, fax, internetkapcsolat, elektronikus postacím, nyilvános befektetési alapot kezelő befektetési alapkezelő esetén saját honlap). A befektetési alapkezelőnek olyan szervezeti és működési szabályokat kell kialakítania, amelyek biztosítják ÁÉKBV-alapkezelő esetében a 22-26. §-ban, ABAK esetében a 32. §-ban megfogalmazott működési szabályok megtartását.

(3) A befektetési alapkezelőnek rendelkeznie kell olyan elektronikus portfólió-nyilvántartási rendszerrel, amely alkalmas az általa kezelt portfóliók vagyonváltozásainak, a jegyzési és visszavásárlási megbízásoknak naprakész - és az információs kötelezettség teljesítését lehetővé tevő - rögzítésére és kimutatására és a belső ellenőrzés, valamint a Felügyelet által történő ellenőrzés követelményeinek teljesítésére. A befektetési alapkezelő gondoskodik az elektronikus adatfeldolgozás magas szintű biztonságáról és a rögzített információk védelméről és bizalmas kezeléséről.

(4) Amennyiben a befektetési alapkezelő kollektív befektetési értékpapírt forgalmaz, a befektetési alapkezelőnek rendelkeznie kell olyan, a befektetők nyilvántartására szolgáló nyilvántartási rendszerrel, amely biztosítja a befektetők adatainak mindenkori naprakész nyilvántartását, visszakereshetőségét és az értékpapírtitok folyamatos megtartását.

(5) A befektetési alapkezelőnek meg kell felelnie a Tpt. 355. §, 364. § és 368-371. §-ában meghatározott rendelkezéseknek.

19. § (1) A befektetési alapkezelő ügyvezetését - a 2. § (2) bekezdés szerinti ABAK kivételével - legalább két természetes személy, munkaviszony keretében köteles ellátni. A vezető állású személyek között legalább két olyan személynek kell lennie, aki a devizajogszabályok alapján devizabelföldinek minősül, és - legalább egy éve - állandó belföldi lakóhellyel rendelkezik.

(2) Befektetési alapkezelőnél vezető állású személynek az választható meg, illetve az nevezhető ki, aki

a) a (9) bekezdésben meghatározott bűncselekményi kör tekintetében büntetlen előéletű, és e tényt a bűnügyi nyilvántartó szerv által kiállított - büntetlen előéletet igazoló - hatósági bizonyítvány, vagy a személyes joga szerinti ennek megfelelő okirat útján igazolja;

b) felsőfokú végzettséggel rendelkezik;

c) legalább hároméves pénzügyi szakmai gyakorlattal és legalább hároméves pénzügyi, illetve gazdasági területen szerzett vezetői gyakorlattal rendelkezik és

d) igazolja, hogy vele szemben a (10) bekezdésében meghatározott kizáró okok és ÁÉKBV-alapkezelő esetén a 27. §-ban, ABAK esetében a 34. §-ban meghatározott összeférhetetlenségi okok nem állnak fenn.

(3) * A befektetési alapkezelő ügyvezetőjének, igazgatósága, valamint felügyelőbizottsága tagjának, teljes tevékenységet irányító személyének, a befektetéskezelési tevékenységet, a befektetési eszközök és tőzsdei termékek kereskedését irányító személyének a (2) bekezdésben meghatározott feltételeken kívül az nevezhető ki, akinek személyét a megválasztás, illetve a kinevezés tervezett időpontját 30 nappal megelőzően a Felügyeletnek - az

előzetes engedély megszerzése érdekében - bejelentették, és a Felügyelet az engedélyt megadta.

(4) * A befektetési alapkezelő ügyvezetője, igazgatósága, valamint felügyelőbizottsága tagja, teljes tevékenységet irányító személye, a befektetéskezelési tevékenységet, a befektetési eszközök és tőzsdei termékek kereskedését irányító személye valamint a befektetési alapkezelő köteles a Felügyeletnek haladéktalanul bejelenteni, ha az engedély megadását követően kizárási ok merül fel. A megválasztáshoz vagy kinevezéshez megadott engedélyt a Felügyelet visszavonhatja, illetve felfüggesztheti, ha az engedély alapjául szolgáló feltétel az engedély megadását követően megszűnik, illetve ha az engedély megadását követően merül fel kizárási ok.

(4a) * Ha a befektetési alapkezelő ügyvezetője, igazgatósága, valamint felügyelőbizottsága tagja, teljes tevékenységet irányító személye, a befektetéskezelési tevékenységet, a befektetési eszközök és tőzsdei termékek kereskedését irányító személye kinevezésére vagy megválasztására az engedély megszerzésétől számított három hónapon belül nem kerül sor, úgy arra csak ismételt engedélyezést követően nevezhető ki vagy választható meg. Az ismételt engedélyezési eljárásra a (3) bekezdésben meghatározott szabályok alkalmazandók.

(5) * A befektetési alapkezelő teljes tevékenységét irányító személy az lehet, aki

a) a (9) bekezdésben meghatározott bűncselekményi kör tekintetében büntetlen előéletű - és e tényt a bűnügyi nyilvántartó szerv által kiállított - büntetlen előéletet igazoló - hatósági bizonyítvány vagy a személyes joga szerinti ennek megfelelő okirat útján igazolja -,

b) felsőfokú végzettséggel,

c) legalább ötéves szakmai gyakorlattal rendelkezik, amelyből legalább 2 év magyarországi szakmai gyakorlat, és

d) nem áll a tevékenységének megfelelő foglalkozástól eltiltó jogerős bírói ítélet hatálya alatt.

(6) A befektetés-kezelési tevékenységet, a befektetési eszközök és tőzsdei termékek kereskedését irányító személy az lehet, aki a (9) bekezdésben meghatározott bűncselekményi kör tekintetében büntetlen előéletű - és e tényt a bűnügyi nyilvántartó szerv által kiállított - büntetlen előéletet igazoló - hatósági bizonyítvány, vagy a személyes joga szerinti ennek megfelelő okirat útján igazolja -, legalább kétéves, befektetési területen szerzett szakmai gyakorlattal rendelkezik, amelyből legalább 1 év magyarországi szakmai gyakorlat, és akivel szemben nem áll fenn a (10) bekezdésben meghatározott kizáró ok.

(7) Az adminisztratív tevékenységet irányító személy az lehet, aki a (9) bekezdésben meghatározott bűncselekményi kör tekintetében büntetlen előéletű - és e tényt a bűnügyi nyilvántartó szerv által kiállított - büntetlen előéletet igazoló - hatósági bizonyítvány, vagy a személyes joga szerinti ennek megfelelő okirat útján igazolja -, legalább kétéves portfóliókezelési, befektetési alapkezelési vagy pénzügyi intézményi szakmai gyakorlattal rendelkezik, amelyből legalább 1 év magyarországi szakmai gyakorlat, és akivel szemben nem áll fenn a (10) bekezdésben meghatározott kizáró ok.

(8) A (2) és (5)-(7) bekezdés esetében

a) * a befektetési alapkezelőnél, kollektív befektetési formánál, befektetési vállalkozásnál, pénzügyi intézménynél, biztosítónál, önkéntes, kölcsönös biztosító pénztárnál, magánnyugdíjpénztárnál, foglalkoztatói nyugdíj szolgáltató intézménynél,

b) az MNB-nél, a minisztériumban, szabályozott piacnál, tőzsdénél, a központi értéktárnál, az elszámolóháznál, központi szerződő félnél, az Államadósság Kezelő Központ Zrt.-nél, a Magyar Államkincstárnál,

c) * ingatlanalapot kezelő befektetési alapkezelő ingatlanbefektetési tevékenységét irányító személye esetében ingatlanforgalmazónál, ingatlanalapot kezelő alapkezelőnél,

d) * kockázati tőkealap-kezelő vezető állású személye esetén üzletviteli tanácsadással foglalkozó gazdasági társaságnál, valamint

e) * az a)-d) pontban felsoroltak külföldi megfelelőinél

szakirányú területen munkavégzésre irányuló jogviszonyban eltöltött idő számít szakmai gyakorlatnak.

(9) A (2) és (5)-(7) bekezdés szempontjából az alábbi bűncselekményeket kell figyelembe venni:

a) a 2013. június 30-ig hatályban volt, a Büntető Törvénykönyvről szóló 1978. évi IV. törvény (a továbbiakban: 1978. évi IV. törvény) XV. fejezet III. címében meghatározott bűncselekmények, a hamis vád (1978. évi IV. törvény 233. §), a hatóság félrevezetése (1978. évi IV. törvény 237. §), a hamis tanúzás (1978. évi IV. törvény 238. §), a hamis tanúzásra felhívás (1978. évi IV. törvény 242. §), a mentő körülmény elhallgatása (1978. évi IV. törvény 243. §), a bűnpártolás (1978. évi IV. törvény 244. §), a 1978. évi IV. törvény XV. fejezet VII. címében és VIII. címében meghatározott bűncselekmények, a terrorcselekmény (1978. évi IV. törvény 261. §), a nemzetközi gazdasági tilalom megszegése (1978. évi IV. törvény 261/A. §), a légi jármű, vasúti, vízi, közúti tömegközlekedési vagy tömeges áruszállításra alkalmas jármű hatalomba kerítése (1978. évi IV. törvény 262. §), a visszaélés robbanóanyaggal vagy robbantószerrel (1978. évi IV. törvény 263. §), a visszaélés lőfegyverrel vagy lőszerrel

(1978. évi IV. törvény 263/A. §), a visszaélés haditechnikai termékkel és szolgáltatással, illetőleg kettős felhasználású termékkel (1978. évi IV. törvény 263/B. §), a bűnszervezetben részvétel (1978. évi IV. törvény 263/C. §), a visszaélés atomenergia alkalmazásával (1978. évi IV. törvény 264/B. §), a visszaélés nemzetközi szerződés által tiltott fegyverrel (1978. évi IV. törvény 264/C. §), az önbíráskodás (1978. évi IV. törvény 273. §), a 1978. évi IV. törvény XVI. fejezet III. címében, továbbá XVII. és XVIII. fejezetében meghatározott bűncselekmények,

b) az atomenergia alkalmazásával visszaélés (Btk. 252. §), a minősített adattal visszaélés (Btk. 265. §), a hamis vád (Btk. 268. §), a hatóság félrevezetése (Btk. 271. §), a hamis tanúzás (Btk. 272. §), a hamis tanúzásra felhívás (Btk. 276. §), a mentő körülmény elhallgatása (Btk. 281. §), a bűnpártolás (Btk. 282. §), a Btk. XXVII. Fejezetében meghatározott bűncselekmények, a terrorcselekmény (Btk. 314-316. §), a terrorcselekmény feljelentésének elmulasztása (Btk. 317. §), a terrorizmus finanszírozása (Btk. 318. §), a jármű hatalomba kerítése (Btk. 320. §), a bűnszervezetben részvétel (Btk. 321. §), a robbanóanyaggal vagy robbantószerrel visszaélés (Btk. 324. §), a lőfegyverrel vagy lőszerrel visszaélés (Btk. 325. §), a nemzetközi szerződés által tiltott fegyverrel visszaélés (Btk. 326. §), a nemzetközi gazdasági tilalom megszegése (Btk. 327. §), a nemzetközi gazdasági tilalom megszegése feljelentésének elmulasztása (Btk. 328. §), a haditechnikai termékkel vagy szolgáltatással visszaélés (Btk. 329. §), a kettős felhasználású termékkel visszaélés (Btk. 330. §), a Btk. XXXIII. és XXXV-XLIII. Fejezetében meghatározott bűncselekmények.

(10) Az (5)-(7) bekezdés vonatkozásában kizáró ok olyan személlyel szemben áll fenn, aki:

a) 10%-ot elérő vagy azt meghaladó közvetlen, illetve közvetett tagi részesedéssel rendelkezik, rendelkezett, illetve vezető állású személy volt olyan, a Felügyelet által felügyelt intézményben, amely a befektetési alapkezelési tevékenység végzésére vonatkozó engedély iránti kérelem benyújtását megelőző 5 éven belül fizetésképtelenné vált, vagy fizetésképtelenségét csak felügyeleti intézkedéssel lehetett elkerülni, illetve amelynek tevékenységi engedélyét a Felügyelet visszavonta, és akinek személyes felelősségét e helyzetek kialakulásáért jogerős határozat megállapította;

b) súlyosan vagy ismételten megsértette a Felügyelet feladatkörébe eső törvények, illetve e törvények felhatalmazása alapján kiadott jogszabályok előírásait és emiatt vele szemben a Felügyelet, más hatóság vagy bíróság a befektetési alapkezelési tevékenység végzésére vonatkozó engedély iránti kérelem benyújtását megelőző 5 évnél nem régebben kelt jogerős határozatban legalább három esetben szankciót alkalmazott;

c) lakóhelye (tartózkodási helye) vagy székhelye szerinti ország hatóságaitól információ nem szerezhető meg, és a tulajdonszerzési engedélyezés elbírálásához szükséges információ megadását önként nem vállalja.

(11) A (10) bekezdés szerinti kizáró okokat a kérelmező külföldi tevékenysége tekintetében is vizsgálni kell.

(12) A befektetési alapkezelő az (1) és (5)-(7) bekezdésben meghatározott személyek kinevezését, a személyükben bekövetkezett változást a kinevezést vagy a változást követően haladéktalanul, de legkésőbb a kinevezést vagy a változást követő 5 napon belül a Felügyeletnek köteles bejelenteni.

(13) * A 2. § (2) bekezdés szerinti kockázati tőkealap-kezelő felügyelőbizottságának elnökére és tagjára a (2) bekezdés c) pontja nem alkalmazandó.

20. § Az ÁÉKBV-alapkezelőben történő minősített befolyás megszerzésére alkalmazni kell a Bszt. IX. Fejezetében foglalt rendelkezéseket, azzal, hogy ahol a jogszabály befektetési vállalkozást említ, azon ÁÉKBV-alapkezelőt kell érteni.

9. Jó üzleti hírnév

21. § (1) A befektetési alapkezelő minősített befolyással rendelkező tagja csak olyan személy lehet,

a) aki mentes a befektetési alapkezelő óvatos, körültekintő és megbízható (a továbbiakban együtt: prudens) működését veszélyeztető befolyástól, jó üzleti hírnévvel rendelkezik, valamint biztosítani képes a befektetési alapkezelő megbízható, gondos tulajdonosi irányítását és ellenőrzését, valamint

b) akinek üzleti kapcsolatrendszere és tulajdonosi szerkezete átlátható és ezáltal nem zárja ki a befektetési alapkezelő feletti hatékony felügyelet gyakorlását.

(2) * A befektetési alapkezelő vezető tisztségviselőjének, teljes tevékenységet irányító személyének, a befektetés-kezelési tevékenységet, a befektetési eszközök és tőzsdei termékek kereskedését irányító személyének, üzleti tevékenységét irányító személyeinek jó üzleti hírnévvel kell rendelkezniük.

(3) A jó üzleti hírnevet a kérelmezőnek, illetve annak kell bizonyítania, akinek érdekében áll, hogy azt a Felügyelet elfogadja. A jó üzleti hírnév igazolásának módját a kérelmező megválaszthatja, azonban a Felügyelet egyéb, pontosan meghatározott iratok (okmányok) benyújtását írhatja elő. A Felügyelet a jó üzleti hírnév fennállásának megállapítása érdekében az illetékes külföldi hatóságot közvetlenül megkeresheti.

(4) A jó üzleti hírnév bizonyításának sikertelenségét a Felügyeletnek határozattal kell megállapítania.

IV. Fejezet: ÁÉKBV-alapkezelő működési feltételei

10. Általános működési feltételek

22. § (1) Az ÁÉKBV-alapkezelőnek - tisztességesen, kellő képességek, körültekintés és a gondosság jegyében, a kezelésében levő kollektív befektetési formák vagy azok befektetői, valamint a piac integritása érdekében eljárva - a tevékenysége során folyamatosan meg kell felelnie az alábbi, prudens működést biztosító szabályoknak, figyelembe véve az általa kezelt kollektív befektetési formák egyedi sajátosságait is.

(2) Az ÁÉKBV-alapkezelőnek rendelkeznie kell

a) megalapozott adminisztrációs és számviteli eljárásokkal;

b) az elektronikus adatfeldolgozásra vonatkozó ellenőrzési és biztonsági eljárásokkal;

c) az információk biztonságának, integritásának és bizalmas jellegének megőrzésére alkalmas rendszerekkel és eljárásokkal, és

d) megfelelő belső ellenőrzési mechanizmusokkal, beleértve különösen az alkalmazottai által lebonyolított személyes ügyletekre vagy a sajátszámlás befektetések céljából vásárolt pénzügyi eszközökbe történt befektetésekre vonatkozó szabályokat.

(3) Az alkalmazott eljárásoknak és rendszereknek biztosítaniuk kell

a) a lebonyolított ügyletek eredetének, az azokban részt vevő feleknek, az ügylet jellegének, időpontjának és helyének az utólagos visszakereshetőségét és ellenőrzését;

b) hogy az ÁÉKBV-alapkezelő kezelésében levő kollektív befektetési formák eszközeit a mindenkori kezelési szabályzatokkal és hatályos jogi rendelkezésekkel összhangban fektessék be;

c) az ÁÉKBV-alapkezelő által kezelt kollektív befektetési formák és egyéb portfóliók eszközeinek egymástól, valamint az ÁÉKBV-alapkezelő saját eszközeitől történő elkülönített nyilvántartását, továbbá

d) hogy az ÁÉKBV-alapkezelő eleget tudjon tenni adatszolgáltatási kötelezettségének és a Felügyelet által történő ellenőrzés követelményeinek.

(4) Az ÁÉKBV-alapkezelőnek olyan belső szervezeti megoldásokat kell kialakítania, amelyek kizárják vagy a lehető legkisebbre csökkentik

a) az ÁÉKBV-alapkezelő és ügyfelei,

b) az ÁÉKBV-alapkezelő két ügyfele,

c) az ÁÉKBV-alapkezelő egyik ügyfele és az ÁÉKBV-alapkezelő által kezelt kollektív befektetési formák, vagy

d) az ÁÉKBV-alapkezelő által kezelt kollektív befektetési formák között létrejött érdekellentét nyomán az ÁÉKBV-alapkezelő által kezelt kollektív befektetési formák és más ügyfelek érdekei sérelmének kockázatát.

(5) Az ÁÉKBV-alapkezelőnek olyan belső szervezeti megoldásokat kell alkalmaznia, amelyek biztosítják az egyedi eszközökre vonatkozó befektetési döntések meghozatalának és végrehajtásának elkülönítését az egyes ügyletek elszámolásától és adminisztrálásától. Az elkülönítésnek a szervezeten belül a munkamegosztás és az irányítási, felelősségi jogkörök szintjén is meg kell valósulnia.

(6) Az ÁÉKBV-alapkezelőnek tevékenysége végzése során folyamatosan meg kell felelnie a jogszabályok előírásain túl a saját szabályzatai szerinti működési elveknek és szabályoknak.

(7) Az ÁÉKBV-alapkezelő szabályzatainak elő kell segíteniük, hogy a befektetési alapkezelő

a) tisztességesen, a kezelésében levő kollektív befektetési formák érdekében, kellő gondossággal eljárva végezze üzleti tevékenységét,

b) igyekezzen kerülni az érdekellentéteket, illetve amennyiben ez nem lehetséges, gondoskodjon az általa kezelt kollektív befektetési formák, illetve egyéb ügyfelei szempontjából tisztességes megoldások alkalmazásáról.

(8) Az ÁÉKBV-alapkezelő a portfóliókezelési tevékenysége során - ha az ügyfél kifejezetten eltérően nem rendelkezik - az ügyfél javára kezelt portfólió terhére nem szerezhet saját maga által kezelt kollektív befektetési forma által kibocsátott kollektív befektetési értékpapírt.

23. § Az ÁÉKBV-alapkezelő biztosítja, hogy a befektető az ÁÉKBV-alapkezelő magatartására, tevékenységére vagy mulasztására vonatkozó panaszát szóban vagy írásban díjmentesen közölhesse. Az ÁÉKBV-alapkezelő köteles lehetővé tenni, hogy a befektető a kollektív befektetési értékpapír forgalmazásának helye szerinti hivatalos nyelvek bármelyikén benyújthassa panaszát. A panaszok ésszerű és gyors kezelése érdekében az ÁÉKBV-alapkezelő a 8. mellékletben meghatározott elvek szerint alakítja ki a panaszkezelés szabályait.

24. § Az ÁÉKBV-alapkezelő által a kollektív befektetési formában kezelt eszközök nem képezik az ÁÉKBV-alapkezelő tulajdonát, eljárása során a kollektív befektetési forma nevében vagy javára és terhére jár el. Az ÁÉKBV-alapkezelő jogosult a kollektív befektetési forma nevében vagy javára eljárva befektetési ügyleteket kötni.

25. § (1) Az ÁÉKBV elnevezése, tájékoztatója, kezelési szabályzata, hirdetménye vagy kereskedelmi kommunikációja tőke megóvására, illetve hozamra vonatkozó garanciára való utalást (tőke-, illetve hozamgarancia)

akkor tartalmazhat, ha a fizetési ígéret a kötelezettségvállalás természetére tekintettel megfelelő határidőben érvényesíthető és megfelelő összegű hitelintézet által vállalt garanciával, kezességgel vagy kezesi biztosítással biztosított. A hozamra vonatkozó fizetési ígéret külön utalás nélkül is magában foglalja a tőke megóvására vonatkozó fizetési ígéretet is.

(2) Az ÁÉKBV elnevezése, tájékoztatója, kezelési szabályzata, hirdetménye vagy kereskedelmi kommunikációja tőke megóvására, illetve hozamra vonatkozó ígéretre való utalást (tőke-, illetve hozamvédelem) akkor tartalmazhat, ha a tőke- illetve hozamvédelem a kollektív befektetési formában megvásárolható eszközökre vonatkozó részletes befektetési politikával alátámasztott. A hozamra vonatkozó ígéret külön utalás nélkül is magában foglalja a tőke megóvására vonatkozó ígéretet is.

(3) Az ÁÉKBV-alapkezelőnek az általa kezelt befektetési alapon és ÁÉKBV-n elért teljesítmény, illetve hozam számítása, bemutatása során a Bszt. 3. mellékletében megfogalmazott elvek szerint kell eljárnia.

26. § (1) Az ÁÉKBV-alapkezelő az általa végzett tevékenységért a kollektív befektetési forma terhére kezelési díjat számíthat fel.

(2) Ha a kollektív befektetési forma átlagos saját tőkéje legalább 3 hónapon keresztül nem érte el az indulásakor érvényes törvényi minimum 50%-át, az ÁÉKBV-alapkezelő a kezelési díjat nem terhelheti a kollektív befektetési formára mindaddig, ameddig az utolsó 3 hónapra számított átlagos saját tőke ismételten el nem éri az indulásakor érvényes törvényi minimum 50%-át. A mentes időszakban felmerülő kezelési díj utólagosan sem terhelhető kollektív befektetési formára.

(3) Az ÁÉKBV-alapkezelő jogosult arra, hogy a kezelési díj egy részét a forgalmazó, a közvetítő vagy a befektető részére egyedi megállapodás alapján átengedje (visszatérítés).

11. Összeférhetetlenség

27. § (1) Az ÁÉKBV-alapkezelő vezető állású személye, illetve a befektetési döntéshozatalban, végrehajtásban résztvevő alkalmazottja, munkavégzésre irányuló egyéb jogviszonyban álló személye nem lehet

a) az ÁÉKBV-alapkezelő által megbízott letétkezelőnek,

b) az ÁÉKBV-alapkezelő által hozott befektetési döntések végrehajtásában közreműködő befektetési vállalkozásnak, hitelintézetnek, valamint

c) az ÁÉKBV-alapkezelő ügyfelének

a befektetési alapkezeléshez közvetlenül kapcsolódó területen tevékenykedő alkalmazottja, munkavégzésre irányuló egyéb jogviszonyban álló személye.

(2) Az a személy, aki esetében az (1) bekezdésben meghatározott összeférhetetlenség merül fel, köteles azt haladéktalanul a Felügyeletnek bejelenteni és az összeférhetetlenséget haladéktalanul megszüntetni.

(3) Az ÁÉKBV-alapkezelőre vonatkozó, az összeférhetetlenség kezelését érintő további szabályokat az ÁÉKBV-alapkezelőre vonatkozó szervezeti, összeférhetetlenségi, üzletviteli és kockázatkezelési követelményekről szóló kormányrendelet határozza meg.

12. Személyes ügyletek

28. § (1) Az érintett személy által vagy nevében pénzügyi eszközre vonatkozóan végrehajtott ügylet személyes ügyletnek minősül, ha az érintett személy szakmai tevékenységi körén kívül jár el vagy az ügylet végrehajtása az alábbi személyek valamelyikének számlájára történik:

a) az érintett személy,

b) olyan személy, aki az érintett személy hozzátartozója, vagy akivel az érintett szoros kapcsolatban van,

c) olyan személy, akinek az érintett személlyel való kapcsolata folytán az érintett személynek - az ügylet végrehajtásáért kapott díjon vagy kezelési költségen kívül - közvetlen vagy közvetett anyagi érdeke fűződik az ügylethez.

(2) Az ÁÉKBV-alapkezelő megfelelő intézkedéseket alkalmaz a (3) bekezdésben felsorolt tevékenységek megakadályozása érdekében, amennyiben azok olyan érintett személyhez köthetők,

a) aki összeférhetetlenséget eredményező tevékenységben vesz részt, vagy

b) aki bennfentes információhoz, vagy a kollektív befektetési formára vagy annak részére végzett ügyletekre vonatkozó más bizalmas információhoz férhet hozzá, az ÁÉKBV-alapkezelő nevében vagy javára végzett tevékenység következtében.

(3) A (2) bekezdés szempontjából az alábbi tevékenységeket kell figyelembe venni:

a) olyan személyes ügylet végrehajtása, amely

aa) bennfentes kereskedelmet vagy piacbefolyásolást valósítana meg,

ab) üzleti titok, értékpapírtitok, biztosítási titok, banktitok vagy az adatvédelemről szóló jogszabályok által védett információ jogszerűtlen feltárásával vagy felhasználásával jár, vagy

ac) ügylet ellentétben áll az ÁÉKBV-alapkezelő e törvényben vagy a Bszt.-ben meghatározott kötelezettségeivel;

b) harmadik személy részére történő, az érintett személy munkaköri kötelezettségét meghaladó tanácsadás vagy harmadik személy biztatása arra, hogy pénzügyi eszközökre vonatkozó olyan ügyletbe kezdjen, amely ha az érintett személy személyes ügylete lenne, vonatkozna rá az a) pont vagy a Bszt. 77. §-ának (1) és (2) bekezdése, illetve a folyamatban lévő megbízásokra vonatkozó információkkal való visszaélésnek minősülne;

c) a Tpt. 203. § (1) bekezdés b) pontjában meghatározott esetnek nem minősülő információ vagy vélemény harmadik személy részére történő, az érintett személy munkaköri kötelezettségét meghaladó módon való közlése, amennyiben az érintett személy tisztában van vagy tőle elvárható gondossággal tisztában kellene lennie, hogy e közlés eredményeként a harmadik személy

ca) pénzügyi eszközre vonatkozóan olyan ügyletbe kezdene, amely ha az érintett személy személyes ügylete lenne, vonatkozna rá e bekezdés a) pontja vagy a Bszt. 77. §-ának (1)-(2) bekezdése, illetve a folyamatban lévő megbízásokra vonatkozó információkkal való visszaélésnek minősülne vagy

cb) egy további személyt a ca) alpontban foglalt ügylet megkötésére biztatna vagy számára ilyen ügylet megkötésére vonatkozó tanácsot adna.

(4) Az ÁÉKBV-alapkezelő a munkaviszony létesítésének, illetve munkavégzésre irányuló egyéb jogviszony létrehozásának időpontjában tájékoztatja az alkalmazottját, illetve foglalkoztatottját (a továbbiakban együtt: alkalmazott) a (3) bekezdésben felsorolt tevékenységek tiltásáról és az ÁÉKBV-alapkezelő által a (2) bekezdés szerinti intézkedéseiről.

(5) Az érintett személy a személyes ügyletre vonatkozó megállapodás megkötését haladéktalanul köteles az ÁÉKBV-alapkezelő számára bejelenteni, lehetővé téve az ÁÉKBV-alapkezelő számára az ügylet beazonosítását.

(6) Az ÁÉKBV-alapkezelő nyilvántartást vezet az (5) bekezdésben meghatározott, valamint az általa feltárt személyes ügyletekről, ideértve az ilyen ügyletekkel kapcsolatos felhatalmazást vagy tiltást.

(7) Az ÁÉKBV-alapkezelő valamely tevékenységének kiszervezésre irányuló szerződés keretében történő ellátása esetén a kiszervezett tevékenységet végző harmadik személy nyilvántartást vezet az érintett személyek személyes ügyleteiről, és ezekről kérésre haladéktalanul tájékoztatja az ÁÉKBV-alapkezelőt.

(8) A (2)-(7) bekezdés nem alkalmazható

a) a portfóliókezelés keretében végzett személyes ügyletekre, amennyiben nincs előzetes információcsere a portfóliókezelési tevékenységet végző és az érintett személy vagy olyan harmadik személy között, akinek a számlájára az ügyletet végzik,

b) a kollektív befektetési forma által forgalomba hozott értékpapírra vonatkozó személyes ügyletekre, ha az érintett személy vagy az a harmadik személy, akinek a számlájára az ügyletet végzik, nem rendelkezik döntési hatáskörrel az adott kollektív befektetési forma eszközeinek összetételével, befektetési döntéseivel kapcsolatosan.

13. Ügyletek, megbízások rögzítésére és a nyilvántartásra vonatkozó előírások

29. § (1) Az ÁÉKBV-alapkezelő által alkalmazott eljárásoknak, rendszereknek és megoldásoknak biztosítaniuk kell az ÁÉKBV-alapkezelő által kezelt kollektív befektetési formákra vonatkozó valamennyi portfólióügylet tekintetében a (2) bekezdésben meghatározott információk rögzítését, valamint a megbízás és a lebonyolított ügylet adatainak visszakereshetőségét.

(2) Az (1) bekezdés szempontjából rögzítendő adatok:

a) a kollektív befektetési forma és a kollektív befektetési forma nevében eljáró személy neve vagy más megjelölése;

b) a lebonyolított ügylethez kapcsolódó pénzügyi eszköz;

c) a mennyiség;

d) a megbízás vagy az ügylet típusa;

e) az ár;

f) megbízás esetében a megbízás továbbításának a napja és pontos időpontja, továbbá annak a személynek a neve vagy más megjelölése, akinek a részére a megbízást továbbították;

g) ügylet esetében az ügylet megkötésére vonatkozó döntés, valamint az ügylet végrehajtásának pontos időpontja;

h) a megbízást továbbító vagy az ügyletet végrehajtó személy neve;

i) a megbízás visszavonása esetén a megbízás visszavonásának indokai;

j) végrehajtott ügyletek esetében a másik fél és az ügylet végrehajtási helyszínének azonosítása.

(3) A (2) bekezdés j) pontjában említett végrehajtási helyszín alatt a Tpt.-ben meghatározott szabályozott piacot, a Bszt.-ben meghatározott multilaterális kereskedési rendszert, rendszeres internalizálót, árjegyzőt, illetve más likviditásszolgáltatót vagy olyan személyt kell érteni, amely a felsoroltak bármelyike által ellátott funkciót tölt be harmadik országban. Ha az ügylet

nem a felsorolt végrehajtási helyszínek valamelyikén történik, elegendő a másik fél megjelölése.

30. § (1) A 6. § (2) bekezdés c) pontjában meghatározott tevékenység végzése esetén az ÁÉKBV-alapkezelő által alkalmazott eljárásoknak, rendszereknek és megoldásoknak biztosítaniuk kell a kollektív befektetési értékpapírra vonatkozó vételi és visszaváltási megbízások elektronikus formában történő rögzítését, közvetlenül az ilyen megbízások kézhezvételét követően.

(2) Az (1) bekezdés szerinti rögzítés az alábbi adatokra vonatkozik:

a) az érintett kollektív befektetési forma;

b) a megbízást adó vagy továbbító személy;

c) a megbízást fogadó személy;

d) a megbízás napja és időpontja;

e) a fizetés feltételei és módja;

f) a megbízás típusa;

g) a megbízás végrehajtásának napja;

h) a jegyzett vagy visszaváltott kollektív befektetési értékpapírok száma;

i) az egyes kollektív befektetési értékpapírok jegyzési vagy visszaváltási ára;

j) a kollektív befektetési értékpapírok teljes jegyzési vagy visszaváltási értéke;

k) a megbízás jegyzési díjakat is tartalmazó bruttó értéke vagy a visszaváltási díjakkal csökkentett nettó összeg.

31. § (1) Az ÁÉKBV-alapkezelő olyan nyilvántartási rendszert köteles fenntartani, amely biztosítja a 29. §-ban és a 30. §-ban említett adatok 8 évig - kivételes körülmények között a Felügyelet előírására ennél hosszabb ideig - történő megőrzését.

(2) Az ÁÉKBV-alapkezelő tevékenységi engedélyének visszavonása esetén, az ÁÉKBV-alapkezelő az (1) bekezdésben említett nyilvántartásokat az engedély visszavonását követő 8 évig köteles megőrizni. Ha az ÁÉKBV-alapkezelő befektetési alapkezeléssel kapcsolatos feladatait átruházza egy másik ÁÉKBV-alapkezelőre, az átruházás időpontját megelőző 8 év (1) bekezdés szerinti nyilvántartásait köteles hozzáférhetővé tenni a másik ÁÉKBV-alapkezelő számára.

(3) Az ÁÉKBV-alapkezelő az (1) bekezdés szerinti nyilvántartási rendszerben tárolt adatokat olyan formában és olyan tartós adathordozón köteles megőrizni, amely biztosítja

a) az adatokhoz való - Felügyelet általi - közvetlen hozzáférést, valamint az ügyletek végrehajtása során keletkező adatok utólagos visszakereshetőségét,

b) az adatok javítása vagy módosítása esetén az adatok javítás vagy módosítás előtti tartalmának megállapíthatóságát,

c) a nyilvántartások védelmét manipulációs szándékú változtatással szemben.

V. Fejezet: Az ABAK működési feltételei

14. Általános működési feltételek

32. § (1) * Az ABAK működése során meg kell felelnie a 22. § (1)-(3) és (5)-(8) bekezdésében, valamint a 24-26. §-ban meghatározott rendelkezéseknek azzal, hogy az e §-okban foglalt rendelkezéseket az ABAK-rendelet 16-29. valamint az 57-66. cikkében meghatározottak figyelembevételével kell teljesíteni.

(2) Egyetlen ABA-befektető sem részesülhet megkülönböztetett bánásmódban, kivéve, ha ezt az adott ABA kezelési szabályzatában közzéteszik.

15. Javadalmazás

33. § Az ABAK biztosítja a hatékony és eredményes kockázatkezeléssel összhangban álló, annak alkalmazását előmozdító, a 13. mellékletben meghatározott elveknek megfelelő javadalmazási politika és gyakorlat megvalósítását.

16. Összeférhetetlenség

34. § (1) Az ABAK-nak olyan belső szervezeti megoldásokat kell kialakítania, amelyek kizárják vagy a lehető legkisebbre csökkentik

a) az ABAK - beleértve annak vezető tisztségviselőit, alkalmazottait vagy bármely más, az ABAK-kal ellenőrzés útján közvetlen vagy közvetett kapcsolatban álló személyt - és az ABAK kezelésében lévő ABA vagy annak befektetői;

b) az ABA vagy annak befektetői és egy másik ABA vagy annak befektetői,

c) az ABA vagy annak befektetői és az ABAK valamely másik ügyfele,

d) az ABA vagy az ABA befektetői és az ABAK kezelésében lévő ÁÉKBV vagy ezen ÁÉKBV befektetői; vagy

e) az ABAK ügyfelei közül kettő

között létrejött érdekellentét nyomán az ABAK által kezelt kollektív befektetési formák és a befektetők és az ügyfelek érdekei sérelmének kockázatát.

(2) Az ABAK-nak saját működési környezetén belül külön kell választania az egymással összeférhetetlennek tekinthető feladatokat és felelősségeket, vagy azokat a feladatokat és felelősségeket, amelyek potenciálisan rendszerszintű összeférhetetlenségeket okozhatnak. Az ABAK-nak értékelnie kell, hogy működési feltételei kapcsán felmerülhet-e bármely más érdemi összeférhetetlenség, és ezekről tájékoztatja az ABA-k befektetőit.

(3) Amennyiben az ABAK által az összeférhetetlenség azonosítása, megelőzése, kezelése és figyelemmel kísérése céljából létrehozott szervezeti megoldások nem elégségesek annak ésszerű mértékű bizonyossággal történő biztosítására, hogy kizárható legyen a befektetők érdeksérelmének kockázata, az ABAK egyértelműen a befektetők tudomására hozza az összeférhetetlenség általános jellegét vagy forrásait még azelőtt, hogy a befektetésre, illetve további befektetésre részükről sor kerülne, és megfelelő üzletpolitikákat és eljárásokat dolgoz ki ilyen vonatkozásban.

(4) Ha az ABAK az ABA nevében prime bróker szolgáltatásait veszi igénybe, a feltételeket írásba foglalt szerződésben kell meghatározni. Rendelkezni kell különösen az ABA eszközeinek lehetséges átruházásáról és ismételt felhasználásáról, és ennek összhangban kell lennie az ABA kezelési szabályzatával. A szerződésnek rendelkeznie kell arról, hogy a letétkezelőt értesítsék a szerződés megkötéséről.

(5) Az ABAK-nak kellő szakértelemmel és gondossággal kell eljárnia a szerződtetendő prime bróker kiválasztásakor és kinevezésekor.

(6) Az e §-ban foglalt rendelkezéseket az ABAK-nak az ABAK-rendelet 30-37. cikkében meghatározottak figyelembevételével kell teljesítenie.

17. Kockázatkezelés

35. § (1) Az ABAK-nak funkcionálisan és hierarchikusan el kell különítenie a 7. § (1) bekezdés b) pontjában meghatározott kockázatkezelést a működési egységektől, ideértve a 7. § (1) bekezdés a) pontjában meghatározott befektetéskezelést. A Felügyelet az arányosság alapelvével összhangban ellenőrzi a kockázatkezelés funkcionális és hierarchikus elkülönítését. Az ABAK-nak bármikor képesnek kell lennie annak bemutatására, hogy az összeférhetetlenség elkerülésének biztosítása lehetővé teszi a kockázatkezelési tevékenységek független végrehajtását, valamint, hogy a kockázatkezelési folyamat megfelel e § előírásainak és következetesen hatékony.

(2) Az ABAK-nak megfelelő kockázatkezelési rendszereket kell működtetnie az egyes ABA befektetési stratégiája szempontjából releváns, valamint az egyes ABA-val kapcsolatban ténylegesen vagy potenciálisan fennálló minden kockázat azonosítása, mérése és megfelelő nyomon követése érde-

kében. Az ABAK-nak évente legalább egyszer felül kell vizsgálnia, és szükség esetén ki kell igazítania a kockázatkezelési rendszerét.

(2a) * Az ABAK a kockázatkezelés során - különösen az ABA eszközei hitelminőségének értékelésekor - nem hagyatkozhat kizárólagosan vagy automatikusan a hitelminősítő intézetekről szóló, 1060/2009/EK Európai Parlamenti és Tanácsi rendelet 3. cikke (1) bekezdése b) pontjában meghatározott hitelminősítő intézetek által kiadott hitelminősítésekre. A Felügyelet az ABA tevékenységének jellegét, körét és összetettségét figyelembe véve értékeli az ABAK-ok hitelminősítési eljárásainak megfelelőségét.

(3) Az ABAK kockázatkezelésére vonatkozó minimum-követelmények:

a) megfelelő, dokumentált és rendszeres átvilágítás végrehajtása az ABA nevében történő befektetés esetén, az ABA befektetési stratégiájával, célkitűzéseivel és kockázati profiljával összhangban;

b) annak biztosítása, hogy az ABA minden egyes befektetési pozíciójával, valamint az e pozíciók által az ABA portfóliójára gyakorolt átfogó hatással összefüggő kockázatok - például megfelelő stressztesztelési eljárásokkal - megfelelően meghatározhatók, mérhetők, kezelhetők és folyamatosan nyomon követhetők legyenek;

c) annak biztosítása, hogy az ABA kockázati profilja megfeleljen az ABA méretének, portfóliószerkezetének, befektetési stratégiáinak és célkitűzéseinek, az ABA kezelési szabályzatában, tájékoztatójában és az ajánlattételi dokumentumokban foglaltak szerint.

(4) Az ABAK-nak meg kell határoznia az általa kezelt ABA-k esetében alkalmazható tőkeáttétel legnagyobb mértékét, valamint a biztosíték vagy a tőkeáttételi megállapodás értelmében nyújtott kezesség vagy garancia újbóli felhasználási jogának mértékét, többek között az alábbiakra való figyelemmel:

a) az ABA típusa;

b) az ABA befektetési stratégiája;

c) az ABA tőkeáttétel forrásai;

d) minden egyéb olyan összefonódás vagy releváns kapcsolat más pénzügyi szolgáltató intézményekkel, amely rendszerkockázatot jelenthet;

e) valamely partnernek való kitettség korlátozásának szükségessége;

f) a tőkeáttétel fedezeti biztosítékának mértéke;

g) az eszközök és a kötelezettségek aránya;

h) az ABAK érintett piacokon végzett tevékenységének volumene, természete és kiterjedése.

(5) Az e §-ban foglalt rendelkezéseket az ABAK-nak az ABAK-rendelet 38-45. cikkében meghatározottak figyelembevételével kell teljesítenie.

18. Likviditáskezelés

36. § (1) Az ABAK-nak a kezelésében lévő - a tőkeáttétel nélküli, zártvégű ABA-k kivételével - minden egyes ABA vonatkozásában megfelelő likviditáskezelési rendszert kell alkalmaznia, és eljárásokat kell elfogadnia annak biztosítása érdekében, hogy nyomon követhesse az ABA likviditási kockázatát, valamint, hogy az ABA befektetéseinek likviditási profilja megfeleljen az alap kötelezettségeinek. Az ABAK-nak rendszeresen stressztesztet kell végeznie mind rendes, mind rendkívüli likviditási feltételek mellett, ami lehetővé teszi számára, hogy értékelje és nyomon kövesse az ABA-k likviditási kockázatát.

(2) Az ABAK-nak biztosítania kell, hogy a befektetési stratégia, a likviditási profil és a visszaváltási politika a kezelésükben lévő minden egyes ABA tekintetében összhangban álljon egymással.

(3) Az e §-ban foglalt rendelkezéseket az ABAK-nak az ABAK-rendelet 46-49. cikkében meghatározottak figyelembevételével kell teljesítenie.

19. Értékpapírosítási pozíciókba történő befektetés

37. § Az ABAK-nak az általa kezelt ABA értékpapírosítási pozíciókba történő befektetése során az ABAK-rendelet 50-56. cikkében meghatározottaknak megfelelően kell eljárnia.

20. Értékelés

38. § (1) Az ABAK-nak az általa kezelt minden egyes ABA tekintetében megfelelő és összehangolt eljárásokat kell kialakítania, amelyek révén elvégezhető az ABA eszközeinek az alkalmazandó nemzeti jognak és az ABA kezelési szabályzatának megfelelő, független értékelése.

(2) Az eszközök értékelése, valamint az ABA kollektív befektetési értékpapíronkénti nettó eszközértékének kiszámítása során alkalmazandó szabályokat az ABA letelepedése szerinti ország joga, illetve az ABA kezelési szabályzata írja elő.

(3) Az ABAK biztosítja, hogy az ABA-k kollektív befektetési értékpapírjainak nettó eszközértékét e §-nak, a vonatkozó nemzeti jognak és az ABA-k kezelési szabályzatának megfelelően számítsák ki és hozzák nyilvánosságra a befektetők számára. Az alkalmazott értékelési eljárásoknak biztosítaniuk kell, hogy az értékelt eszközfajtákat és a kollektív befektetési értékpapíronkénti nettó eszközértéket legalább évente egyszer kiszámítsák. Ezen értékeléseket és számításokat a nyílt végű ABA-k esetén is olyan gyakorisággal kell elvégezni, amely megfelel az ABA kezelésében lévő eszközök jellemzőinek, valamint az alap kibocsátási és visszaváltási gyakoriságának. Ezen értékeléseket és számításokat a zártvégű ABA-k esetén az érintett ABA

jegyzett tőkéjének növekedése vagy csökkenése esetén is el kell végezni. A befektetőket az értékelésekről és számításokról az érintett ABA kezelési szabályzatában előírt módon kell tájékoztatni.

(4) Az ABAK biztosítja, hogy az értékelést:

a) az ABA-tól, az ABAK-tól, illetve az ABA-val vagy az ABAK-kal szoros kapcsolatban álló személyektől független külső értékbecslő végzi el; vagy

b) az ABAK maga végzi el, azzal a feltétellel, hogy az értékelés feladata a befektetéskezelési funkciótól és a javadalmazási politikától függetlenül működik, és az ABAK az összeférhetetlenség kialakulásának elkerülése és a munkavállalók túlzott befolyásolásának megelőzése érdekében további intézkedéseket vezet be.

(5) Az ABA letétkezelője nem láthatja el az ABA külső értékbecslői feladatát, kivéve, ha letétkezelői tevékenységét független értékbecslői tevékenységétől működési és hierarchikus szempontból elválasztja, és az esetleges összeférhetetlenséget feltárja, kezeli, nyomon követi és az ABA befektetői előtt nyilvánosságra hozza.

(6) Amennyiben az értékelést külső értékbecslő végzi, az ABAK bizonyítja, hogy

a) a külső értékbecslőre törvény által előírt szakmai nyilvántartásba vételi kötelezettség, valamint jogi vagy szabályozási rendelkezések, illetve szakmai magatartási szabályok vonatkoznak; valamint

b) az értékbecslő megfelelő szakmai garanciát nyújt arra vonatkozóan, hogy az (1)-(3) bekezdéssel összhangban képes hatékonyan elvégezni az adott értékelési feladatot; és

c) a külső értékbecslő kinevezésére a 41. § (1)-(4) bekezdésében említett követelményeknek, és az ABAK-rendelet 75-82. cikkének megfelelően került sor.

(7) A kinevezett külső értékbecslő funkcióját harmadik félnek nem szervezheti ki.

(8) Az ABAK értesíti a Felügyeletet a külső értékbecslő kijelöléséről. A Felügyelet előírhatja, hogy másik külső értékbecslőt jelöljenek ki, ha a (6) bekezdésben foglalt feltételek nem teljesülnek.

(9) Az értékbecslést pártatlanul, valamint megfelelő szakértelemmel, körültekintéssel és gondossággal kell elvégezni.

(10) Amennyiben az értékbecslést nem független külső értékbecslő végzi, a Felügyelet előírhatja az ABAK számára, hogy értékelési eljárásaikat illetve értékeléseiket külső értékbecslővel vagy könyvvizsgálóval ellenőriztessék.

(11) Az ABAK felel az ABA eszközeinek helyes értékeléséért, az ABA nettó eszközértékének kiszámításáért és a nettó eszközérték közzétételéért. Az ABAK az ABA és befektetői iránt fennálló felelősségét nem befolyásolja az, hogy az ABAK külső értékbecslőt nevez ki.

(12) A (11) bekezdéstől eltekintve és minden egyéb, eltérő feltételeket megállapító szerződéses megállapodástól függetlenül a külső értékbecslő felelős az ABAK-kal szemben az általa gondatlanságból okozott, vagy az értékbecslés szándékos elmulasztásának következtében bekövetkezett veszteségekért.

(13) Az e §-ban foglalt rendelkezéseket az ABAK-nak az ABAK-rendelet 67-74. cikkében meghatározottak figyelembevételével kell teljesítenie.

VI. Fejezet: Kiszervezés

21. A kiszervezés ÁÉKBV-alapkezelőre vonatkozó szabályai

39. § Az ÁÉKBV-alapkezelő tevékenységének hatékonyabb ellátása érdekében feladatának ellátására harmadik személyt vehet igénybe (a továbbiakban: kiszervezés).

40. § (1) Az ÁÉKBV-alapkezelő kiszervezésre irányuló szerződést - figyelembe véve a kiszervezésre irányuló szerződés tárgyát képező tevékenységek jellegét - csak olyan féllel köthet, aki rendelkezik a kiszervezésre irányuló szerződés tárgyát képező tevékenység ellátásához szükséges ismeretekkel és képességekkel, továbbá engedélyköteles tevékenység esetében az adott tevékenység végzésére vonatkozó engedéllyel.

(2) A kiszervezésre irányuló szerződés megkötése

a) nem akadályozhatja a befektetési alapkezelő felett gyakorolt felügyelet hatékonyságát,

b) nem akadályozhatja a befektetési alapkezelőt abban, hogy a befektetők érdekében járjon el és a befektetési alapkezelési tevékenységet a befektetők érdekeinek megfelelően lássa el,

c) * nem befolyásolhatja a befektetési alapkezelő e törvényben foglalt kötelezettségeinek teljesítését,

d) nem érintheti a befektetési alapkezelő és a letétkezelő felelősségét, és

e) nem akadályozhatja a befektetési alapkezelő

ea) utasítási és ellenőrzési jogának gyakorlását a kiszervezett tevékenységet végző tevékenysége vonatkozásában, valamint

eb) kiszervezésre irányuló szerződés azonnali felmondására irányuló jogát a kiszervezésre irányuló szerződésben foglaltak megsértése esetén.

(3) Amennyiben a kiszervezésre irányuló szerződés a kezelt vagyon befektetésével kapcsolatos tevékenység végzésére vonatkozik, a kiszervezésre irányuló szerződés csak olyan szerződő féllel köthető meg, amely rendelkezik befektetési alapkezelési vagy portfóliókezelési tevékenység végzésére jogosító engedéllyel, és prudenciális felügyelet hatálya alatt áll.

(4) A (3) bekezdésben meghatározott esetben a kiszervezésre irányuló szerződésnek összhangban kell lennie a befektetési alapkezelő befektetés allokációs szabályaival. Ilyen szerződés nem köthető az ÁÉKBV letétkezelőjével vagy más olyan vállalkozással, amelynek érdekei ütközhetnek a befektetési alapkezelő vagy a befektetők érdekeivel.

(5) Az ÁÉKBV-alapkezelő harmadik országban székhellyel rendelkező személlyel vagy szervezettel akkor köthet kiszervezésre irányuló megállapodást, ha a leendő szerződő fél megfelel

a) a lakóhelye vagy székhelye szerinti állam e tevékenység végzésére irányadó jogszabályainak és felügyeleti hatóság felügyelete alatt áll, és

b) a kiszervezett tevékenységére nézve a felügyeleti hatósága és a Felügyelet között együttműködési megállapodás van hatályban.

(6) A Felügyelet naprakészen közzéteszi a honlapján azon harmadik országok listáját, amelyek megfelelnek az (5) bekezdésben foglalt feltételeknek.

(7) Az ÁÉKBV-alapkezelő kiszervezésre irányuló szerződést a megkötéstől számított 5 napon belül megküldi a Felügyeletnek.

(8) Nem minősül kiszervezésnek

a) a forgalmazó igénybevétele a kollektív befektetési értékpapírok forgalomba hozatalához, illetve a folyamatos forgalmazáshoz,

b) a befektetési alapkezeléshez szorosan nem kapcsolódó tevékenység, így különösen jogi tanácsadás, adószakértői, adótanácsadói tevékenység, kézbesítés, számítástechnikai rendszerfejlesztés, számítástechnikai üzemeltetés és karbantartás, az alkalmazottak képzése és továbbképzése, a számlázás, bérszámfejtés, könyvelés, az ÁÉKBV-alapkezelő helyiségei és alkalmazottai biztonságának megteremtését célzó tevékenység harmadik személy igénybevételével történő végzése, továbbá

c) az ÁÉKBV-alapkezelő részére munkaviszony keretében végzett tevékenység.

(9) Az ÁÉKBV tájékoztatójában, illetve kezelési szabályzatában fel kell sorolni azokat az adott ÁÉKBV vonatkozásában releváns feladatokat és tevékenységeket, amelyekre a befektetési alapkezelő kiszervezés útján harmadik személyt vehet igénybe, valamint a 6. § (1) bekezdés a) pontjában meghatározott tevékenység esetében az ÁÉKBV-alapkezelő által igénybe vett vállalkozásokat.

22. A kiszervezés ABAK-ra vonatkozó szabályai

41. § (1) * Az ABAK tevékenységének hatékonyabb ellátása érdekében feladatának ellátására harmadik személyt vehet igénybe.

(1a) * Az ABAK a kiszervezés során e §-ban, valamint az ABAK-rendelet 75. cikkében foglalt általános elvek figyelembevételével jár el azzal, hogy a kiszervezésre vonatkozó megállapodás hatálybalépése előtt értesítenie kell a Felügyeletet.

(2) A kiszervezés esetén az alábbi feltételeknek kell teljesülnie:

a) az ABAK-rendelet 76. cikkével összhangban eljárva az ABAK-nak objektív indokokkal alá kell támasztania a teljes kiszervezési szerkezetet;

b) az ABAK-rendelet 77. cikkében leírt feltételeknek megfelelően a megbízott félnek az adott feladat ellátásához elegendő forrással kell rendelkeznie, és a megbízott üzleti tevékenységét irányító személyeknek pedig jó hírnévvel és elegendő tapasztalattal kell rendelkezniük;

c) az ABAK-rendelet 78. cikkével összhangban eljárva amennyiben a kiszervezés a 7. § (1) bekezdés a) és b) pontjában foglalt tevékenységeket érinti, az csak olyan vállalkozásoknak adható, amelyek rendelkeznek vagyonkezelői engedéllyel, vagy erre a célra jegyezték be őket, és felügyelet hatálya alá tartoznak, vagy amennyiben ez a feltétel nem teljesíthető, a kiszervezés csak a Felügyelet előzetes jóváhagyásával történhet;

d) amennyiben a kiszervezés a 7. § (1) bekezdés a) és b) pontjában foglalt tevékenységeket érinti, és harmadik országbeli vállalkozásra vonatkozik, a c)pontban foglalt követelményeken kívül biztosítani kell a Felügyelet és a vállalkozás felett felügyeletet gyakorló hatóság közötti együttműködést;

e) az ABAK-rendelet 79. cikkével összhangban eljárva a kiszervezés nem akadályozhatja az ABAK felett gyakorolt felügyelet hatékonyságát és különösen nem akadályozhatja az ABAK-ot abban, hogy a befektetők érdekeiben járjon el és a befektetők érdekeinek megfelelően lássa el az ABA kezelését;

f) az ABAK-nak tudnia kell bizonyítani, hogy a megbízott fél megfelelő képzettséggel és képességekkel rendelkezik a szóban forgó feladatok ellátásához, hogy kellő körültekintéssel választották ki, és hogy az ABAK helyzeténél fogva képes mindenkor ténylegesen ellenőrizni a kiszervezett tevékenységet, további utasításokat adni a megbízott félnek, valamint azonnali hatállyal visszavonni a kiszervezést, amennyiben ez szolgálja a befektetők érdekeit.

(3) Az ABAK folyamatosan felügyeli az egyes megbízott felek által nyújtott szolgáltatásokat.

(4) Nem szervezhetők ki a 7. § (1) bekezdés a) és b) pontjában foglalt tevékenységek

a) letétkezelőre vagy a letétkezelő megbízottjára; vagy

b) más olyan egységre, amelynek érdekei az ABAK vagy annak befektetői érdekeivel összeférhetetlenek lehetnek, kivéve, ha az egység a 7. § (1) bekezdés a)és b) pontjával kapcsolatos tevékenységét egyéb esetlegesen összeférhetetlen tevékenységeitől működési és hierarchikus szempontból elválasztja, és az esetleges összeférhetetlenségeket feltárja, kezeli, nyomon követi és az ABA befektetői előtt nyilvánosságra hozza.

(5) A (4) bekezdés b) pontjának alkalmazása során az ABAK-rendelet 80. cikkének megfelelően kell eljárni.

(6) Az ABAK az ABA és annak befektetői iránti felelősségét nem befolyásolja az, hogy egyes funkciókat harmadik félnek szervezett ki, illetve hogy a harmadik fél esetleg további kiszervezést hajtott végre. Az ABAK nem szervezheti ki funkcióit olyan mértékben, hogy lényegileg már ne legyen az ABA kezelőjének tekinthető és hogy postafiókcéggé váljon. E bekezdés alkalmazása során az ABAK-rendelet 82. cikkének megfelelően kell eljárni.

(7) A harmadik személy a kiszervezett funkciók további kiszervezését az alábbi feltételek teljesülése esetén teheti meg:

a) az ABAK előzetesen hozzájárul a további kiszervezéshez;

b) az ABAK a további kiszervezésre vonatkozó megállapodás hatálybalépése előtt értesíti a Felügyeletet;

c) a (2) és (3) bekezdésben említett feltételek teljesülnek, azzal, hogy a megbízottra való utalás alatt a további kiszervezés alanyát kell érteni.

(8) A (7) bekezdés a) és b) pontjának alkalmazása során az ABAK-rendelet 81. cikkének megfelelően kell eljárni.

(9) A 7. § (1) bekezdés a) és b) pontjában foglalt tevékenységek további kiszervezésére is a (4) és (5) bekezdésben megfogalmazott korlátok alkalmazandók

(10) Amennyiben a további kiszervezésben funkciót teljesítő fél további kiszervezést hajt végre, értelemszerűen a (7) bekezdésben említett feltételek alkalmazandók.

(11) Nem minősül kiszervezésnek

a) a forgalmazó igénybevétele a kollektív befektetési értékpapírok forgalomba hozatalához, illetve a folyamatos forgalmazáshoz,

b) a befektetési alapkezeléshez szorosan nem kapcsolódó tevékenységek, így különösen jogi tanácsadás, adószakértői, adótanácsadói tevékenység, kézbesítés, számítástechnikai rendszerfejlesztés, számítástechnikai üzemel-

tetés és karbantartás, az alkalmazottak képzése és továbbképzése, a számlázás, bérszámfejtés, könyvelés, az ABAK helyiségei és alkalmazottai biztonságának megteremtését célzó tevékenység harmadik személy igénybevételével történő végzése, továbbá

c) az ABAK részére munkaviszony keretében végzett tevékenység.

(12) * A 2. § (2) bekezdés szerinti ABAK esetében az (1a) bekezdés, a (2) bekezdés, az (5) bekezdés, a (7) bekezdés b) és c) pontja, valamint a (8)-(10) bekezdés nem alkalmazandó.

42. § A 6. § (2) bekezdése, valamint a 7. § (3) bekezdése szerinti tevékenységek kiszervezésére a Bszt. kiszervezésre vonatkozó rendelkezéseit megfelelően alkalmazni kell azzal, hogy ahol a jogszabály befektetési vállalkozást említ, azon befektetési alapkezelőt kell érteni.

VII. Fejezet: A befektetési alapkezelő felszámolása

43. § (1) * A részvénytársasági formában működő befektetési alapkezelő végelszámolására és felszámolására a Ctv., a Cstv. és a Ptk. jogi személyekre vonatkozó rendelkezéseit, a fióktelep formájában működő befektetési alapkezelő végelszámolására és felszámolására a Ctv., a Cstv. és az Fkt. rendelkezéseit az e törvényben foglalt eltérésekkel kell alkalmazni.

(2) A befektetési alapkezelő felszámolásával kapcsolatos eljárás lefolytatására a Fővárosi Törvényszék (a továbbiakban ezen fejezet tekintetében: törvényszék) kizárólagos illetékességgel rendelkezik.

(3) Ha nem a Felügyelet kezdeményezi a befektetési alapkezelő felszámolását, a törvényszék a kérelem érdemi vizsgálat nélküli elutasításáról szóló végzését megküldi a Felügyelet részére.

(4) * Befektetési alapkezelő felszámolójának a törvényszék kizárólag az MNBtv.-ben meghatározott szervezetek felszámolását végző nonprofit gazdasági társaságot rendelheti ki.

44. § (1) A befektetési alapkezelő felszámolási eljárásában az eljárás felfüggesztésének nincs helye.

(2) A befektetési alapkezelővel szemben fennálló követelés esetében a Cstv. 46. § (7) bekezdése nem alkalmazható.

45. § (1) Befektetési alapkezelő ellen a felszámolási eljárás megindítását kizárólag a Felügyelet kezdeményezheti.

(2) A Felügyelet a befektetési alapkezelő ellen felszámolási eljárást kezdeményez, ha

a) a befektetési alapkezelő befektetési alapkezelési tevékenység végzésére jogosító engedélyét a 15. § (1) bekezdés b) pontja alapján vonta vissza, vagy

b) a fióktelep formájában működő befektetési alapkezelő ellen a székhelye szerinti államban fizetésképtelenség megállapítására irányuló eljárás indult.

(3) A befektetési alapkezelő haladéktalanul bejelenti a Felügyeletnek, ha tudomására jut, hogy ellene felszámolási eljárást kezdeményeztek.

(4) A törvényszék a felszámolási eljárást a befektetési alapkezelő, valamint a fióktelep formában működő befektetési alapkezelő fizetésképtelenségének vizsgálata nélkül köteles elrendelni.

46. § (1) A törvényszék a felszámolás iránti kérelemről annak benyújtásától számított 8 napon belül határoz.

(2) A törvényszék felszámolást elrendelő végzése a fellebbezésre való tekintet nélkül végrehajtható.

(3) A törvényszék a Felügyelet által a 45. § (1) bekezdése alapján kezdeményezett felszámolási eljárást a befektetési alapkezelő, valamint a fióktelep formában működő befektetési alapkezelő fizetésképtelenségének megállapítása nélkül rendeli el.

47. § (1) A Felügyelet a felszámolás iránti kérelem benyújtásának napjától teljes körű kifizetési tilalmat rendel el, ha a felszámolási vagyon jogszerű, a hitelezők és az ügyfelek érdekeinek megfelelő kezelését nem ítéli biztosítottnak.

(2) Ha a Felügyelet a felszámolás iránti kérelem benyújtását megelőzően felügyeleti biztos kirendeléséről határozott, a felügyeleti biztos megbízatása a felszámolás kezdő időpontjáig tart.

48. § (1) A befektetési alapkezelő felszámolása során az ügyfél által az alapkezelőnél letétbe helyezett pénzügyi eszköz, illetve nyilvántartott pénzeszköz, az ügyfél tulajdonában lévő vagy őt megillető pénzügyi eszköz és pénzeszköz, szolgáltatás tárgyát képező eszköz, az ügyfél javára vezetett számláján, nem képezi a felszámolási vagyon részét.

(2) Ha az ügyfél tulajdonát képező vagy őt megillető, (1) bekezdésben meghatározott pénzügyi eszköz, pénzeszköz vagy szolgáltatás tárgyát képező eszköz az ügyfélnek bármely okból nem adható vissza, akkor - a Cstv. 57. §-ában meghatározott kielégítési sorrendtől eltérően - a felszámolási költségek kielégítését követően a befektetési alapkezelő vagyonából először ezen követelést kell kielégíteni.

(3) A másodlagos értékpapír esetében az elsődleges értékpapírt az (1) és (2) bekezdés alkalmazásában a másodlagos értékpapír tulajdonosa által letétbe helyezett pénzügyi eszköznek kell tekinteni.

(4) A befektetési alapkezelő minősített befolyással rendelkező tagja és vezető tisztségviselője tulajdonát képező vagy őt megillető pénzügyi eszköz és pénzeszköz vonatkozásában az (1) és (2) bekezdés rendelkezései nem alkalmazhatóak.

(5) A befektetési alapkezelő felszámolása esetén az alárendelt kölcsöntőkéből, valamint kiegészítő alárendelt kölcsöntőkéből eredő tartozást a Cstv. 57. § (1) bekezdés g) pontjában meghatározott tartozás kielégítését követően kell kielégíteni.

49. § A felszámolási eljárás során a felszámoló dönthet a befektetési alapkezelő szerződéses kötelezettségei állományának átruházásáról.

50. § (1) A befektetési alapkezelő felszámolása során tartott egyezségi tárgyaláson a Befektető-védelmi Alap képviselője a Befektető-védelmi Alap által biztosított követelések tekintetében és értékében hitelezőként vesz részt, valamint jogosult megtenni az egyezség létrejöttéhez szükséges engedményeket.

(2) A befektetési alapkezelő felszámolása során az egyezségi eljárásban az egyezség jóváhagyásához a Felügyelet engedélye szükséges akkor, ha az egyezség feltétele az e törvény alapján engedélyhez kötött tevékenység továbbfolytatása.

51. § (1) A felszámoló díjának összege - figyelemmel a (2) bekezdésben foglaltakra - nem haladhatja meg a befektetési alapkezelő felszámolása során értékesített vagyontárgyak árbevételének és a befolyt követelések együttes összegének 1,0%-át.

(2) A felszámoló díja - az (1) bekezdésben foglaltaktól eltérően - egyezség esetén nem haladhatja meg a befektetési alapkezelő vagyontárgyai nettó értékének 1,0%-át.

(3) A befektetési alapkezelő felszámolójára a Cstv. 59. §-a, valamint 60. § (4)-(6) bekezdése nem alkalmazható.

VIII. Fejezet: Fióktelep létesítése, határon átnyúló szolgáltatás nyújtása

23. ÁÉKBV-alapkezelőkre vonatkozó szabályok

52. § Más EGT-államban bejegyzett ÁÉKBV-alapkezelő fióktelep formájában is működhet.

53. § (1) A Felügyelet által e törvény szerint ÁÉKBV-alapkezelőnek kiadott, tevékenység végzésére jogosító engedély - figyelemmel a (4) és (5) bekezdésben foglaltakra - más EGT-államokban e tevékenységek végzésére és szolgáltatások nyújtására jogosít.

(2) Az az ÁÉKBV-alapkezelő, amely a 6. § (1) és (2) bekezdésében foglalt tevékenységek végzésére jogosító felügyeleti engedéllyel rendelkezik és

más EGT-állam területén kíván fióktelepet létrehozni, a fióktelep létesítését megelőzően értesíti a Felügyeletet és az értesítésben

a) bejelenti azt az EGT-államot, amelynek területén fióktelepet kíván létrehozni,

b) benyújtja a végezni kívánt tevékenységeket meghatározó működési tervet, amely tartalmazza az ÁÉKBV-alapkezelő által bevezetett kockázatkezelési eljárást, valamint a panaszkezelési eljárást, és a fióktelep szervezeti felépítését,

c) bejelenti a fogadó tagállamban található címet, ahonnan az okiratokat be lehet szerezni, és

d) bejelenti a fióktelep vezetéséért felelős személyek nevét.

(3) A Felügyelet a (2) bekezdés szerinti értesítés kézhezvételét követő 2 hónapon belül megküldi a fogadó tagállam felügyeleti hatóságának a (2) bekezdésben meghatározott információkat, valamint - ha ilyen rendelkezésre áll - a befektetők védelmében létrehozott kártalanítási rendszer részleteit tartalmazó iratot. A Felügyelet az iratok megküldéséről haladéktalanul tájékoztatja az ÁÉKBV-alapkezelőt annak érdekében, hogy a tájékoztatás kézhezvételét követően fióktelepe útján megkezdhesse működését a fogadó tagállamban.

(4) A Felügyelet a (2) bekezdés szerinti értesítés fogadó tagállam felügyeleti hatósága felé történő továbbítását megtagadja és a fióktelep létesítését megtiltja, ha az ÁÉKBV-alapkezelő igazgatási struktúrája és pénzügyi helyzete nem felel meg a végezni kívánt tevékenységnek. A megtagadás tényéről és azok indokairól az ÁÉKBV-alapkezelőt a (2) bekezdésben meghatározott, hiánytalan tartalmú értesítés kézhezvételétől számított 2 hónapon belül tájékoztatja.

(5) Ha az ÁÉKBV-alapkezelő a 6. § (1) bekezdés a) pontja szerinti tevékenységet kívánja végezni, a Felügyelet a (3) bekezdésben meghatározott dokumentumok megküldése mellett, a fogadó tagállam felügyeleti hatósága felé igazolja, hogy az ÁÉKBV-alapkezelő rendelkezik az 5. § szerinti engedéllyel, feltüntetve az ÁÉKBV-alapkezelő által végezhető engedélyezett tevékenységek körét és az általa kezelhető ÁÉKBV-típusok kezelésére vonatkozó esetleges korlátozásokat.

(6) A (2) bekezdés b)-d) pontjaiban meghatározott adatokban bekövetkezett változás esetén - a változások végrehajtása előtt legalább 1 hónappal - az ÁÉKBV-alapkezelő írásban köteles tájékoztatni a Felügyeletet és a fogadó tagállam felügyeleti hatóságát a változásról. A Felügyelet a (4) bekezdés szerinti elutasítási jogot ezen 1 hónap alatt gyakorolhatja.

(7) A (3) bekezdés szerint megküldött adatokban bekövetkezett változás esetén a Felügyelet megfelelő módon tájékoztatja a fogadó tagállam felügyeleti hatóságát, és szükség esetén módosítja az (5) bekezdés szerinti igazolásban szereplő információkat.

54. § (1) Az az ÁÉKBV-alapkezelő, amely határon átnyúló szolgáltatásként első alkalommal kíván számára engedélyezett tevékenységet végezni más EGT-államban, a Felügyelet részére megküldi

a) annak az EGT-államnak a nevét, amelynek területén az ÁÉKBV-alapkezelő működni kíván,

b) a tervezett tevékenységeket meghatározó működési tervet, amely tartalmazza az ÁÉKBV-alapkezelő által bevezetett kockázatkezelési eljárást és a panaszkezelési eljárást.

(2) A Felügyelet az adatok kézhez vételét követő 1 hónapon belül megküldi az (1) bekezdésben meghatározott információt, valamint - amennyiben ilyen létezik - a befektetők védelmében létrehozott kártalanítási rendszer részleteit a fogadó tagállam felügyeleti hatóságának. A Felügyelet az iratok megküldéséről haladéktalanul tájékoztatja az ÁÉKBV-alapkezelőt annak érdekében, hogy a tájékoztatás kézhezvételét követően megkezdhesse működését a fogadó tagállamban.

(3) Ha az ÁÉKBV-alapkezelő a 6. § (1) bekezdés a) pontja szerinti tevékenységet kívánja végezni, a Felügyelet a (2) bekezdésben meghatározott dokumentumok megküldése mellett, a fogadó tagállam felügyeleti hatósága felé igazolja, hogy az ÁÉKBV-alapkezelő rendelkezik az 5. § szerinti engedéllyel, feltüntetve az ÁÉKBV-alapkezelő által végezhető engedélyezett tevékenységek körét és az általa kezelhető ÁÉKBV típusok kezelésére vonatkozó esetleges korlátozásokat.

(4) Az (1) bekezdés b) pontjában meghatározott dokumentumban bekövetkezett változás esetén, - a változások végrehajtása előtt legalább 1 hónappal - az ÁÉKBV-alapkezelő írásban köteles tájékoztatni a változtatásokról a Felügyeletet és az ÁÉKBV-alapkezelőt fogadó tagállam felügyeleti hatóságát.

(5) A (2) bekezdés szerint megküldött adatokban bekövetkezett változás esetén a Felügyelet megfelelő módon tájékoztatja a fogadó tagállam felügyeleti hatóságát, és szükség esetén módosítja a (3) bekezdés szerinti igazolásban szereplő információkat.

55. § (1) Annak az ÁÉKBV-alapkezelőnek, amely fióktelep létesítése útján vagy a szolgáltatásnyújtás szabadsága értelmében határon átnyúló szolgáltatásként befektetési alapkezelési tevékenységet végez, eleget kell tennie e törvény ÁÉKBV-alapkezelőre vonatkozó rendelkezéseinek.

(2) Annak az ÁÉKBV-alapkezelőnek, amely fióktelep létesítése útján vagy a szolgáltatásnyújtás szabadsága értelmében határon átnyúló szolgáltatásként befektetési alapkezelési tevékenységet végez, eleget kell tennie az ÁÉKBV székhelye szerinti EGT-állam alapításra és működtetésre vonatkozó rendelkezéseinek, különösen

a) az ÁÉKBV létrehozása és engedélyezése;

b) kollektív befektetési értékpapírok forgalomba hozatala és visszaváltása;

c) befektetési politikák és limitek, a teljes kitettség és a tőkeáttétel számítását is beleértve;

d) kölcsönvételre, kölcsönadásra és fedezet nélküli eladására vonatkozó korlátozások;

e) az ÁÉKBV eszközeinek értékelése és számvitele;

f) a forgalomba hozatali vagy a visszaváltási ár kalkulációja; a nettó eszközérték kiszámításában bekövetkező hibák és a kapcsolódó befektetői kártalanítás;

g) a jövedelem felosztása vagy újrabefektetése;

h) az ÁÉKBV-vel szembeni közzétételi és jelentéstételi követelmények, beleértve a tájékoztatót, a kiemelt befektetői információt és a rendszeres tájékoztatásokat is;

i) a forgalmazás tervezett módozatai;

j) kapcsolat a befektetőkkel;

k) az ÁÉKBV egyesülése és átalakulása;

l) az ÁÉKBV felszámolása és végelszámolása;

m) a befektetők nyilvántartásának tartalma;

n) az ÁÉKBV-re vonatkozó engedélyezési és felügyeleti díjak; és

o) a befektetők szavazati jogainak és a befektetők a)-m) ponthoz kapcsolódó egyéb jogainak gyakorlása

tekintetében.

(3) Az ÁÉKBV-alapkezelő betartja a létesítő okiratában, valamint a tájékoztatóban meghatározott kötelezettségeket, amelyeknek összhangban kell állniuk az (1) és (2) bekezdésben említett rendelkezésekkel.

(4) Az ÁÉKBV-alapkezelő felelős az összes olyan eljárás és szervezeti döntés elfogadásáért és végrehajtásáért, amely az ÁÉKBV alapítására és működésére vonatkozó szabályoknak és a kezelési szabályzatában vagy az alapkezelő létesítő okiratában, továbbá a tájékoztatóban meghatározott kötelezettségeknek a teljesítéséhez szükséges.

56. § Magyarországon bejegyzett ÁÉKBV-alapkezelő más EGT-államban székhellyel rendelkező ÁÉKBV kezelését akkor láthatja el, ha az ÁÉKBV-alapkezelő számára a Felügyelet korábban engedélyezte az adott ÁÉKBV-típus kezelését, az ÁÉKBV-alapkezelő tájékoztatja az ÁÉKBV székhely szerinti felügyeleti hatóságát 6. § (1) bekezdésében meghatározott tevékenységek kiszervezésére vonatkozó általa alkalmazott eljárásokról, vala-

mint benyújtja az ÁÉKBV székhely szerinti felügyeleti hatósága részére a letétkezelővel az információáramlásra vonatkozóan kötött 9. melléklet szerinti szerződést. Amennyiben a befektetési alapkezelő már ellát azonos típusú ÁÉKBV-kezelést az ÁÉKBV székhelye szerinti tagállamban, elegendő az ÁÉKBV székhelye szerinti tagállam felügyeleti hatóságához már korábban benyújtott dokumentációra történő hivatkozás. Az ÁÉKBV-alapkezelő a benyújtott dokumentumok minden lényegi módosítását köteles bejelenteni a Felügyeletnek.

57. § (1) Nem kell a Felügyelet engedélye a 6. § (1) és (2) bekezdésében foglalt tevékenységek - ÁÉKBV számára történő - végzéséhez annak a más EGT-államban székhellyel rendelkező ÁÉKBV-alapkezelőnek, amely tevékenységét Magyarországon határon átnyúló szolgáltatásként vagy fióktelepén keresztül végzi és rendelkezik a székhelye szerinti tagállam felügyeleti hatóságának az adott tevékenység végzésére jogosító engedélyével.

(2) Amennyiben Magyarországon fióktelep létesítése útján vagy a szolgáltatásnyújtás szabadságának gyakorlásával tevékenységet folytat a más EGT-államban székhellyel rendelkező ÁÉKBV-alapkezelő, a Felügyelet rendelkezésére bocsátja azokat az adatokat, amelyek az ÁÉKBV-alapkezelő fogadó tagállamának felelősségi körébe tartozó, az alapkezelőre alkalmazandó szabályok teljesítésének ellenőrzéséhez szükségesek. Ezeket az adatokat az ÁÉKBV-alapkezelő benyújtja a székhelye szerinti tagállam felügyeleti hatóságának is. A Felügyelet 2 hónap alatt felkészül a más EGT-államban székhellyel rendelkező ÁÉKBV-alapkezelő felügyeletére.

(3) Nem vonatkozik dotációs tőkekövetelmény a más EGT-államban székhellyel rendelkező ÁÉKBV-alapkezelő magyarországi fióktelepére.

(4) Más EGT-államban székhellyel rendelkező ÁÉKBV-alapkezelő által Magyarországon végzett tevékenységeknek meg kell felelniük a 22-26. §-ban valamint a 40. §-ban és a 42. §-ban, valamint az ÁÉKBV-alapkezelőkre vonatkozó szervezeti, összeférhetetlenségi, üzletviteli és kockázatkezelési követelményekről szóló kormányrendeletben meghatározott működési szabályoknak.

58. § Más EGT-államban székhellyel rendelkező ÁÉKBV-alapkezelő Magyarországon azt követően kezdhet határon átnyúló tevékenység keretében ÁÉKBV-t kezelni, hogy a székhelye szerint felügyeleti hatóság értesítette arról, hogy az 54. § (1) bekezdés szerinti információt és a működési tanúsítványt megküldte a Felügyelet részére.

24. Az ABAK-ra vonatkozó szabályok

59. § (1) A Felügyelet által e törvény szerint ABAK-nak kiadott,

a) a 7. § (1) bekezdésben foglalt tevékenység végzésére jogosító engedély más EGT-államban letelepedett uniós ABA kezelésére jogosít, feltéve, ha az ABAK rendelkezik engedéllyel az adott típusú ABA kezelésére;

b) az a) ponttól eltérő tevékenység végzésére jogosító engedély más EGT-államban e tevékenység végzésére jogosít.

(2) Az az ABAK, amely határon átnyúló szolgáltatásként első alkalommal kíván számára engedélyezett, (1) bekezdésben meghatározottak szerint tevékenységet végezni más EGT-államban, a Felügyelet részére megküldi

a) annak az EGT-államnak a nevét, amelynek területén az ABAK működni kíván,

b) a tervezett tevékenységeket meghatározó működési tervet, amely tartalmazza a kezelni kívánt ABA-k megnevezését.

(3) Az az ABAK, amely más EGT-állam területén kíván fióktelepet létrehozni, a fióktelep létesítését megelőzően értesíti a Felügyeletet és az értesítésben a (2) bekezdésben foglaltakon felül a Felügyelet részére megküldi

a) a fióktelep szervezeti felépítését,

b) az ABA letelepedés szerinti tagállamában azt a címet, ahonnan az okiratok beszerezhetők,

c) a fióktelep vezetéséért felelős személyek nevét és elérhetőségeit.

(4) A Felügyelet a (2) bekezdés szerinti hiánytalan értesítés kézhezvételét követő egy hónapon belül, illetve a (3) bekezdés szerinti hiánytalan értesítés kézhezvételét követő két hónapon belül megküldi a fogadó tagállam felügyeleti hatóságának a (2), illetve a (3) bekezdésben meghatározott információkat. A Felügyelet akkor továbbítja az iratokat - az ABAK engedélyezésére vonatkozó iratokkal együtt -, ha az ABAK megfelel e törvény rendelkezéseinek. A Felügyelet az iratok megküldéséről haladéktalanul tájékoztatja az ABAK-ot annak érdekében, hogy a tájékoztatás kézhezvételét követően megkezdhesse működését a fogadó tagállamban.

(5) A (2) vagy (3) bekezdésnek megfelelően közölt bármely információ lényeges megváltozása esetén az ABAK legalább egy hónappal a tervezett változtatás végrehajtása előtt - vagy valamely nem tervezett változtatás bekövetkezését követően közvetlenül - írásbeli értesítést küld e változásról a Felügyeletnek. Ha a tervezett változtatás következtében az ABAK már nem az e törvénynek megfelelő módon kezelné az ABA-t, vagy az ABAK más tekintetben nem felelne meg e törvénynek, a Felügyelet késedelem nélkül tájékoztatja az ABAK-ot

arról, hogy a változtatást nem hajthatja végre. Ha a tervezett változtatást ennek ellenére végrehajtják, vagy ha előre nem tervezett változtatásra került sor, amelynek következtében az ABAK már nem e törvénynek megfelelő módon kezelné az ABA-t, vagy az ABAK más tekintetben nem felelne meg e törvénynek, a Felügyelet hatáskörében eljárva meghoz minden szükséges intézkedést, ideértve szükség esetén az ABA kollektív befektetési értékpapírjai forgalmazásának kifejezett megtiltását. Ha a változások elfogadhatók, mert nem befolyásolják azt, hogy az ABAK e törvénynek megfelelően kezeli-e az ABA-t, vagy, hogy az ABAK más tekintetben megfelel-e e törvénynek, a Felügyelet haladéktalanul tájékoztatja az ABAK fogadó tagállamának felügyeleti hatóságait e változásokról.

(6) * Az (1)-(5) bekezdés rendelkezései nem vonatkoznak a 2. § (2) bekezdése szerinti ABAK-ra.

60. § (1) Más EGT-államban bejegyzett ABAK határon átnyúló szolgáltatás formájában számára engedélyezett tevékenységet láthat el, és fióktelep formájában is működhet Magyarországon.

(2) Magyarországon bejegyzett ABA más EGT-államban bejegyzett ABAK általi kezelése határon átnyúló szolgáltatás vagy fióktelep formájában akkor lehetséges, ha a Felügyelet részére megküldésre kerülnek az alábbiakat igazoló dokumentumok:

a) az ABAK rendelkezik az ABAK-irányelv engedélyezésre vonatkozó szabályainak a letelepedése szerinti tagállama jogrendszerébe történő átvétele alapján elfogadott rendelkezéseknek megfelelő engedéllyel, valamint a befektetési alapkezelési engedélye keretében az adott típusú ABA kezelésére;

b) a tervezett tevékenységeket meghatározó működési terv, amely tartalmazza a kezelni kívánt ABA-k megnevezését.

(3) Az az ABAK, amely Magyarország területén kíván fióktelepet létrehozni, akkor teheti ezt meg, ha a fióktelep létesítését megelőzően a Felügyelet értesítést kap, és az értesítésben a (2) bekezdésben foglaltakon felül a szerepel

a) a fióktelep szervezeti felépítése,

b) az a belföldi cím, ahonnan az okiratok beszerezhetők,

c) a fióktelep vezetéséért felelős személyek neve és elérhetőségei.

(4) A Felügyelet a fogadó tagállam felügyeleti hatóságaként eljárva e törvény hatálya alá tartozó kérdésekben nem írhat elő kiegészítő követelményt annak az ABAK-nak, amely letelepedése szerinti tagállamának felügyeleti hatósága az 59. § (4) bekezdése szerint az iratokat a Felügyeletnek továbbította.

61. § (1) A Felügyelet által e törvény szerint ABAK-nak kiadott, a 7. § (1) bekezdésben foglalt tevékenység végzésére jogosító engedély nem uniós ABA kezelésére is jogosít, feltéve ha:

a) az ABAK az érintett ABA tekintetében - a letétkezelőre és az éves jelentésre vonatkozó rendelkezések kivételével - teljesíti az e törvényben előírt rendelkezéseket; valamint

b) a Felügyelet, valamint a nem uniós ABA letelepedése szerinti harmadik ország felügyeleti hatóságai között megfelelő együttműködési megállapodás van hatályban legalább a hatékony információcsere biztosítása érdekében, amely lehetővé teszi a Felügyelet számára, hogy e törvénynek megfelelően végezze feladatait.

(2) Az (1) bekezdés b) pontja szerinti együttműködési megállapodás tekintetében az ABAK-rendelet 113-115. cikkében foglaltakat kell figyelembe venni.

(3) * Az (1) és (2) bekezdés rendelkezései nem vonatkoznak a 2. § (2) bekezdése szerinti ABAK-ra.

IX. Fejezet : Letétkezelőkre vonatkozó szabályok

25. Az ÁÉKBV letétkezelőire vonatkozó szabályok

62. § (1) Az ÁÉKBV-alapkezelő az általa kezelt 4. § (1) bekezdés 8. pont a) alpont szerinti ÁÉKBV letétkezelésével a 4. § (1) bekezdés 68. pont aa) alpontja szerinti, a 4. § (1) bekezdés 8. pont b) alpont szerinti ÁÉKBV letétkezelésével az adott ÁÉKBV székhely országában székhellyel rendelkező 4. § (1) bekezdés 68. pont ab) alpont szerinti letétkezelőt köteles megbízni. A letétkezelési szerződés és annak módosítása hatálybalépéséhez a Felügyelet jóváhagyása szükséges.

(2) Amennyiben egy magyarországi székhelyű ÁÉKBV-t kezelő ÁÉKBV-alapkezelő székhelye más EGT-államban van, vagy más EGT-államban székhellyel rendelkező ÁÉKBV-t magyarországi székhelyű ÁÉKBV-alapkezelő kezel, a letétkezelő írásbeli megállapodást köt az ÁÉKBV-alapkezelővel a funkcióinak ellátásához szükséges információáramlás szabályozásáról. A letétkezelő és az ÁÉKBV-alapkezelő közötti megállapodás részletszabályait a 9. melléklet tartalmazza.

(3) A letétkezelői megbízás megszüntetése esetén a letétkezelői szerződés az új letétkezelő megbízásának hatálybalépésével szűnik meg.

(4) Az ÁÉKBV tulajdonában lévő értékpapírok, pénzügyi eszközök kizárólag a letétkezelőnél vagy a letétkezelő közreműködőjénél, illetve a letétkezelő által vagy a letétkezelő közreműködője által nyitott, értékpapírok, illetve pénzügyi eszközök nyilvántartására szolgáló számlákon helyezhetők el, kivéve az óvadékba helyezett értékpapírokat. A fel nem használt óvadékot kizárólag a letétkezelőhöz lehet átadni vagy az általa nyitott számlán elhelyezni, transzferálni. A nem transzferálható eszközök (ideértve a származtatott ügyleteket, betéteket is) nyilvántartása érdekében az ÁÉKBV-alapkezelő vagy megbízása alapján a letétkezelő köteles az ÁÉKBV részére az ezen eszközöket nyilvántartó szervezetnél elkülönített számlát nyitni.

(5) A letétkezelő tevékenysége során az ÁÉKBV megbízása alapján kizárólag a befektetők érdekében jár el.

(6) Az ÁÉKBV részére végzett letétkezelés során a letétkezelő - különösen - az alábbi feladatokat végzi:

a) ellátja az ÁÉKBV eszközei közül a pénzügyi eszközök, illetve a pénzügyi eszközökből származó jog fennállását igazoló dokumentumok letéti őrzését és letétkezelését, valamint vezeti az ÁÉKBV értékpapírjainak nyilvántartására szolgáló számlát, az értékpapírszámlát, a fizetési számlát, az ügyfélszámlát;

b) végrehajtja az ÁÉKBV-alapkezelőnek az ÁÉKBV pénzügyi eszközeire vonatkozó utasításait, kivéve, ha azok ellentétben állnak valamely jogszabály rendelkezésével vagy az ÁÉKBV kezelési szabályzatával;

c) eszközök és kötelezettségek értékelése, az ÁÉKBV összesített és az egy kollektív befektetési értékpapírra jutó nettó eszközértékének meghatározása;

d) ellenőrzi, hogy az ÁÉKBV megfelel-e a jogszabályokban és a befektetési alap kezelési szabályzatában foglalt befektetési szabályoknak;

e) ellenőrzi, hogy a kollektív befektetési értékpapírok értékesítése, visszaváltása vagy érvénytelenítése a jogszabályokkal és az ÁÉKBV kezelési szabályzatával összhangban történik-e;

f) biztosítja, hogy az ÁÉKBV eszközeit érintő ügyletekből, valamint a kollektív befektetési értékpapírok forgalmazásából származó valamennyi ellenszolgáltatás a szokásos piaci gyakorlatnak megfelelő határidőn belül az ÁÉKBV-hez kerüljön;

g) ellenőrzi, hogy az ÁÉKBV a bevételét a jogszabályokkal és az ÁÉKBV szabályzatával összhangban használja-e fel.

(7) Az ÁÉKBV részére végzett letétkezelés során a letétkezelő a kollektív befektetési formák befektetési és hitelfelvételi szabályairól szóló kormányrendeletben vagy az ÁÉKBV befektetési politikájában rögzített befektetési korlátok megsértése esetén - ha a korlátok megsértése az értékelési árak változása miatt következett be - írásban felszólítja az ÁÉKBV-alapkezelőt a korlátoknak történő megfelelésre. Amennyiben az ÁÉKBV-alapkezelő értékpapíralap esetén 30 napon belül ennek nem tesz eleget, a letétkezelő ezt a tényt bejelenti a Felügyeletnek.

63. § (1) A letétkezelő tevékenysége végzése során köteles visszautasítani az ÁÉKBV-alapkezelő által adott minden olyan megbízást, amely ellentétes a jogszabályokkal, illetve az ÁÉKBV kezelési szabályzatával, és az ÁÉKBV-alapkezelőt köteles a törvényes állapot helyreállítására felszólítani. Amennyiben az ÁÉKBV-alapkezelő nem tesz meg mindent a jogszabályoknak és az ÁÉKBV kezelési szabályzatának megfelelő állapot helyreállítása érdekében, úgy a letétkezelő haladéktalanul értesíti a Felügyeletet.

(2) A letétkezelő tevékenysége végzése során közreműködőt, így különösen alletétkezelőt vehet igénybe, akinek a magatartásáért mint a sajátjáért felel. Alletétkezelőként kizárólag az e törvény előírásainak megfelelő másik letétkezelő vehető igénybe. A letétkezelő felelősségét nem befolyásolja az, ha a letétkezelés céljából átvett eszközök egy részét vagy egészét harmadik fél alletétkezelésébe adta.

(3) A letétkezelő felel az ÁÉKBV-vel, illetve a befektetőkkel szemben minden olyan kárért, amely a letétkezelő jogellenes magatartása miatt következett be. Az ettől eltérő kikötés semmis.

26. Az ABA letétkezelőire vonatkozó szabályok

64. § (1) Az ABAK az általa kezelt ABA - kivéve, ha az ABA olyan kockázati vagy magántőkealap, amelyet a 2. § (2) bekezdés szerinti ABAK kezel - letétkezelésével e §-sal összhangban letétkezelőt köteles megbízni.

(2) A letétkezelő megbízása írásbeli szerződéssel valósul meg. A szerződés többek között rendelkezik az e törvényben meghatározott, az ABA számára a letétkezelő által letétkezelői hatáskörében elvégzendő funkciók ellátásához szükségesnek tartott információáramlásról. Az írásbeli szerződés tartalmára az ABAK-rendelet 83. cikkében meghatározottak irányadók.

(3) A letétkezelő a 4. § (1) bekezdés 68. pont b) alpontban foglalt intézmény lehet. Nem uniós ABA esetében letétkezelő lehet ezen túl a 4. § (1) bekezdés 68. pont ba) és bb) alpontban foglalt intézménnyel megegyező jellegű intézmény, amennyiben a (6) bekezdés b) pontjában meghatározott feltételek teljesülnek.

(4) A letétkezelő, az ABAK, az ABA, illetve annak befektetői közötti összeférhetetlenség elkerülése érdekében

a) ABAK nem járhat el letétkezelőként;

b) az ABA felé megbízást teljesítő prime bróker nem láthat el letétkezelői funkciót a szóban forgó ABA számára, kivéve, ha letétkezelői tevékenységét a brókeri tevékenységétől működési és hierarchikus szempontból elválasztja, és az esetleges összeférhetetlenségeket feltárja, kezeli, nyomon követi és az ABA befektetői előtt nyilvánosságra hozza. Letétkezelői funkciót a letétkezelő a (11) bekezdéssel összhangban átruházhatja ilyen prime brókerre, amennyiben a vonatkozó feltételek teljesülnek.

(5) A letétkezelő letelepedésének helye:

a) uniós ABA esetében az ABA letelepedése szerinti tagállama;

b) nem uniós ABA esetében az ABA letelepedése szerinti harmadik ország vagy az ABA-t kezelő ABAK letelepedése szerinti tagállam, vagy az ABA-t kezelő ABAK referencia-tagállama.

(6) A 4. § (1) bekezdés 68. pont b) alpontjában és a (3) bekezdésben előírt követelmények sérelme nélkül, a harmadik országban letelepedett letétkezelő kijelölése az alábbi feltételek teljesüléséhez kötött:

a) a Felügyelet, és ha a nem uniós ABA kollektív befektetési értékpapírjait más EGT-államban kívánják forgalomba hozni, ezen EGT-államnak a fel-

ügyeleti hatóságai a letétkezelő felügyeleti hatóságaival együttműködési és információcsere-megállapodást írtak alá;

b) a letétkezelőre olyan, az ABAK-rendelet 84. cikkében meghatározott prudenciális szabályozás - ideértve a minimális tőkekövetelményeket - és felügyelet vonatkozik, amely egyenértékű az uniós joggal, és amelyet ténylegesen végre is hajtanak;

c) a letétkezelő letelepedése szerinti harmadik ország nem szerepel a Pénzügyi Akciócsoporttal (a továbbiakban: FATF) nem együttműködő országok és területek listáján;

d) a Felügyelet a letétkezelő letelepedése szerinti harmadik országgal olyan megállapodást kötött, amely teljes mértékben megfelel a Gazdasági Együttműködési és Fejlesztési Szervezet (a továbbiakban: OECD) jövedelem- és vagyonadóztatási modellegyezményének 26. cikkében meghatározott szabályoknak, és biztosítja az adóügyi információk tényleges cseréjét, beleértve adott esetben a többoldalú adómegállapodásokkal kapcsolatosakat is;

e) a letétkezelő a (14)-(16) bekezdéssel összhangban szerződésben előírt felelősséggel tartozik az ABA-nak, vagy az ABA befektetőinek, és kifejezetten vállalja a (11) bekezdés betartását.

(7) A letétkezelő gondoskodik az ABA pénzmozgásainak megfelelő nyomon követéséről és arról, hogy az ABA kollektív befektetési értékpapírjainak jegyzése során a befektetők által vagy nevükben történt befizetések beérkezzenek. A letétkezelő biztosítja, hogy az ABA készpénzállománya a Bszt. 57. §-ában megállapított elvekkel összhangban, az ABA, vagy az ABA nevében eljáró ABAK nevére nyitott, a Bszt. 60. § (1) bekezdés a)-c) pontjában meghatározott intézménynél, vagy a 2006/73/EK irányelv 18. cikk (1) bekezdés a)-c) pontjában meghatározott intézménnyel megegyező természetű, az uniós joggal egyenértékű prudenciális szabályozás és felügyelet alá eső intézménynél vezetett számlán legyen könyvelve. A letétkezelő ezen előírások teljesítése során az ABAK-rendelet 85-87. cikkében meghatározott rendelkezések figyelembe vételével jár el.

(8) Az ABA részére végzett letétkezelés során a letétkezelő - az ABAK-rendelet 88-90. cikkében meghatározott rendelkezések figyelembevételével - az alábbi feladatokat végzi:

a) ellátja a letétbe helyezett pénzügyi eszközök illetve a pénzügyi eszközökből származó jog fennállását igazoló dokumentumok letéti őrzését és letétkezelését, valamint - az ABA tulajdonakénti mindenkori egyértelmű azonosítás érdekében - vezeti az ABA értékpapírjainak nyilvántartására szolgáló számlát, az értékpapírszámlát, a fizetési számlát, az ügyfélszámlát;

b) a rendelkezésre bocsátott tájékoztatás vagy dokumentumok, illetve a rendelkezésre álló külső bizonyítékok alapján minden egyéb eszköz tekintetében meggyőződik arról, hogy a szóban forgó eszközök az ABA tulajdonát képezik-e, és naprakész nyilvántartást vezet azokról az eszközökről, amelyek megállapítása szerint az ABA tulajdonát képezik.

(9) A (7) és (8) bekezdésben említett feladatokon túlmenően - az ABAK-rendelet 92-97. cikkében meghatározott rendelkezések figyelembevételével - a letétkezelő

a) ellenőrzi, hogy az ABA kollektív befektetési értékpapírjainak kibocsátása, értékesítése visszaváltása és érvénytelenítése a jogszabályoknak és az ABA kezelési szabályzatának megfelelően történik-e;

b) biztosítja, hogy az ABA kollektív befektetési értékpapírjainak nettó eszközértékét a jogszabályoknak és az ABA kezelési szabályzatának, valamint a 38. §-ban meghatározott eljárásoknak megfelelően számítsák ki;

c) végrehajtja az ABAK utasításait, kivéve, ha azok ellentétben állnak valamely jogszabály rendelkezésével vagy az ABA kezelési szabályzatával;

d) gondoskodik arról, hogy az ABA az eszközeit érintő ügyletek során az ellenértéket a szokásos határidőn belül kézhez kapja;

e) biztosítja, hogy az ABA a bevételét a jogszabályokkal és az ABA kezelési szabályzatával összhangban használja fel;

f) ingatlanalapok esetén az ingatlanok átruházására, valamint az ingatlanok megterhelésére vonatkozó szerződések hatályosságához megadja a Ptk. 6:118. § (1) bekezdése szerinti beleegyezést, ha az adott ügylet megfelel a befektetési alapra vonatkozó jogszabályoknak.

(10) A letétkezelő tisztességesen, magas szakmai színvonalon, függetlenül és az ABA és az ABA befektetőinek érdekeit szem előtt tartva jár el. A letétkezelő nem végezhet olyan tevékenységeket az ABA részére, amelyek az ABA, annak befektetői, az ABAK vagy saját maga között összeférhetetlenséget okozhatnak, kivéve, ha a letétkezelő letétkezelői tevékenységét egyéb esetlegesen összeférhetetlen tevékenységeitől működési és hierarchikus szempontból elválasztja, és az esetleges összeférhetetlenségeket feltárja, kezeli, nyomon követi és az ABA befektetői előtt nyilvánosságra hozza. A (8) bekezdésben említett eszközöket a letétkezelő az ABA előzetes engedélye nélkül nem hasznosíthatja újra.

(11) A letétkezelő feladatait - a (8) bekezdésben említett feladatok kivételével - harmadik felekre nem szervezheti ki. A (8) bekezdésben említett feladatok harmadik felekre történő kiszervezése a következő feltételekkel történhet:

a) a letétkezelő a feladatokat nem azzal a céllal szervezi ki, hogy elkerülje e törvény előírásainak való megfelelést;

b) a letétkezelő bizonyítani tudja, hogy a kiszervezésnek objektív oka van;

c) a letétkezelő - az ABAK-rendelet 98. cikkében meghatározott rendelkezések figyelembevételével - a megfelelő szakértelemmel, körültekintéssel és gondossággal választja ki a harmadik felet, akire feladatai egy részét kiszervezi, és megfelelő szakértelemmel, körültekintéssel és gondossággal ellenőrzi és felügyeli a harmadik felet, valamint a feladatok ellátása érdekében a harmadik fél által tett lépéseket;

d) a letétkezelő biztosítja, hogy a harmadik fél folyamatosan megfelel az alábbi feltételeknek a kiszervezett feladatok teljesítése során:

da) a harmadik fél rendelkezik az ABA által a nála letétbe helyezett eszközök jellegének és összetettségének megfelelő és azokkal arányos struktúrákkal és szakértelemmel;

db) a (8) bekezdés a) pontjában említett feladatok kiszervezése esetén a harmadik félre az érintett jogrendszerben hatékony prudenciális szabályozás (ideértve a minimális tőkekövetelményeket is) és felügyelet vonatkozik, és a harmadik felet rendszeres külső könyvvizsgálatnak vetik alá, biztosítandó, hogy a pénzügyi eszközök a birtokában vannak;

dc) a harmadik fél - az ABAK-rendelet 99. cikkében meghatározott rendelkezések figyelembevételével - elkülöníti a letétkezelő ügyfeleinek eszközeit saját eszközeitől és a letétkezelő eszközeitől oly módon, hogy az eszközöket mindenkor egyértelműen a letétkezelő ügyfeleinek tulajdonaként lehessen azonosítani;

dd) az ABA előzetes engedélye és a letétkezelő előzetes értesítése nélkül a harmadik fél az eszközöket nem használja; és

de) a harmadik fél eleget tesz a (8) és (10) bekezdésben említett kötelezettségeknek és tilalmaknak.

(12) Amennyiben harmadik ország joga előírja, hogy bizonyos pénzügyi eszközöket helyi intézménynél helyezzenek letétbe, és a (11) bekezdés d) pont db)alpontban előírt feltételeknek megfelelő intézmény nincs az országban, a letétkezelő csak a harmadik ország joga által előírt mértékben és csak addig szervezheti ki feladatait egy ilyen helyi intézményre, amíg nincsenek a kiszervezési feltételeknek előírt helyi intézmények, és megfelelnek az alábbi feltételeknek:

a) az ABA befektetőit megfelelően tájékoztatják a harmadik ország joga által előírt jogi korlátozás miatti kiszervezésről és a befektetésüket megelőző kiszervezést igazoló körülményekről; és

b) az ABA utasítja a letétkezelőt, hogy a pénzügyi eszközök megőrzését szervezze ki egy ilyen helyi intézményre.

(13) A (12) bekezdésben előírt követelmények teljesítése mellett a harmadik fél is kiszervezheti a rá kiszervezett feladatokat. Ebben az esetben a (16) bekezdést értelemszerűen kell alkalmazni az érintett felekre.

(14) A letétkezelő felelős az ABA vagy az ABA befektetői felé a (8) bekezdés a) pontja értelmében letétbe helyezett pénzügyi eszközöknek a letétkezelő, vagy a letétkezeléssel megbízott harmadik fél általi - az ABAK-rendelet 100. cikkében meghatározott esetekben megvalósuló - elvesztéséért. A letétben őrzött pénzügyi eszközök elvesztése esetén a letétkezelő indokolatlan késedelem nélkül ugyanolyan típusú pénzügyi eszközöket vagy az eszközöknek megfelelő pénzösszeget bocsát az ABA vagy az ABA nevében eljáró ABAK rendelkezésére. A letétkezelőt nem lehet felelősségre vonni abban az esetben, ha - az ABAK-rendelet 101. cikkében meghatározottaknak megfelelően - bizonyítani tudja, hogy az eszközök elvesztése olyan, érdemleges befolyásán túlmenő külső esemény miatt következett be, amely minden ésszerű erőfeszítés ellenére is elkerülhetetlen lett volna.

(15) A letétkezelő felelősséggel tartozik az ABA-nak illetve az ABA befektetőinek minden általuk amiatt elszenvedett veszteségért, hogy a letétkezelő hanyagságból vagy szándékosan nem tett maradéktalanul eleget az e törvényben előírt kötelezettségeinek.

(16) A letétkezelő felelősségét a kiszervezés nem befolyásolja, de a (11)-(13) bekezdés szerint kiszervezett tevékenység során harmadik fél által őrzött pénzügyi eszközök elvesztése esetén a letétkezelő mentesül felelőssége alól, amennyiben bizonyítani tudja, hogy

a) feladatai kiszervezésére vonatkozó, a (11) bekezdésben előírt valamennyi követelménynek eleget tett;

b) a letétkezelő és a harmadik fél közötti, írásba foglalt szerződés kifejezetten áthárítja a letétkezelő felelősségét a harmadik félre, és ezáltal az ABA a pénzügyi eszközök elvesztése miatt közvetlenül, vagy a letétkezelőn keresztül kártérítést követelhet a harmadik féltől; és

c) a letétkezelő és az ABA közötti írásba foglalt szerződés kifejezetten lehetővé teszi a letétkezelő felelősség alóli mentesítését, valamint meghatározza a felmentés - az ABAK-rendelet 102. cikkében részletezett - objektív indokait.

(17) Amennyiben harmadik ország joga előírja, hogy bizonyos pénzügyi eszközöket helyi intézménynél helyezzenek letétbe, és a (11) bekezdés d) pont db)alpontban előírt feltételeknek megfelelő intézmény nincs az országban, a letétkezelő az alábbi feltételek teljesülése mellett mentesülhet felelőssége alól:

a) az érintett ABA kezelési szabályzata kifejezetten lehetővé teszi a felelősség alól az e bekezdésben előírt feltételek mellett történő mentesítést;

b) az érintett ABA befektetőit a befektetés előtt tájékoztatják a mentesítési lehetőségről és a mentesítés indoklására felhozható körülményekről;

c) az ABA utasítja a letétkezelőt, hogy a pénzügyi eszközök megőrzését szervezze ki egy ilyen helyi intézményre;

d) a letétkezelő és az ABA közötti, írásba foglalt szerződés kifejezetten lehetővé teszi a felelősség alóli mentesítést, és

e) a letétkezelő és a harmadik fél közötti, írásba foglalt szerződés kifejezetten áthárítja a letétkezelő felelősségét a helyi intézményre, és ezáltal az ABA a pénzügyi eszközök elvesztése miatt közvetlenül, vagy a letétkezelőn keresztül kártérítést követelhet a helyi intézménytől.

(18) A letétkezelő ABA befektetőivel szembeni felelőssége közvetlenül vagy az ABAK-on keresztül közvetve is érvényesíthető.

(19) A letétkezelő a Felügyelet kérésére rendelkezésére bocsát minden, a feladatai ellátása során szerzett információt, amelyekre az ABA vagy az ABAK felügyeleti hatóságainak szüksége lehet. A Felügyelet a kapott információkat haladéktalanul megosztja az ABA vagy az ABAK felügyeleti hatóságaival.

Harmadik rész: A kollektív befektetési formákra vonatkozó szabályok

X. Fejezet: A befektetési alapok létrejötte

27. A befektetési alapok nyilvántartásba vétele

65. § (1) A befektetési alap jogi személy, amely a Felügyelet által a nyilvántartásba történő bejegyzéssel jön létre, és a nyilvántartásból való törléssel szűnik meg. A befektetési alap törvényes képviselője a befektetési alapkezelő, aki a befektetési alap nevében eljár.

(2) A befektetési alapkezelő a befektetési alap nyilvántartásba történő bejegyzéséig is eljárhat a befektetési alap javára.

66. § Befektetési alap kezelését - amennyiben e törvény másként nem rendelkezik - kizárólag befektetési alapkezelési tevékenység végzésére jogosító engedéllyel rendelkező, befektetési alapkezelő végezheti.

67. § (1) A befektetési alap létrehozható

a) a befektetési jegyek forgalomba hozatali módja alapján zártkörű vagy nyilvános befektetési alapként (befektetési alap működési formája);

b) a lehetséges befektetők köre alapján szakmai vagy lakossági befektetőknek forgalmazott befektetési alapként (befektetési alap forgalmazási köre);

c) a befektetési jegyek visszaválthatósága alapján nyílt végű vagy zárt végű befektetési alapként (befektetési alap fajtája);

d) a futamidő alapján határozott vagy határozatlan futamidővel (befektetési alap futamideje);

e) a befektetési alap által megszerezhető elsődleges eszközök alapján értékpapíralapként, ingatlanalapként, kockázati tőkealapként vagy magántőkealapként (elsődleges eszközkategória típusa);

f) a harmonizáció alapján ÁÉKBV-ként vagy ABA-ként (harmonizáció típusa).

(2) Nyilvános befektetési alapként működik az a befektetési alap, amelynek legalább egy befektetési jegy sorozatát nyilvános forgalomba hozatal útján hozták forgalomba.

(3) Zártkörű befektetési alapként működik az a befektetési alap, amely befektetési jegyének forgalomba hozatala a Tpt. szerint zártkörűnek minősül, vagy amely nyilvános befektetési alapból zártkörű befektetési alappá alakul át. A zártkörű befektetési alap nyilvános befektetési alappá való átalakulásáig a zártkörűen forgalomba hozott befektetési jegy befektetőknek való

felajánlására a Tpt. zártkörű forgalomba hozatalra meghatározott szabályai szerint, annak korlátai között kerülhet sor.

(4) A nyílt végű befektetési alap befektetési jegyeit a befektetők a folyamatos forgalmazás során az alap futamideje alatt megvásárolhatják, továbbá a befektetési jegyeket a befektetési alap kezelési szabályzatában foglalt szabályok szerint a futamidő alatt visszaválthatják.

(5) A zárt végű befektetési alap befektetési jegyei az alap futamideje alatt a befektetők kezdeményezésére nem válthatók vissza, kivéve az e törvényben biztosított rendkívüli eseteket. Az alapkezelő jogosult ugyanakkor a befektetőknek az alap futamideje alatt is eseti jelleggel visszaváltási lehetőséget biztosítani, továbbá - amennyiben az alap kezelési szabályzata ezt lehetővé teszi - jogosult a kezelési szabályzatában eredetileg meghatározott feltételek szerint a befektetési jegyek bevonására.

(6) A kockázati és magántőkealap futamideje alatt a befektető nem válthatja vissza a befektetési jegyet, azonban a kezelési szabályzatban meghatározott esetekben az alapkezelő határozhat az alap jegyzett tőkéjének befektetési jegyek, vagy ideiglenes befektetési jegyek bevonásával történő csökkentéséről. A kockázati és magántőkealap jegyzett tőkéjének leszállításakor az ideiglenes befektetési jegy, illetve ideiglenes befektetési jegy tulajdonosokkal való elszámolás módját a kezelési szabályzat határozza meg.

(7) A kockázati tőkealap, illetve a magántőkealap kizárólag szakmai befektetőknek határozott futamidőre, vissza nem váltható befektetési jegyek zártkörű forgalomba hozatalával hozható létre. Egy alapon belül eltérő névértékű és eltérő jogokat megtestesítő befektetési jegyek is forgalomba hozhatóak.

(8) A kockázati és a magántőkealap legalább hat teljes naptári éves futamidőre hozható létre.

(9) * A kockázati tőkealap-kezelő a kockázati, illetve magántőkealap futamidejét - amennyiben azt a kezelési szabályzat lehetővé teszi - meghosszabbíthatja, legfeljebb az eredeti futamidőt nem meghaladó időtartammal.

(9a) * A kockázati tőkealap és a magántőkealap pénzkölcsönt nyújthat olyan vállalkozás részére, amelyben részesedéssel rendelkezik. A pénzkölcsön időtartama nem haladhatja meg a kockázati tőkealap, illetve a magántőkealap futamidejéből a kölcsönnyújtás időpontjában hátralévő időtartamot.

(10) Az értékpapíralapok és az ingatlanalapok befektetési jegyei szakmai és lakossági befektetőknek egyaránt forgalmazhatóak.

68. § (1) A nyilvános befektetési alap legkisebb induló saját tőkéje

a) értékpapíralap esetén kétszázmillió forint,

b) ingatlanalap esetén egymilliárd forint.

(2) A zártkörűen létrehozott befektetési alap legkisebb induló saját tőkéje

a) értékpapíralap esetében százmillió forint,

b) ingatlanalap esetén ötszázmillió forint,

c) kockázati tőkealap és magántőkealap esetén kettőszázötvenmillió forint.

(3) Amennyiben több sorozatba tartozó befektetési jegy kerül forgalomba hozatalra, a legkisebb induló saját tőkére vonatkozó előírásoknak csak a befektetési alap szintjén kell teljesülnie.

(4) A jegyzés lezárását követően a befektetési alapkezelő haladéktalanul intézkedik a nyilvántartásba történő bejegyzés iránt.

(5) Ha a befektetési alap saját tőkéjének összegyűjtésére nyitva álló időn belül nem sikerült a törvényben - vagy amennyiben ennél a kezelési szabályzat magasabbat ír elő, akkor a kezelési szabályzatban - előírt minimális induló saját tőkét összegyűjteni, a jegyzés lezárását követő 7 napon belül a befektetők által befizetett teljes összeget vissza kell fizetni.

(6) A kockázati tőkealap, illetve a magántőkealap futamideje alatt a tőkealap jegyzett tőkéje felemelhető és leszállítható, azonban a jegyzett tőke ebben az esetben sem lehet kevesebb kettőszázötvenmillió forintnál.

(7) A kockázati, illetve a magántőkealap jegyzett tőkéje kizárólag pénzbeli hozzájárulást tartalmazhat. A kockázati, illetve a magántőkealap jegyzett tőkéjének legalább tíz %-át, de legkevesebb kettőszázötvenmillió forintot a befektetési jegyek jegyzésekor be kell fizetni olyan módon, hogy az azonos sorozatba tartozó befektetési jegyeket jegyző személyeknek a jegyzéskor teljesítendő befizetéseik mértéke azonos legyen. A fennmaradó összeget a tőkealap kezelési szabályzatában meghatározott feltételek szerint, de legkésőbb az alapítást követő hat éven belül kell befizetni azzal, hogy az alapkezelő a kezelési szabályzatban köteles biztosítani, hogy az azonos sorozatba tartozó ideiglenes befektetési jegyekkel rendelkező befektetőket az azonos értékpapír-sorozatba tartozó befektetési jegyek lejegyzése esetén azonos ütemezés szerint, azonos mértékű fizetési kötelezettség terhelje.

69. § (1) Nyilvános befektetési alap nyilvántartásba történő bejegyzésének feltétele, hogy a letétkezelő a befektetési alap induló saját tőkéje lejegyzését és befizetését, illetve teljesítését a Felügyelet részére igazolja.

(2) Zártkörű befektetési alap nyilvántartásba történő bejegyzésének feltétele, hogy a befektetési alapkezelő a Felügyeletnek benyújtsa

a) a letétkezelő megbízására vonatkozó szerződést;

b) a befektetési alap kezelési szabályzatát;

c) az induló saját tőke lejegyzésének és az induló saját tőke befizetésének, illetve teljesítésének igazolását;

d) ingatlanalap esetében a könyvvizsgáló megbízására irányuló szerződést.

(3) Ingatlanalap esetében az (1) és (2) bekezdésben meghatározottakon felül az alap nyilvántartásba vételének feltétele, hogy az ingatlanértékelő megbízását, illetve annak módosítását a kollektív befektetési formák befektetési és hitelfelvételi szabályairól szóló kormányrendelet rendelkezéseivel összhangban a Felügyelet jóváhagyja.

(4) A 2. § (2) bekezdés szerinti ABAK által kezelt kockázati illetve magántőkealap esetében a (2) bekezdésben meghatározott feltételek közül a b) és c)pontban foglaltakat kell teljesíteni a nyilvántartásba vételhez.

(5) * A kockázati tőkealap nyilvántartásba vételét követő harminc napon belül a kockázati tőkealap-kezelő intézkedik a kockázati és magántőkealap nyilvántartásba vételét megelőzően lejegyzett befektetési jegyek vagy ideiglenes befektetési jegyek haladéktalan előállításáról. A kockázati tőkealap a nyilvántartásba vételét követően a befektetési jegyre eső vagyoni hozzájárulás teljes befizetéséig terjedő időszakra, a befektető által jegyzett befektetési jegyek névértéke összegéről (kockázati tőkealap jegyzett tőke összegéről) ideiglenes befektetési jegyet bocsát ki, azzal, hogy a befektető által jegyzett befektetési jegyre teljesített vagyoni hozzájárulás összegét - nyomdai úton történő forgalomba hozatal esetén - az ideiglenes befektetési jegyen, illetve - dematerializált úton történő forgalomba hozatal esetén - a 101. § (3) bekezdés szerinti okiraton kell feltüntetni azzal, hogy minden további vagyoni hozzájárulás teljesítése esetén a 101 . § (3) bekezdése szerinti új okirat kerül kiállításra a befektető által addig teljesített vagyoni hozzájárulás mértéke %-ában és a mértéke összegszerű feltüntetésével.

(6) * Az ideiglenes befektetési jegy értékpapír, amelyre a befektetési jegyre vonatkozó előírásokat kell alkalmazni azzal, hogy az ideiglenes befektetési jegyen fel kell tüntetni a befektető által jegyzett befektetési jegyre teljesített vagyoni hozzájárulás mértékét. Azonos sorozatba tartozó ideiglenes befektetési jegyek jegyzése esetében a teljesített vagyoni hozzájárulás mértéke nem lehet eltérő. Az azonos sorozatba tartozó befektetési jegyekre vállalt vagyoni hozzájárulás hiánytalan teljesítését követően a kockázati tőkealap-kezelő az adott sorozatba tartozó ideiglenes befektetési jegyet a kezelési szabályzatban meghatározottak szerint érvénytelenné nyilvánítja és helyette befektetési jegyet bocsát ki.

(7) * A kockázati tőkealap-kezelő a befektető által jegyzett befektetési jegyre teljesített vagyoni hozzájárulás összegének megállapítására, a befektetési jegy tulajdonos, az ideiglenes befektetési jegy tulajdonos, valamint a tulajdonában lévő befektetési jegy és ideiglenes befektetési jegy azonosítására alkalmas nyilvántartást vezet.

(8) A befektető az általa vállalt vagyoni hozzájárulás teljes befizetéséig a szavazati jogát az általa már teljesített vagyoni hozzájárulás mértékével arányosan, a kockázati, illetve magántőkealap által kibocsátott ideiglenes befektetési jegy alapján gyakorolja.

(9) Ha az ideiglenes befektetési jegy tulajdonosa a jegyzéskor vállalt vagyoni hozzájárulását a tőkealap kezelési szabályzatában meghatározott feltételek szerint nem teljesíti, a tőkealap-kezelő harmincnapos határidő kitűzésével felhívja a teljesítésre. A felhívásban utalni kell arra, hogy a teljesítés elmulasztása az ideiglenes befektetési jegyhez fűződő jogok megszűnését eredményezi.

(10) * A (9) bekezdésben meghatározott harmincnapos határidő eredménytelen eltelte esetén az ideiglenes befektetési jegyhez fűződő jogok a határidő lejártát követő napon megszűnnek, amelyről a kockázati tőkealap-kezelő a tagot írásban értesíti.

(11) * A (9) bekezdésben meghatározott harmincnapos határidő eredménytelen elteltét követően a kockázati tőkealap-kezelő - a kezelési szabályzatban részletesen meghatározottak szerint - elszámol az ideiglenes befektetési jegy korábbi tulajdonosával, legkésőbb a kockázati, illetve magántőkealap futamidejének végén. Amennyiben a kockázati, illetve magántőkealap futamideje meghosszabbításra kerül, az elszámolási kötelezettség az eredeti futamidő végén merül fel.

(12) Amennyiben új befektetési alap létrehozatalára a befektetési alapok egyesülése, szétválása keretén belül kerül sor, a Felügyelet az új alap nyilvántartásba vételéről az egyesülési, szétválási eljárás keretén belül határoz azzal, hogy az új befektetési alap nyilvántartásba vételének napja megegyezik az egyesülés, szétválás napjával.

(13) A Felügyelet a befektetési alap nyilvántartásba vételére irányuló bejegyzési kérelmet elutasítja, ha a befektetési alap létrehozatala nem felel meg az e törvényben foglaltaknak, vagy a befektetési alapkezelő, a letétkezelő, a könyvvizsgáló vagy az ingatlanértékelő nem felel meg az e törvényben, valamint a felhatalmazása alapján kiadott jogszabályokban rájuk megállapított feltételeknek.

28. A befektetési alap részalapjai

70. § (1) A befektetési alapon belül egymástól elkülönítetten nyilvántartott és kezelt részalapok is létrehozhatók.

(2) Egy befektetési alapon belül az egyes részalapok a 67. § (1) bekezdés c), e), f) pontjában felsorolt ismérvek szerint nem különbözhetnek egymástól. Egy részalapon belül több befektetési jegy sorozat is forgalomba hozható.

(3) Amennyiben egy befektetési alap több részalapból áll,

a) a legkisebb induló saját tőkére vonatkozó szabályok kivételével az alapítási, működési, tájékoztatási és megszűnési szabályok szempontjából minden részalapot önálló befektetési alapnak kell tekinteni,

b) a befektetési korlátokat és egyéb, a befektetésekre, nyilvántartásokra, számviteli és egyéb beszámolókra, valamint a nettó eszközérték számítására vonatkozó szabályokat az egyes részalapok tekintetében kell alkalmazni, és

c) a tájékoztatóban, illetve a kezelési szabályzatban a részalapok közös jellemzőit egységesen, az alapok szintjén kell meghatározni azzal, hogy az egyes részalapok egyedi jellemzőit is fel kell tüntetni.

(4) A befektetési alap letétkezelője a részalapok letétkezelőjének is minősül.

(5) Amennyiben egy befektetési alapnak egy vagy több részalapja van, a befektetési alap saját maga közvetlenül nem rendelkezhet eszközökkel és kötelezettségekkel, nettó eszközértéke megegyezik az egyes részalapjai összesített nettó eszközértékével.

(6) Egy befektetési alap adott részalapjával szembeni befektetői és egyéb követeléseket nem lehet érvényesíteni ugyanazon alap másik részalapja terhére.

29. Befektetési jegy sorozatok

71. § (1) Egy befektetési alap nevében egy vagy több sorozatot alkotó, egyazon sorozaton belül azonos névértékű és azonos jogokat megtestesítő befektetési jegyek bocsáthatók ki. A kezelési szabályzatnak részletesen meg kell határoznia, hogy az egyes sorozatok milyen jellemzőikben térnek el egymástól.

(2) Egy adott befektetési alap egyes eszközeit az egyes befektetési jegy sorozatok között nem lehet megosztani, kivéve

a) az illikviddé vált eszközök 127. §-ban foglaltak szerinti elkülönítése esetén, valamint

b) az olyan, devizakockázat fedezésére szolgáló ügyletek esetében, amelyek célja a befektetési alap adott sorozata devizakockázatának csökkentése a befektetési alap befektetési politikájának megfelelően.

30. A kezelési szabályzat

72. § (1) * A befektetési alap kezelésének szabályait - nyilvános befektetési alap esetén a Felügyelet által jóváhagyott, zártkörű befektetési alap esetén a Felügyelet részére benyújtott - kezelési szabályzatba kell foglalni. A kezelési szabályzatnak tartalmaznia kell minden olyan információt, amely lehetővé teszi a befektetési alap működésének, befektetési elveinek és keze-

lésének megítélését. ABA esetében a kezelési szabályzatnak hivatkoznia kell a letétkezelő által kötött azon megállapodásokra, amelyek célja, hogy a letétkezelő a 64. § (16) bekezdésével összhangban, szerződéses alapon felmentse magát a felelősség alól. A kezelési szabályzatot nyilvános befektetési alap esetében a 3. melléklet I. Fejezetében, zártkörű befektetési alap esetében a 3. melléklet II. Fejezetében, kockázati tőkealap, illetve magántőkealap esetében a 3. melléklet III. Fejezetében foglaltaknak megfelelő tartalommal kell elkészíteni.

(2) A befektető a befektetési jegyek vásárlásakor 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.

(3) A nyilvános befektetési alap kezelési szabályzatában foglaltakat a befektetési alapkezelő a befektetők hozzájárulása nélkül, a Felügyelet engedélyével módosíthatja.

(4) Nem szükséges a Felügyelet engedélye a módosításhoz, amennyiben az

a) a befektetőt terhelő költségek egyoldalú csökkentését jelenti, vagy a költségek szerkezetének változtatása esetén azok összesített mértéke változatlan marad;

b) a forgalmazók körének bővülésére, vagy a forgalmazási helyek számának megváltozására vonatkozik;

c) jogszabály-módosítás átvezetését jelenti, kivéve, ha az átvezetés érinti a befektetési alap befektetési politikáját, kockázati jellegét;

d) cégadatok, piaci adatok, vagy az Sztv. szerinti beszámoló adatainak frissítését szolgálja;

e) a befektetési alapkezelő vezető állású személyében, a letétkezelő vezető állású személyében, a kiszervezett tevékenységet végzők személyében bekövetkezett változás átvezetését jelenti;

f) a befektetési alapkezelő vezető állású személye, a letétkezelő vezető állású személye, a forgalmazó, a befektetési alap könyvvizsgálója, az ingatlanértékelő, az értékbecslő vagy a kiszervezett tevékenységet végzők adataiban bekövetkezett változás átvezetését jelenti;

g) a befektetési alap nyilvántartásba történő bejegyzését követően, a jegyzésre, jegyzési garanciavállalásra, alul- és túljegyzésre, valamint a jegyzéshez kapcsolódó allokációra vonatkozó rendelkezések tájékoztatóból, kezelési szabályzatból való törlését jelentik;

h) olyan engedélyhez kötött változásokhoz kapcsolódik, amelyhez a Felügyelet az engedélyt korábban megadta;

i) * a letétkezelő vagy a könyvvizsgáló személyében bekövetkezett változást jelenti.

73. § (1) Zártkörű alap kezelési szabályzatában részletesen meg kell határozni a kezelési szabályzat módosítására vonatkozó eljárást, ezen belül azokat a feltételeket, amelyek módosításához a befektetési alap befektetői által birtokolt befektetési jegyek arányában meghatározott többségi vagy egyhangú jóváhagyás szükséges. A befektetési alapkezelő a kezelési szabályzatot minden egyéb esetben egyoldalúan módosíthatja.

(2) A befektetők jóváhagyását előíró esetekben a kezelési szabályzatnak tartalmaznia kell a kezelési szabályzat módosításához való hozzájárulás beszerzésének módját, határidejét.

(3) A kezelési szabályzat módosítása esetén a módosított kezelési szabályzatot a befektetési alapkezelő a módosítás hatálybalépését követő 5 napon belül tájékoztatásul köteles a Felügyeletnek megküldeni.

(4) A (3) bekezdéstől eltérően a kockázati és a magántőkealap futamidejének meghosszabbítását tartalmazó kezelési szabályzat módosítást a kockázati, illetve magántőkealap eredeti futamideje letelte előtt legalább hat hónappal be kell jelenteni a Felügyeletnek.

XI. Fejezet: A befektetési alap kezelésének átadása

74. § (1) A befektetési alapkezelő az általa kezelt nyilvános befektetési alapok kezelését a Felügyelet előzetes engedélye alapján más, az adott befektetési alap kezelésére engedéllyel rendelkező befektetési alapkezelőre átruházhatja.

(2) Az (1) bekezdéstől eltérően a befektetési alapkezelő a zártkörű befektetési alapok kezelését a Felügyelet előzetes engedélye nélkül a befektetési jegy tulajdonosok 75%-ának jóváhagyó nyilatkozata birtokában átruházhatja.

(3) * A befektetési alapkezelő befektetési alapok kezelésével kapcsolatos kötelezettségei átruházására a Ptk. tartozásátvállalásra vonatkozó szabályait kell alkalmazni, azzal, hogy a befektetési alap Ptk. 6:203. § (1) bekezdése szerinti jognyilatkozatát

a) az (1) bekezdésben meghatározott esetben a Felügyelet engedélye,

b) a (2) bekezdésben meghatározott esetben a befektetési jegy tulajdonosok 75%-ának jóváhagyó nyilatkozata

pótolja.

(4) A (3) bekezdés szerinti kötelezettségek átruházása során az átruházó befektetési alapkezelő az átruházásról rendelkező szerződés hatálybalépése előtt 15 nappal tájékoztatja a befektetőket

a) az átruházás szándékáról,

b) az (5) bekezdésben foglaltakról, valamint

c) az átvevő befektetési alapkezelő elérhetőségéről és a befektetési jegyek forgalmazásával kapcsolatos információk hozzáférési helyéről.

(5) Az átruházásról rendelkező szerződés hatálybalépésével az átadó befektetési alapkezelő által kezelt és átruházásra került befektetési alapok kezelése az átvevő befektetési alapkezelőhöz kerül.

(6) Az átadó befektetési alapkezelőt a befektetési alappal szemben megillető jogok tekintetében a Ptk. 6:193. § (2) és (3) bekezdését kell alkalmazni.

(7) A befektetési alapkezelés átruházása következtében felmerülő költség, díj a befektetési alapra vagy a befektetőkre nem hárítható át.

XII. Fejezet: A befektetési alap jogutód nélküli megszűnése

31. A megszűnési eljárás általános szabályai

75. § (1) A befektetési alappal szembeni megszűnési eljárás megindításáról a befektetési alapkezelő vagy a Felügyelet határoz.

(2) Kötelező megindítani az eljárást,

a) ha a nyilvános nyílt végű befektetési alap nettó eszközértéke 3 hónapon keresztül, átlagosan nem éri el a húszmillió forintot;

b) ha a befektetési alap nettó eszközértéke negatívvá vált;

c) ha a befektetési alapkezelő befektetési alapkezelési tevékenység végzésére jogosító engedélyét a Felügyelet visszavonta,

d) ha a Felügyelet kötelezte a befektetési alapkezelőt a befektetési alap kezelésének átadására, azonban a befektetési alap kezelését egyetlen befektetési alapkezelő sem veszi át,

e) ha a befektetési jegyek folyamatos forgalmazása vagy a befektetési jegyek visszaváltása felfüggesztésének megszűnését követően a folyamatos forgalmazás feltételei továbbra sem biztosítottak.

(3) Külön határozat nélkül elindul a megszűnési eljárás

a) határozott futamidejű befektetési alap futamidejének lejártakor;

b) amennyiben a befektetők az összes befektetési jegy visszaváltására irányuló visszaváltási megbízást adtak le; vagy

c) zárt végű alap esetében az összes befektetési jegy a kezelési szabályzatban eredetileg meghatározott feltételek szerint bevonásra került.

(4) A befektetési alapkezelő a megszűnési eljárás megindításáról hozott határozatáról haladéktalanul köteles tájékoztatni a Felügyeletet, valamint rendkívüli közzététel útján a befektetőket és a befektetési alap hitelezőit.

(5) A (2) bekezdés c) és d) pontja szerinti megszűnési eljárást a letétkezelő folytatja le.

(6) * Az (5) bekezdéstől eltérően a 2. § (2) bekezdés szerinti ABAK által kezelt kockázati és magántőkealap megszűnésekor felmerülő feladatokat a kockázati tőkealap-kezelő, a kockázati tőkealap-kezelő akadályoztatása, vagy felszámolása esetén az MNBtv.-ben meghatározott szervezetek felszámolását végző, a Felügyelet által létrehozott nonprofit gazdasági társaság végzi.

76. § (1) A megszűnési eljárás lefolytatása alatt a befektetési alap - a (2) bekezdésben meghatározott eltéréssel - az általános szabályok szerint működik.

(2) A megszűnési eljárás lefolytatása alatt

a) a befektetési alap nettó eszközértékét havonta egyszer kell megállapítani és az általános szabályok szerint közzétenni azzal, hogy a közzétételnél meg kell jelölni, hogy az alap megszűnés alatt áll;

b) a befektetési jegyek folyamatos forgalmazását fel kell függeszteni, illetve zárt végű alap esetében új befektetési jegyeket nem lehet forgalomba hozni;

c) a befektetési alap eszközeinek értékesítéséből származó ellenérték a megszűnési jelentés elkészítéséig kizárólag likvid eszközökbe fektethető be.

32. Eszközök értékesítése és a vagyon kifizetése

77. § (1) A megszűnési eljárás alatt a befektetési alap vagyonába tartozó pénzügyi eszközöket 1 hónapon belül, az ingatlanokat 12 hónapon belül a kockázati és magántőkealap portfóliójában lévő eszközöket 18 hónapon belül értékesíteni kell. Az értékesítést a pénzügyi eszközök esetében piaci áron, az ingatlanalap portfóliójában lévő ingatlanok esetében legalább az ingatlanértékelő által meghatározott áron, a kockázati és magántőkealap portfóliójában lévő eszközök esetében a 38. §-ban meghatározott értékbecslő által meghatározott áron kell megkísérelni. Az értékesítésre megállapított határidő a befektetők érdekében a Felügyelet engedélyével pénzügyi eszközök esetében 3, ingatlanok és egyéb eszközök esetében 6 hónappal meghosszabbítható. A kockázati, illetve magántőkealap tulajdonában lévő, szabályozott piacra bevezetett értékpapírokat a befektetési jegy tulajdonosai között - a kezelési szabályzatban rögzített szabályoknak megfelelően - természetben is fel lehet osztani.

(2) Az ingatlanalap portfóliójában lévő ingatlanok értékesítésére vonatkozó, (1) bekezdésben meghatározott határidő eredménytelen eltelte esetén az

ingatlanokat nyilvános árverésen történő értékesítésre kell bocsátani. Az árverési felhívást a befektetési alap közzétételi helyein az árverés időpontját legalább 10 nappal megelőzően meg kell jelentetni.

78. § (1) A befektetési alap tulajdonába tartozó teljes vagyon értékesítéséből származó ellenérték befolyását és a kötelezettségek teljesítését követő 5 munkanapon belül, ingatlanalap, kockázati és magántőkealap esetében 15 munkanapon belül megszűnési jelentést kell készíteni. A megszűnési jelentést a Felügyelethez be kell nyújtani és ezzel egyidejűleg a befektetők felé közzé kell tenni. A megszűnési jelentésnek legalább a 4. mellékletben foglaltakat kell tartalmaznia. A megszűnési jelentés közzétételét követően a fizetések megkezdhetők.

(2) A Felügyelet a megszűnési jelentés benyújtását követő nappal a befektetési alapkezelő kérelmére törli a befektetési alapot a nyilvántartásból. A befektetési alap a nyilvántartásból való törléssel megszűnik.

79. § (1) Pozitív saját tőkével rendelkező befektetési alap esetén a befektetési alap eszközeinek értékesítéséből befolyt ellenértékből a befektetési alap tartozásai és kötelezettségei levonását követően rendelkezésre álló pozitív összegű tőke a befektetőket befektetési jegyeik értékének arányában illeti meg.

(2) A megszűnési eljárás időtartama alatt az eszközök értékesítéséből származó ellenértékből, illetve a befektetési alap bankszámlájának pozitív egyenlege terhére a befektetők számára előleg formájában részkifizetés teljesíthető. A részkifizetéssel kapcsolatos döntésről rendkívüli közleményt kell megjelentetni. A részkifizetésnek az egyes befektetési jegyek nettó eszközértékére vetítve, azonos arányban kell történnie. A részkifizetés nem történhet a befektetési alapot terhelő kötelezettségek (a befektetési alappal szembeni hitelezői igények) fedezetét jelentő eszközök terhére.

(3) A letétkezelő a megszűnési jelentés Felügyelethez történő benyújtását követő 5 munkanapon belül köteles megkezdeni a rendelkezésre álló összeg kifizetését a befektetők részére, a (2) bekezdés szerinti részkifizetés keretében már kifizetett összeg figyelembevételével. A kifizetés kezdetéről rendkívüli közleményt kell közzétenni. A befektetők részére kifizetendő összeget a letétkezelő elkülönített letéti számlán köteles tartani a befektetők részére történő kifizetésig.

(4) Negatív saját tőkével rendelkező befektetési alap megszűnése esetén a hitelezők követeléseit a Cstv. előírásai szerinti kielégítési sorrendben, a rendelkezésre álló összeg erejéig kell kiegyenlíteni.

XIII. Fejezet: Befektetési alap átalakulása

80. § (1) Jelen fejezet szempontjából átalakulásnak minősül valamely befektetési alap 67. § (1) bekezdése szerinti jellemzőinek megváltoztatása azzal a korlátozással, hogy ÁÉKBV nem alakulhat át ABA-vá.

(2) Nyilvános befektetési alap átalakulása esetében a befektetési alapkezelő köteles az átalakulás indokát, napját és feltételeit (ideértve az adózási következményeket is) tartalmazó módosított tájékoztatót készíteni és azt a Felügyeletnek jóváhagyásra benyújtani. A befektetési alap az átalakulás engedélyezése, a módosított tájékoztató Felügyelet általi jóváhagyása esetén, a tájékoztatóban az átalakulás napjaként meghatározott időpontban alakul át.

(3) A befektetési alapkezelő a Felügyelet (2) bekezdésben meghatározott engedélyének megszerzését követően köteles az átalakulás tényét és alapvető feltételeit tartalmazó közleményt az átalakulás napját legalább 30 nappal megelőzően közzétenni. Az átalakulási közlemény közzététele és az átalakulás napja közti időszakban legalább 30 napos időtartam biztosítandó arra, hogy a befektetők kérhessék befektetési jegyeik külön díj és jutalék felszámítása nélküli visszaváltását, mely visszaváltás legkésőbb az átalakulás napján elszámolandó. Amennyiben valószínűsíthető, hogy a külön díj- és jutalékmentes, legalább 30 napos időtartam alatt kérhető visszaváltás lehetőségének az átalakulás napja előtti időszakban való biztosítása a befektetőknek vagy az alapnak érdeksérelmet okoz, ezen visszaváltás lehetősége a befektetési alapkezelő döntése alapján az átalakulást követően is biztosítható.

(4) Zárt végű alap nyílt végűvé történő átalakulása esetén a befektető az átalakulást követő első forgalmazási naptól számított 30 napon belül kérheti befektetési jegyeinek külön díj- és jutalékmentes visszaváltását.

(5) Zárt végű alap futamidejének meghosszabbítása esetén az átalakulás szabályait kell alkalmazni.

81. § (1) Nyilvános befektetési alap zártkörű befektetési alappá történő alakulását követően a befektetési alap befektetési jegyei nyilvánosan nem forgalmazhatóak, a befektetési jegyek befektetőknek való felajánlására a Tpt. 14. § (1) bekezdés a)-e) pontban meghatározott korlátok között kerülhet sor.

(2) A befektetési alapkezelő a zártkörű befektetési alap átalakulásáról a kezelési szabályzatnak az abban meghatározott módon történő módosításával határoz. A zártkörű befektetési alap nyilvános befektetési alappá történő átalakuláshoz a Felügyelet engedélye szükséges. Az átalakulás Felügyelet általi engedélyezésének feltétele, hogy a befektetési alapra az átalakulást követően teljesüljenek az e törvénynek a nyilvános befektetési alapokra vonatkozó feltételei.

XIV. Fejezet: Az egyesülésre vonatkozó szabályok

33. Általános szabályok

82. § (1) Olyan magyarországi székhelyű ABA-k illetve ÁÉKBV-k egyesülésére, amelyek egyikének befektetési jegyeit sem hozták más EGT-államban forgalomba, a 85-99. §-ban foglaltak irányadók a (2)-(7) bekezdésekben meghatározott eltéréssel.

(2) E törvény szerint nyilvántartásba vett befektetési alap kizárólag másik, e törvény szerint nyilvántartásba vett befektetési alappal egyesülhet.

(3) Nyilvános alapok esetében azonos működési formájú, továbbá harmonizációjukat és elsődleges eszközkategóriájukat tekintve azonos típusú alapok egyesülhetnek.

(4) Nyilvános alapok esetében, a beolvadó befektetési alap befektetési jegy tulajdonosai vonatkozásában az átalakulás szabályait is megfelelően alkalmazni kell, amennyiben az egyesülés e befektetőkre nézve az átalakulással egyenértékű változással jár.

(5) A beolvadó és az átvevő alapok befektetési jegy tulajdonosainak az egyesüléssel kapcsolatos tájékoztatása módjára e törvény általános, illetve az adott alap kezelési szabályzatának befektetők tájékoztatására vonatkozó rendelkezései alkalmazandók.

(6) Zártkörű alap beolvadása esetében nem szükséges a Felügyelet előzetes engedélye, amennyiben az alap kezelési szabályzata az alapkezelőt feljogosítja e döntés meghozatalára, vagy e döntést a befektetési jegy tulajdonosok adott arányú többségi határozatához köti. Zártkörű alap kezelési szabályzata korlátozhatja a befektetési jegy tulajdonosok 95. § (1) bekezdése szerinti jogait.

(7) Nem kell a 86. § (2) bekezdés, a 90. § (1) bekezdés, a 95. § (1) bekezdés, a 99. § (4) bekezdés előírásait alkalmazni abban az esetben, ha egy (1) bekezdés szerinti befektetési alap az egyesülés során ugyanazon befektetési alapkezelő és letétkezelő által kezelt másik befektetési alapnak az egyesülés során újonnan létrehozott részalapjává alakul, feltéve, hogy

a) az újonnan létrehozott részalap kizárólag az adott befektetési alap eszközeit és kötelezettségeit veszi át,

b) az egyesülés nem okoz változást a befektetési alap nettó eszközértékében,

c) az egyesülés nem érinti az adott befektetési alap kezelésének feltételeit és a befektetők egyéb jogait.

34. Kockázati és magántőkealapok egyesülésére vonatkozó szabályok

83. § (1) Kockázati, illetve magántőkealapok egyesüléshez az egyesülésben részt vevő kockázati, illetve magántőkealapok befektetési jegy tulajdonosainak írásbeli, egyhangú jóváhagyó nyilatkozata szükséges.

(2) * A jogutód kockázati, illetve magántőkealapot kezelő kockázati tőkealap-kezelő az egyesülés indokát, napját és feltételeit tartalmazó tájékoztatót a Felügyeletnek jóváhagyásra benyújtja.

(3) Az egyesülés értéknapján meg kell állapítani az egyesülésben részt vevő kockázati, illetve magántőkealapok egy befektetési jegyre jutó nettó eszközértékét.

(4) Az egyesülés során a (2) bekezdésben megjelölt tájékoztatóban meg kell jelölni a jogutód kockázati, illetve magántőkealapot. A jogutód kockázati illetve magántőkealap befektetési jegyeket bocsát ki, amelyeket - az érvényes, egy jegyre jutó nettó eszközértékeknek megfelelő átváltási arányban - az egyesülésben részt vevő kockázati, illetve magántőkealap befektetési jegy tulajdonosai szerzik meg.

(5) A jogutód kockázati, illetve magántőkealap kezelője az egyesülésről, az egyesülés napjára érvényes portfóliójáról jelentést készít, amelyet az egyesülést követő nyolc munkanapon belül megküld a Felügyeletnek. A jelentésnek tartalmaznia kell a portfólióban lévő eszközök tételes felsorolását, azok értékét; az összesített nettó eszközértékeket; a befektetési jegyek darabszámát, az egy befektetési jegyre jutó nettó eszközértéket, az átváltási arányt. A jelentést a jogutód kockázati, illetve magántőkealap kezelője és könyvvizsgálója is aláírja.

35. ÁÉKBV-k egyesülésére vonatkozó szabályok

84. § (1) A 85-99. § alkalmazásában egyesülés:

a) egy vagy több ÁÉKBV vagy annak részalapja (a továbbiakban: beolvadó ÁÉKBV) megszűnésekor minden eszközét és kötelezettségét másik működő ÁÉKBV-re vagy annak egy részalapjára ruházza át (a továbbiakban: átvevő ÁÉKBV), és cserébe a beolvadó ÁÉKBV befektetői az átvevő ÁÉKBV megfelelő számú kollektív befektetési értékpapírjaihoz jutnak, és a kapott kollektív befektetési értékpapírok nettó eszközértékének 10%-át nem meghaladó mértékű készpénzkifizetésben részesülnek, vagy

b) kettő vagy több ÁÉKBV vagy annak részalapja (a továbbiakban: beolvadó ÁÉKBV) megszűnésekor minden eszközét és kötelezettségét átruházzák egy másik, általuk létrehozott ÁÉKBV-re vagy annak egy részalapjára (a továbbiakban: átvevő ÁÉKBV), és cserébe a beolvadó ÁÉKBV-k befektetői az átvevő ÁÉKBV megfelelő számú kollektív befektetési értékpapírjaihoz jutnak, és a

kapott kollektív befektetési értékpapírok nettó eszközértékének 10%-át nem meghaladó mértékű készpénzkifizetésben részesülnek, vagy

c) egy vagy több ÁÉKBV vagy annak részalapja (a továbbiakban: beolvadó ÁÉKBV) a nettó eszközértéknek megfelelő értékű eszközeit átruházza ugyanazon ÁÉKBV egy másik részalapjára, egy közösen létrehozott ÁÉKBV-re, egy másik működő ÁÉKBV-re vagy annak egy részalapjára (a továbbiakban: átvevő ÁÉKBV) azzal, hogy a beolvadó ÁÉKBV addig nem szűnik meg, amíg kötelezettségeit nem teljesítette.

(2) A 85-99. § alkalmazásában hazai egyesülésnek minősül több, magyarországi székhellyel rendelkező ÁÉKBV egyesülése, ha legalább az egyik résztvevő ÁÉKBV befektetési jegyei határon átnyúló forgalmazásának 118. § szerinti bejelentése megtörtént.

(3) A 85-99. § alkalmazásában határon átnyúló egyesülésnek minősül:

a) magyarországi székhelyű ÁÉKBV egyesülése más EGT-államban letelepedett ÁÉKBV-vel vagy

b) több, magyarországi székhelyű ÁÉKBV egyesülése, amelynek eredménye egy más EGT-államban letelepedett, újonnan létrejött ÁÉKBV.

(4) A 85-99. § egyesülésre vonatkozó szabályait kell alkalmazni

a) magyarországi székhelyű ÁÉKBV hazai egyesülésére,

b) a (3) bekezdés a) pontja szerinti olyan határon átnyúló egyesülésre, ahol a beolvadó ÁÉKBV magyarországi székhelyű, valamint

c) a (3) bekezdés b) pontja szerinti határon átnyúló egyesülésre.

(5) A (3) bekezdés a) pontja szerinti olyan határon átnyúló egyesülésre, ahol az átvevő ÁÉKBV magyarországi székhelyű, a Felügyelet a 86. § (7) és (10) bekezdésében foglalt rendelkezések vonatkozásában rendelkezik hatáskörrel.

85. § ÁÉKBV határon átnyúlóan is egyesülhet másik ÁÉKBV-vel.

86. § (1) Az ÁÉKBV-k egyesüléséhez a Felügyelet előzetes engedélye szükséges.

(2) Az engedélykérelemhez a beolvadó ÁÉKBV az alábbi információkat igazoló dokumentumokat köteles a Felügyelet részére benyújtani:

a) a beolvadó ÁÉKBV és az átvevő ÁÉKBV alapkezelője által jóváhagyott, közös egyesülési tervezetet;

b) ha az átvevő ÁÉKBV más EGT-államban rendelkezik székhellyel, hatályos tájékoztatóját és a 130. § szerinti kiemelt befektetői információkat;

c) a beolvadó és az átvevő ÁÉKBV-k letétkezelőinek 88. § szerinti nyilatkozatát;

d) a beolvadó és az átvevő ÁÉKBV befektetőinek az egyesülésről adandó információkat.

(3) A (2) bekezdés szerinti dokumentumokat mind a beolvadó, mind az átvevő ÁÉKBV székhelye szerinti tagállam hivatalos nyelvének egyikén vagy az illetékes hatóságok által elfogadott nyelven kell benyújtani.

(4) A Felügyelet a (2) bekezdésben említett dokumentumok hiányos vagy nem megfelelő benyújtása esetén, azok kézhezvételét követő 10 munkanapon belül kérheti a hiányok pótlását.

(5) Az egyesülés engedélyezése iránti kérelem benyújtását követően a Felügyelet haladéktalanul megküldi az átvevő ÁÉKBV székhelye szerinti tagállam illetékes hatóságainak a (2) bekezdésben felsorolt dokumentumokról készült másolatokat.

(6) Az egyesülés engedélyezése iránti kérelem elbírálása során a Felügyelet mérlegeli, hogy a javasolt egyesülés során az ÁÉKBV-k - a 84. § (4) bekezdés b)pont szerinti egyesülés esetében a beolvadó ÁÉKBV - befektetői megfelelő tájékoztatásban részesülnek-e. Amennyiben megítélése szerint az ÁÉKBV-k - a 84. § (4) bekezdés b) pont szerinti egyesülés esetében a beolvadó ÁÉKBV - befektetőinek tájékoztatása nem megfelelő, írásban kérheti a megadott információk pontosítását.

(7) Magyarországi székhelyű átvevő ÁÉKBV és más EGT-államban székhellyel rendelkező beolvadó ÁÉKBV egyesülése esetén a Felügyelet a (2) bekezdésben meghatározott dokumentumok másolatának kézhezvételét követő 15 munkanapon belül írásban kérheti, hogy az átvevő ÁÉKBV alapkezelője az ÁÉKBV befektetőinek nyújtott tájékoztatást módosítsa, egyúttal tájékoztatja ezen kéréséről a beolvadó ÁÉKBV felügyeleti hatóságát. A befektetőknek adott tájékoztatás módosításának Felügyelet általi elfogadásáról a Felügyelet 20 munkanapon belül tájékoztatja a beolvadó ÁÉKBV felügyeleti hatóságát.

(8) A Felügyelet a magyarországi székhelyű beolvadó ÁÉKBV egyesülésére vonatkozó engedélyt megadja, ha:

a) a tervezett egyesülés megfelel az e §-ban és a 87-89. §-ban foglalt követelményeknek;

b) az átvevő ÁÉKBV kollektív befektetési értékpapírjai határon átnyúló forgalmazásának 99. § szerinti bejelentése minden olyan EGT-államban megtörtént, ahol a beolvadó ÁÉKBV kollektív befektetési értékpapírjainak forgalmazását is bejelentették;

c) sem a Felügyelet, sem az átvevő ÁÉKBV székhelye szerinti tagállam felügyeleti hatósága nem kifogásolta a befektetőknek szóló tájékoztatást.

(9) A Felügyelet a (2) bekezdésben meghatározott dokumentumok hiánytalan benyújtásától számított 20 munkanapon belül tájékoztatja a beolvadó ÁÉKBV alapkezelőjét az egyesülés engedélyezése iránti kérelem jóváhagyásáról vagy elutasításáról, továbbá értesíti döntéséről az átvevő ÁÉKBV székhelye szerinti tagállam felügyeleti hatóságát.

(10) Magyarországi székhelyű átvevő ÁÉKBV esetén a Felügyelet - figyelemmel a kollektív befektetési formák befektetési és hitelfelvételi szabályairól szóló kormányrendeletben foglaltakra - engedélyezheti az átvevő ÁÉKBV esetében a befektetési szabályoktól való átmeneti eltérést az egyesülés jóváhagyását követő 6 hónapon keresztül.

87. § A 86. § (2) bekezdés a) pontja szerinti, a beolvadó és az átvevő ÁÉKBV-k egyesülésére vonatkozó egyesülési tervezet tartalmazza

a) az egyesülés típusának és az egyesüléssel érintett ÁÉKBV-nek a megjelölését;

b) a tervezett egyesülés hátterét és indokait;

c) a tervezett egyesülésnek mind a beolvadó, mind az átvevő ÁÉKBV befektetői tekintetében várható hatását;

d) az eszközöknek és a kötelezettségeknek az átváltási arány kiszámításának időpontjában történő értékelésére vonatkozóan elfogadott feltételeit;

e) az átváltási arány számítási módszerét;

f) az egyesülés hatálybalépésének tervezett időpontját;

g) az eszközök átruházására és a kollektív befektetési értékpapírok cseréjére alkalmazandó szabályokat;

h) amennyiben az egyesülés új ÁÉKBV létrehozatala mellett történik, az újonnan alapított átvevő ÁÉKBV kezelési szabályzatát.

88. § A beolvadó, illetve az átvevő ÁÉKBV letétkezelője köteles ellenőrizni az egyesülési tervezet 87. § a), f) és g) pontjaiban meghatározott adatait, és nyilatkozni az adatok törvényi előírásokkal és az ÁÉKBV kezelési szabályzatával való megfelelőségéről.

89. § (1) Magyarországi székhelyű beolvadó ÁÉKBV esetén erre irányuló megbízás alapján az ÁÉKBV letétkezelője, vagy egy érvényes könyvvizsgálói engedéllyel rendelkező könyvvizsgáló (könyvvizsgáló cég) köteles felülvizsgálni

a) az eszközöknek és a kötelezettségeknek 97. § szerinti, az alkalmazandó átváltási arány kiszámításának időpontjában történő értékelésére vonatkozóan elfogadott feltételeket,

b) a kollektív befektetési értékpapíronkénti készpénzkifizetés mértékét,

c) az átváltási arány számítási módszerét, valamint a 97. § szerinti időpontban megállapított tényleges átváltási arányt.

(2) Az (1) bekezdés alkalmazásában a beolvadó ÁÉKBV könyvvizsgálója vagy az átvevő ÁÉKBV könyvvizsgálója független könyvvizsgálóknak minősülnek.

(3) Az (1) bekezdés szerinti ellenőrzésről készült jelentést mind a beolvadó ÁÉKBV, mind az átvevő ÁÉKBV befektetői és a felügyeleti hatóságok számára kérésre térítésmentesen rendelkezésre kell bocsátani.

90. § (1) A tervezett egyesülésről a beolvadó és az átvevő ÁÉKBV befektetői számára megfelelő és pontos tájékoztatást kell nyújtani annak érdekében, hogy megítélhessék az egyesülés saját befektetéseikre gyakorolt hatását. A tájékoztatást tömören, a befektető számára nehezen értelmezhető nyelvezet mellőzésével kell megadni.

(2) Az (1) bekezdés szerinti tájékoztatásnak

a) határon átnyúló egyesülés esetén ki kell térnie a más EGT-államban bejegyzett ÁÉKBV-vel kapcsolatos olyan feltételek és eljárások ismertetésére, amelyek eltérnek a magyarországi gyakorlattól;

b) a beolvadó ÁÉKBV befektetőinek nyújtandó tájékoztatás esetén ki kell elégítenie azon befektetők igényeit, akik előzetesen nem rendelkeztek ismeretekkel az átvevő ÁÉKBV jellemzőiről vagy működési rendjéről és fel kell hívni a figyelmüket az átvevő ÁÉKBV-vel kapcsolatos kiemelt befektetői információkra;

c) az átvevő ÁÉKBV befektetőinek nyújtandó tájékoztatás esetén az egyesülés folyamatára és az egyesülésnek az átvevő ÁÉKBV-re gyakorolt hatására kell összpontosítania.

(3) A beolvadó és az átvevő ÁÉKBV befektetői számára az (1) és (2) bekezdés szerinti tájékoztatást akkor kell megadni, ha

a) magyarországi székhelyű beolvadó ÁÉKBV esetén a Felügyelet,

b) magyarországi székhelyű átvevő ÁÉKBV esetén a beolvadó ÁÉKBV székhelye szerinti EGT-állam felügyeleti hatósága

engedélyezte a tervezett egyesülést.

(4) A tájékoztatást a 95. § (1) bekezdésében említett térítésmentes visszavásárlási, visszaváltási vagy átváltási kérelmek benyújtására vonatkozó határidő lejárati napja előtt legalább 30 nappal megelőzően meg kell adni.

91. § (1) A beolvadó és az átvevő ÁÉKBV befektetőinek nyújtandó tájékoztatásnak a (2) bekezdésben foglaltaknak megfelelő pontos információt kell tartalmaznia a tervezett egyesülésről oly módon, hogy a befektető a tájékoztatás alapján kellőképpen értékelhesse az egyesülés befektetéseikre

gyakorolt lehetséges hatását, valamint fel kell hívnia a befektető figyelmét a 95. § szerint őt megillető jogokra.

(2) Az (1) bekezdés szerinti tájékoztatásnak tartalmaznia kell

a) a tervezett egyesülés hátterét és indokait;

b) a tervezett egyesülés befektetőkre gyakorolt lehetséges hatását, ideértve a befektetési politika tekintetében várható lényeges különbségeket, az egyesülés várható költségeit, a várható eredményt, az időszaki jelentéseket és a teljesítmény lehetséges csökkenését, különösen

ba) a beolvadó ÁÉKBV befektetőinek jogaiban a tervezett egyesülés miatt bekövetkező esetleges változások részleteit,

bb) ha a beolvadó ÁÉKBV és az átvevő ÁÉKBV kiemelt befektetői információi eltérő profilú a Bizottság 583/2010/EU rendeletének 8. cikke értelmében vett szintetikus kockázat és nyereség-mutatókat tüntetnek fel, vagy a kísérő leírásban eltérő lényeges kockázatokat azonosítanak, akkor az eltérések összehasonlítását,

bc) a kiemelt befektetői információkban közzétett összegek alapján a két ÁÉKBV-vel kapcsolatos összes díj és költség összehasonlítását,

bd) ha a beolvadó ÁÉKBV teljesítményhez kötődő díjat alkalmaz, tájékoztatást arról, hogy azt miként alkalmazzák az egyesülés hatálybalépésének időpontjáig,

be) ha az átvevő ÁÉKBV teljesítményhez kötődő díjat alkalmaz, tájékoztatást arról, hogy azt a későbbiekben miként fogják alkalmazni azon befektetőkkel szembeni tisztességes bánásmód érdekében, akik korábban a beolvadó ÁÉKBV kollektív befektetési értékpapírjait birtokolták,

bf) tájékoztatást arról, hogy a beolvadó ÁÉKBV alapkezelője tervezi-e a portfólió összetételének számottevő megváltoztatását az egyesülés hatálybelépése előtt,

bg) az átvevő ÁÉKBV befektetői tekintetében tájékoztatást arról, hogy az átvevő ÁÉKBV alapkezelője szerint az egyesülés várhatóan lényeges hatást gyakorol-e az átvevő ÁÉKBV portfóliójára, és hogy tervezik-e a portfólió összetételének számottevő megváltoztatását, akár az egyesülés hatálybalépése előtt, akár utána,

bh) a befektetők figyelmeztetését az ÁÉKBV egyesülésének következtében felmerülő, a befektetőkre vonatkozó adózási szabályok esetleges megváltozásáról;

c) a befektetők tervezett egyesüléssel kapcsolatos jogait, így különösen

ca) az egyesüléssel kapcsolatos információkhoz való hozzáférés jogát,

cb) kérésre a könyvvizsgáló vagy a letétkezelő jelentésének másolatához történő hozzáférés jogát, továbbá, hogy a jelentés miként szerezhető be,

cc) a jogot, hogy a 95. § (1) bekezdésében meghatározottak szerint kérjék kollektív befektetési értékpapírjaik térítésmentes visszavásárlását, visszaváltását vagy átváltását, továbbá e jog érvényesítésének végső határidejét; valamint az adott ÁÉKBV felhalmozott hozamainak kezelésére vonatkozó szabályokat;

d) a lényeges eljárási szempontokat és az egyesülés hatálybalépésének tervezett időpontját, továbbá a kollektív befektetési értékpapírok forgalmazásának esetleges felfüggesztésére vonatkozó szabályokat és információkat;

e) a 130. § szerinti, a beolvadó és az átvevő ÁÉKBV-kra vonatkozó kiemelt befektetői információk másolatát;

f) - amennyiben a tervezett egyesülés feltételei az egyesülés kapcsán készpénzkifizetésről is rendelkeznek -, a javasolt kifizetés szabályait is, ideértve azt is, hogy a beolvadó ÁÉKBV befektetői mikor és hogyan jutnak hozzá a készpénzkifizetéshez;

g) azt az időszakot, amely alatt a befektetők még jegyezhetik a beolvadó ÁÉKBV kollektív befektetési értékpapírjait, és azok visszaváltását is kérhetik;

h) azt az időpontot, amelytől a 95. § (1) bekezdésében biztosított jogokkal a vonatkozó határidőig nem élő befektetők már az átvevő ÁÉKBV befektetőiként gyakorolhatják jogaikat.

(3) Amennyiben a tájékoztató az egyesülés legfontosabb adatait tartalmazó összefoglaló részt is tartalmaz, az összefoglalóban hivatkozni kell a tájékoztatónak a részletes adatokat tartalmazó részeire.

(4) Ha a beolvadó vagy az átvevő ÁÉKBV kollektív befektetési értékpapírjait a 118. § szerint más EGT-államban is forgalomba hozták, az (1) bekezdés szerinti tájékoztatást az érintett ÁÉKBV fogadó tagállamának hivatalos nyelvén vagy felügyeleti hatóságai által jóváhagyott nyelven is rendelkezésre kell bocsátani. A tájékoztatás fordításának elkészítéséért, a tájékoztatás eredeti nyelven készített változatával megegyező tartalommal, a tájékoztatásra kötelezett ÁÉKBV alapkezelője felel.

92. § (1) A beolvadó ÁÉKBV meglévő befektetői számára lehetővé kell tenni, hogy térítésmentesen hozzájuthassanak az átvevő ÁÉKBV kiemelt befektetői információinak naprakész változatához.

(2) Ha az átvevő ÁÉKBV kiemelt befektetői információi a tervezett egyesülés miatt módosultak, akkor azokat az átvevő ÁÉKBV meglévő befektetői számára is térítésmentesen rendelkezésre kell bocsátani.

93. § A 91. § (1) bekezdése szerinti tájékoztató dokumentum befektetőknek való rendelkezésre bocsátása és az egyesülés hatálybalépése közötti idő-

szakban a tájékoztató dokumentumot és az átvevő ÁÉKBV kiemelt befektetői információinak naprakész változatát minden olyan személy rendelkezésére kell bocsátani, aki megvásárolja vagy jegyzi a beolvadó vagy az átvevő ÁÉKBV kollektív befektetési értékpapírjait, vagy aki elkéri azok bármelyikének kezelési szabályzatát, tájékoztatóját vagy kiemelt befektetői információit.

94. § (1) A 91. § (1) bekezdése szerinti tájékoztató dokumentumot papíron vagy tartós adathordozón kell a befektetők rendelkezésére bocsátani.

(2) Ha a tájékoztatást a befektetők mindegyikének vagy meghatározott körének tartós adathordozón nyújtják, akkor a tájékoztatásnak összhangban kell lennie az adott ÁÉKBV kezelési szabályzatában meghatározott, elektronikus hírközlés útján történő tájékoztatás lehetőségét is magában foglaló tájékoztatási szabályokkal.

(3) A tájékoztatás a befektetőnek akkor adható a (2) bekezdésben meghatározott módon, amennyiben a befektető a papíron vagy tartós adathordozón kapott tájékoztatás lehetősége közül kifejezetten a papírtól eltérő tartós adathordozót választja.

(4) Az e szakasz alkalmazásában az elektronikus hírközlés útján nyújtott tájékoztatás feltétele, hogy a befektető rendszeres internet-hozzáféréssel rendelkezzen. A befektető által az üzletvitel céljából megadott e-mail cím erre vonatkozó bizonyítéknak minősül.

95. § (1) Mind a beolvadó, mind az átvevő ÁÉKBV befektetője kérheti kollektív befektetési értékpapírjainak - az ÁÉKBV által a tőkekivonás fedezeteként visszatartott költségeken kívüli - térítésmentes visszaváltását, vagy ha lehetséges, egy másik, hasonló befektetési politikát folytató, és ugyanazon befektetési alapkezelő, vagy a befektetési alapkezelővel közös vezetés vagy ellenőrzés által, vagy minősített befolyáson keresztül kapcsolatban álló bármely más társaság által kezelt ÁÉKBV kollektív befektetési értékpapírjaira való átváltását. Ez a jog a beolvadó ÁÉKBV és az átvevő ÁÉKBV befektetőit a 90. §-ban és a 91. §-ban foglaltak szerinti a tervezett egyesülésről szóló tájékoztatástól a 97. § szerinti átváltási arány kiszámításának időpontja előtti 5. munkanapig illeti meg.

(2) A befektetők (1) bekezdésben foglalt jogának biztosítása mellett a Felügyelet engedélyezheti a beolvadó, illetve az átvevő ÁÉKBV alapkezelője számára, hogy az egyesülés lebonyolítási idejére felfüggesszék a kollektív befektetési értékpapírok forgalmazását, amennyiben ezt a befektetők érdekeinek védelme indokolja.

96. § Az egyesülés előkészítésével és végrehajtásával kapcsolatos jogi, tanácsadói vagy adminisztratív költségek nem terhelhetők sem az egyesülésben részt vevő ÁÉKBV-kre, sem azok befektetőire.

97. § ÁÉKBV-k hazai egyesülése, továbbá olyan határon átnyúló egyesülések esetében, ahol az átvevő alap magyarországi székhelyű ÁÉKBV, a beolvadó és az átvevő ÁÉKBV kollektív befektetési értékpapírjainak az egyesülés során alkalmazandó átváltási arányát az alábbiak szerint kell megállapítani:

a) az egyesülés hatálybalépésének napjára vonatkozóan kollektív befektetési értékpapír-sorozatonként meg kell állapítani mind a beolvadó, mind az átvevő ÁÉKBV kollektív befektetési értékpapírjainak egy értékpapírra jutó nettó eszközértékét, a beolvadó ÁÉKBV esetén figyelembe véve az esetleges készpénzkifizetéseket;

b) a beolvadó ÁÉKBV nettó eszközértékét az átvevő ÁÉKBV értékelési elveivel azonos módon kell megállapítani;

c) a beolvadó ÁÉKBV adott kollektív befektetési értékpapír sorozatának átváltási aránya az adott sorozat fentiek szerint megállapított egy értékpapírra jutó nettó eszközértékének és az átváltás során adandó átvevő ÁÉKBV kollektív befektetési értékpapír sorozat egy értékpapírra jutó nettó eszközértékének a hányadosa.

98. § (1) ÁÉKBV-k hazai egyesülése, továbbá olyan határon átnyúló egyesülések esetében, ahol az átvevő ÁÉKBV magyarországi székhelyű ÁÉKBV, az egyesülés hatálybalépéséről szóló tájékoztatást e törvény szerint kell közzétenni.

(2) A már hatályba lépett egyesülést utólag nem lehet semmissé nyilvánítani.

99. § (1) A 84. § (1) bekezdés a) pontja szerint lezajlott egyesülés esetében

a) a beolvadó ÁÉKBV összes eszköze és kötelezettsége átszáll az átvevő ÁÉKBV-re;

b) a beolvadó ÁÉKBV befektetői az átvevő ÁÉKBV kollektív befektetési értékpapírjainak tulajdonosaivá válnak; ezenkívül a beolvadó ÁÉKBV-ben lévő kollektív befektetési értékpapírjaik nettó eszközértékének legfeljebb 10%-áig készpénzkifizetésre jogosultak;

c) a beolvadó ÁÉKBV az egyesülés hatálybalépésekor megszűnik.

(2) A 84. § (1) bekezdés b) pontja szerint lezajlott egyesülés esetében

a) a beolvadó ÁÉKBV összes eszköze és kötelezettsége átszáll az újonnan alapított átvevő ÁÉKBV-re;

b) a beolvadó ÁÉKBV befektetői az újonnan alapított átvevő ÁÉKBV befektetőivé válnak; ezen kívül a beolvadó ÁÉKBV-ben lévő kollektív befek-

tetési értékpapírjaik nettó eszközértékének legfeljebb 10%-áig készpénzkifizetésre jogosultak;

c) a beolvadó ÁÉKBV az egyesülés hatálybalépésekor megszűnik.

(3) A 84. § (1) bekezdés c) pontjának rendelkezései szerint lezajlott egyesülés esetében

a) a beolvadó ÁÉKBV nettó eszközértéknek megfelelő értékű eszközei átszállnak az átvevő ÁÉKBV-re;

b) a beolvadó ÁÉKBV befektetői az átvevő ÁÉKBV kollektív befektetési értékpapírjainak a tulajdonosaivá válnak;

c) a beolvadó ÁÉKBV kötelezettségei teljesítéséig továbbra is fennmarad.

(4) Az átvevő ÁÉKBV alapkezelője az egyesülés hatálybalépésének napjára vonatkozóan az alap egyesülést követő vagyonáról egyesülési jelentést készít, amelyet egyeztet az alap letétkezelőjével. A jelentést az egyesülést követő 8 munkanapon belül tájékoztatásul meg kell küldeni a Felügyeletnek, valamint kérésre a befektetők rendelkezésére kell bocsátani. Az egyesülési jelentésnek tartalmaznia kell

a) a beolvadó és az átvevő ÁÉKBV-k eszközeinek és kötelezettségeinek tételes felsorolását és értékét az egyesülés előtt és azt követően;

b) kollektív befektetési értékpapír-sorozatonként az összesített nettó eszközértékeket;

c) a kollektív befektetési értékpapírok darabszámát,

d) az egy kollektív befektetési értékpapírra jutó nettó eszközértéket, és

e) az egyesülés során alkalmazott átváltási arányt.

(5) Az egyesülési jelentést mind a beolvadó ÁÉKBV, mind az átvevő ÁÉKBV alapkezelője és letétkezelője is aláírja, és ezzel felelősséget vállal az abban foglaltak valódiságáért.

XV. Fejezet: A szétválás szabályai

100. § (1) Szétválásnak minősül az olyan művelet:

a) amelynek során egy kollektív befektetési forma vagy annak részalapja megszűnésekor minden eszközét és kötelezettségét kettő vagy több újonnan létrehozott vagy már működő kollektív befektetési formára vagy részalapra ruházza át (a továbbiakban: átvevő kollektív befektetési forma) és cserébe a befektetői az átvevő kollektív befektetési forma megfelelő számú kollektív befektetési értékpapírjaihoz jutnak, vagy

b) amelynek során egy kollektív befektetési forma vagy annak részalapja, anélkül, hogy megszűnne, eszközeinek egy részét átruházza egy vagy több újonnan létrehozott, vagy már működő kollektív befektetési formára, vagy részalapra (a továbbiakban: átvevő kollektív befektetési forma) és cserébe a befektetői az átvevő kollektív befektetési forma megfelelő számú kollektív befektetési értékpapírjaihoz jutnak.

(2) A kollektív befektetési formák szétválására az egyesülés szabályai megfelelően irányadók.

(3) A szétválás következtében létrejövő minden új kollektív befektetési forma esetében az alapítás szabályai irányadók.

XVI. Fejezet: A befektetési jegy

101. § (1) A befektetőknek a befektetési alappal szemben fennálló követelését és egyéb jogait a befektetési alap által forgalomba hozott befektetési jegy testesíti meg.

(2) A befektetési jegy kötelező tartalmi kellékei:

a) a befektetési alap megnevezése;

b) a befektetési jegy sorozat megjelölése;

c) a befektetési alap székhelye, működési formája, lehetséges befektetők köre, fajtája, futamideje, elsődleges eszközkategóriája és harmonizációja szerinti típusa;

d) a befektetési jegy névértéke, értékpapírkódja;

e) a tulajdonos neve;

f) a befektetőnek a befektetési jegyhez fűződő, a befektetési alap kezelési szabályzatában meghatározott jogai;

g) a befektetési alap nyilvántartásba vételének időpontja, nyilvántartási száma;

h) a befektetési alap nevében eljáró befektetési alapkezelő cégneve és székhelye.

(3) A dematerializált befektetési jegy forgalomba hozatalához kiállított okirat a Tpt. 7. § (2) bekezdés c) és d) pontjában meghatározott adatokat nem tartalmazza.

(4) A kockázati, illetve magántőkealap befektetési jegyei összevont címletű befektetési jegyként is előállíthatóak, továbbá a kibocsátást követően - a befektetési jegy tulajdonos kérésére és költségére - összevont címletű befektetési jeggyé alakíthatóak át. A kockázati, illetve magántőkealap összevont címletű befektetési jegye - befektetési jegy tulajdonos kérésére és költségére - utóbb kisebb címletű összevont befektetési jegyekre, illetve az eredeti névértékű befektetési jegyekre bontható.

(5) * A kockázati, illetve magántőkealap kezelési szabályzata előírhatja, hogy a befektetési jegy, illetve az ideiglenes befektetési jegy átruházásához a kockázati tőkealap-kezelő beleegyezése, illetve a többi befektető egyhangú vagy többségi jóváhagyó nyilatkozata szükséges. A kockázati, illetve magántőkealap kezelési szabályzata az átruházáshoz egyéb feltételeket is meghatározhat.

102. § A dematerializált befektetési jegyeket a központi értéktár a befektetési alapkezelő kezdeményezésére, a befektetési alapkezelő által megállapított értéknappal keletkezteti, illetve törli. Nyílt végű befektetési alap által forgalomba hozott befektetési jegy esetében a központi értéktár a forgalmazás-elszámolási napoknak megfelelő gyakorisággal állítja elő, illetve törli a befektetési jegyeket a befektetési alapkezelő, illetve megbízottja utasítása alapján.

XVII. Fejezet: A befektetési jegyek forgalomba hozatala és folyamatos forgalmazása

103. § (1) A befektetési jegy forgalomba hozatalának általános feltétele, hogy a befektetési alapkezelő a befektetési alap kezelési szabályzatát elfogadja.

(2) A nyílt végű befektetési jegyek nyilvános forgalomba hozatalának feltétele, hogy a befektetési alapkezelő a forgalomba hozatali eljárást megelőzően a Felügyelet által jóváhagyott, a 3. melléklet I. Fejezet szerinti kezelési szabályzatot, az 5. mellékletben foglaltaknak megfelelő tartalommal összeállított tájékoztatót, a 130. § szerinti kiemelt befektetői információt, a 104. § szerinti hirdetményt tegyen közzé. Semmis a befektetési jegy jegyzése, ha - a 105. § (1) bekezdésben foglalt kivétellel - a befektetési jegyet a Felügyelet által jóváhagyott tájékoztató, kezelési szabályzat, kiemelt befektetői információ vagy hirdetmény hiányában hozták nyilvánosan forgalomba.

(3) A zárt végű befektetési jegyek nyilvános forgalomba hozatalára a Tpt. Második Részének rendelkezései irányadók.

(4) * A zártkörű befektetési alap befektetési jegyei forgalomba hozatalának feltétele, hogy a befektetési alapkezelő a jegyzést legalább 7 nappal megelőzően a 3. melléklet II. Fejezet szerinti kezelési szabályzatot tegyen hozzáférhetővé lehetséges befektetői számára. A hozzáférhetővé tétel zártkörű befektetési alapok esetén a nyilvánosság kizárása mellett a befektetők részére való közlést jelenti.

(5) Tilos a befektetési jegyek forgalomba hozatalához kapcsolódóan a befektetési jegyeket lejegyző befektetők közötti sorsolás, így a (2) és (4) bekezdés szerinti dokumentumokban és a befektetési alap kereskedelmi kommunikációjában erre vonatkozó információ közzététele.

104. § * A nyilvános nyílt végű befektetési alap befektetési jegyeinek nyilvános forgalomba hozatalát megelőzően hirdetményt kell közzétenni, amely tartalmazza

a) a tájékoztatót jóváhagyó felügyeleti határozat számát és időpontját,

b) a forgalomba hozandó befektetési jegy és a kibocsátó befektetési alap megnevezését,

c) a forgalomba hozandó befektetési jegy mennyiségét (darabszámát), névértékét és értékesítési árát vagy az ármeghatározás módját,

d) a forgalomba hozatali eljárás lebonyolítására rendelkezésre álló időtartamot, a forgalomba hozatali helyeket,

e) a forgalomba hozatal és a befektetési jegyek ellenértéke szolgáltatásának módját és

f) a tájékoztató megjelentetésének, illetve megtekintésének helyét, idejét és módját.

105. § (1) A már nyilvántartásba bejegyzett, nyílt végű befektetési alap újabb befektetési jegy sorozatának forgalomba hozatalához jegyzési eljárás lefolytatása nem kötelező.

(2) A zárt végű befektetési alap a futamideje alatt forgalomba hozatal útján újabb befektetési jegyeket bocsáthat ki.

(3) Befektetési jegyek zárt végű befektetési alapra történő forgalomba hozatala kibocsátási program keretében is történhet. A kibocsátási program keretében egymást követően, akár több alkalommal, értékpapír forgalomba hozatallal kerülnek a befektetési jegyek kibocsátásra úgy, hogy a kibocsátási program alapfeltételeit a befektetési alapkezelő a kibocsátási program indításakor a program feltételeit tartalmazó dokumentumban rögzíti, és az egyes részkibocsátások során a kibocsátási program keretében végleges feltételekben határozza meg az adott forgalomba hozatal egyedi adatait. Nyilvános alapok esetében a kibocsátási program keretében történő egyes kibocsátások végleges feltételeihez a Felügyelet engedélye nem szükséges, a befektetési alapkezelő köteles azonban a végleges feltételeket az adott forgalomba hozatalt megelőzően legalább 10 nappal a Felügyelet részére tájékoztatásul megküldeni.

106. § (1) A forgalmazó köteles - a kezelési szabályzatban meghatározott határidő figyelembevételével - tájékoztatni a befektetési alapkezelőt és a letétkezelőt a befektetési jegyekre vonatkozó vételi és visszaváltási megbízások összegéről vagy darabszámáról, valamint - amennyiben ezt a tájékoztató vagy a kezelési szabályzat lehetővé teszi és a forgalmazó és a befektetési alapkezelő erről megállapodott -, a befektetési alapkezelőt a befektetők és képviselőik forgalmazó által felvett adatairól. Az ilyen adattovábbítás

nem minősül a Tpt. szerinti értékpapírtitok vagy az üzleti titok megsértésének. A befektetési alapkezelő a jelen bekezdés alapján a részére átadásra kerülő adatokat kizárólag az értékpapírtitokra vonatkozó rendelkezések keretében, a befektetési alapkezelési tevékenységéhez szükséges célra, különösen a befektetők tájékoztatása, a befektetési alapkezelő vagy a befektetési alapok kereskedelmi kommunikációja céljára használhatja fel.

(2) Ha a befektetési alapkezelő a forgalomba hozandó befektetési jegy mennyiségére felső korlátot állapított meg (forgalomba hozatali maximum), annak elérésekor a jegyzést a forgalmazó lezárja.

107. § (1) A nyílt végű befektetési alap által forgalomba hozott befektetési jegyek befektetők részére történő folyamatos forgalmazására a befektetési alapkezelő, illetve az általa megbízott egy vagy több forgalmazó jogosult. A folyamatos forgalmazás során leadott vételi és visszaváltási megbízások teljesítéséért a befektetők felé a forgalmazást végző felel.

(2) A 106. § (1) bekezdés rendelkezései értelemszerűen irányadók a befektetési jegyek folyamatos forgalmazására is.

108. § (1) Nyilvános nyílt végű befektetési alapok esetében - a forgalmazás felfüggesztésének és szüneteltetésének eseteit, továbbá az érintett forgalmazó vonatkozásában a forgalmazó ügyfélfogadásának szüneteltetését kivéve - a befektetési alap futamideje alatt a forgalmazó, illetve - amennyiben a befektetési alapkezelő végez a befektetők felé közvetlen forgalmazási tevékenységet - a befektetési alapkezelő minden munkanapon köteles elfogadni a befektetési jegyre vonatkozó vételi és visszaváltási megbízásokat.

(2) A befektetők által leadott és a kezelési szabályzatban meghatározott adott időpontig beérkezett vételi és visszaváltási megbízásokat a szabályzatban meghatározott forgalmazás-elszámolási napra vonatkozóan kell elszámolni, továbbá az elszámolt megbízások ellenértékét a szabályzatban meghatározott forgalmazás-teljesítési napig kell a befektetők számára jóváírni, kifizetni.

(3) Nyilvános nyílt végű értékpapíralap esetében legalább heti egy, ezen belül a nyilvános nyílt végű származtatott alapok és alapok alapja esetében legalább havonta egy, zártkörű nyílt végű alap esetében legalább negyedévente egy forgalmazás-elszámolási napot kell biztosítani. A nyilvános nyílt végű alapok esetében a forgalmazás-teljesítési nap nem lehet későbbi, mint a forgalmazás-elszámolási napot követő 10. nap. Ha egy befektetési alap befektetési politikája szerint eszközeinek több mint húsz százalékát egy adott másik alapba fekteti, választhatja azt, hogy a forgalmazási szabályai egyezzenek meg a portfóliójában több mint 20%-ot képviselő alap forgalmazási szabályaival.

(4) Amennyiben a forgalmazás-elszámolási nap, illetve a forgalmazás-teljesítési nap az eladás, illetve a visszaváltás felfüggesztésének vagy szünetelésének napjára esik, a határidő az azt követő első olyan forgalmazás-elszámolási, illetve forgalmazás-teljesítési nap, amikor a megbízás irányának megfelelő forgalmazás felfüggesztése megszűnik. Amennyiben a befektetőnek a befektetési jegyek vételére, illetve visszaváltására vonatkozó megbízása az előbbiek alapján függőben van, úgy a befektető jogosult a megbízását írásban visszavonni. A megbízás visszavonása esetén a befektető terhére díj vagy költség nem számítható fel.

(5) Nyilvános nyílt végű befektetési alap esetében az alapkezelő a visszaváltási feltételeket a befektetők számára hátrányosan kizárólag úgy módosíthatja, hogy a kezelési szabályzat ilyen tartalmú módosításáról a befektetőket a módosulás hatálybalépését legalább 30 nappal és legalább egy forgalmazás-elszámolási nappal megelőzően tájékoztatja.

109. § (1) A befektetési jegyek vételekor és visszaváltásakor a befektetési jegyek ellenértéke pénzben, illetve - amennyiben a kezelési szabályzat kifejezetten lehetőséget biztosít rá, és meghatározza feltételeit - részben vagy egészben egyéb, az alap befektetési politikájának megfelelő eszközök formájában is szolgáltatható. Ez utóbbi esetben visszaváltáskor a befektetési jegyek ellenértékét képező eszközök összetételét az adott eszközöknek az alap portfóliójában meglévő arányának megfelelően kell megállapítani.

(2) A folyamatos forgalmazás során a befektető terhére forgalmazási (vételi, illetve visszaváltási) díj, jutalék számítható fel, amely - részben vagy egészben, a kezelési szabályzatban foglaltak szerint - a befektetési alapot, a folyamatos forgalmazásban közreműködő forgalmazót vagy a befektetési alapkezelőt illeti. Nem sérti az egyenlő elbánás elvét az, ha a folyamatos forgalmazásért a befektetők felé felszámított díj, jutalék mértékét a forgalmazást végzők határozzák meg, illetve ha a befektetési alapkezelő az egyes forgalmazókkal eltérő szerződéses feltételekkel állapodik meg.

110. § (1) Ha a befektetési alapkezelő a forgalomban lévő befektetési jegy mennyiségére felső korlátot állapított meg (forgalmazási maximum), annak elérésekor a befektetési jegyek forgalomba hozatalára addig nem kerül sor, amíg a befektetési jegyek mennyisége a forgalmazási maximum alá nem csökken.

(2) A tájékoztatóban és a kiemelt befektetetői információban közölni kell az értékesítés újraindításának pontos feltételeit. A forgalmazási maximum elérését, a befektetési jegyek forgalomba hozatalának (1) bekezdés szerinti szünetelését, illetve újraindítását közzé kell tenni.

111. § A zártkörű nyílt végű befektetési alap befektetési jegyeinek folyamatos forgalmazására vonatkozó szabályokat a befektetési alap kezelési szabályzata határozza meg.

36. Közvetítő igénybevétele a folyamatos forgalmazás során

112. § A befektetési jegyek forgalmazója a befektetési jegyek értékesítésére, illetve visszaváltására közvetítőt vehet igénybe. A közvetítőre alkalmazni kell a Bszt. 111-116. §-ában, a 123. § (1) bekezdés e) pontjában, a 123. § (4) bekezdés a) pontjában, valamint a 159. § (2)-(4) bekezdésében foglaltakat. A forgalmazó az általa igénybe vett közvetítő tevékenységéért a befektetők felé, mint a sajátjáért felel.

37. A befektetési jegyek folyamatos forgalmazásának szünetelésére és felfüggesztésére vonatkozó általános szabályok

113. § (1) A befektetési jegyek folyamatos forgalmazása legfeljebb 3 munkanapra szüneteltethető, amennyiben a befektetési jegyek értékesítése, illetve visszaváltása a befektetési alapkezelő, a letétkezelő, a forgalmazó vagy a központi értéktár működési körében felmerülő okokból nem végezhető. A szünetelésről rendkívüli közzététel útján kell tájékoztatni a befektetőket és haladéktalanul a Felügyeletet.

(2) A befektetési jegyek forgalomba hozatala szünetel a 110. § (1) bekezdésében meghatározott esetben.

114. § (1) A befektetési alapkezelő a folyamatos forgalmazást - az értékesítést és a visszaváltást egyaránt -, akkor függesztheti fel, ha

a) a befektetési alap adott sorozata szerinti nettó eszközértéke nem állapítható meg, így különösen, ha a befektetési alap saját tőkéje több mint 10%-ára vonatkozóan az adott eszközök forgalmát felfüggesztik, vagy egyéb ok miatt nem áll rendelkezésre értékelésre alkalmas piaci árfolyam-információ;

b) a befektetési jegyek értékesítése vagy visszaváltása a befektetési alapkezelő, a letétkezelő, a forgalmazó vagy a központi értéktár - működési körében felmerülő okokból nem végezhető és ezen akadály fennálltának időtartama alatt várhatóan meghaladja vagy már meghaladta a folyamatos forgalmazás szüneteltetésének a 113. § (1) bekezdésben meghatározott leghosszabb időtartamát;

c) a befektetési alap nettó eszközértéke negatívvá vált.

(2) A befektetési alapkezelő a befektetési jegyek visszaváltását felfüggesztheti, ha a leadott visszaváltási megbízások alapján a befektetési jegyeknek olyan mennyiségét kívánják visszaváltani, amely miatt a befektetési alap

likviditása - figyelembe véve a befektetési alap eszközeinek értékesítésére rendelkezésre álló időt - veszélybe kerül.

(3) A befektetési alapkezelő az (1) és (2) bekezdésekben meghatározott felfüggesztésről rendkívüli közzététel útján haladéktalanul tájékoztatja a befektetőket, a Felügyeletet, továbbá valamennyi olyan EGT-állam felügyeleti hatóságát, ahol a befektetési jegyet forgalmazzák.

115. § (1) A Felügyelet a befektetők érdekében felfüggesztheti a befektetési jegyek folyamatos forgalmazását, amennyiben:

a) a befektetési alapkezelő nem tesz eleget tájékoztatási kötelezettségének, vagy

b) a befektetési alap működésének törvényben előírt feltételei nem biztosítottak.

(2) A Felügyelet a befektetési alapkezelő intézkedésének hiányában felfüggesztheti a befektetési jegyek folyamatos forgalmazását a 114. § (1) bekezdésében meghatározott esetekben, valamint a befektetési jegyek visszaváltását a 114. § (2) bekezdésében meghatározott esetben.

116. § (1) A felfüggesztés időtartama ingatlanalap esetében legfeljebb 1 év, minden egyéb befektetési alap esetében legfeljebb 30 nap, azzal, hogy az eszközeit a kezelési szabályzatában meghatározott befektetési politikája szerint legalább 20%-ban más befektetési alapba fektető befektetési alap esetében a felfüggesztés időtartama a mögöttes befektetési alap felfüggesztési szabályaihoz igazodik. A Felügyelet indokolt esetben a befektetési alapkezelő kérelmére a felfüggesztést további, legfeljebb 1 évig terjedő időtartammal meghosszabbíthatja.

(2) A befektetési jegyek forgalmazását a forgalmazás felfüggesztését kiváltó ok megszűnését követően, vagy amennyiben azt a Felügyelet határozatban elrendeli, haladéktalanul folytatni kell.

(3) A befektetési alap nettó eszközértékét - a 114. § (1) bekezdés a) pontjában foglalt eset kivételével - a felfüggesztés ideje alatt is meg kell állapítani és közzé kell tenni.

XVIII. Fejezet: Kollektív befektetési értékpapírok határon átnyúló forgalomba hozatala és folyamatos forgalmazása

38. ÁÉKBV által forgalomba hozott kollektív befektetési értékpapírok más EGT-államban történő forgalomba hozatala

117. § A magyarországi székhelyű ÁÉKBV befektetési jegye más EGT-államban is forgalomba hozható, valamint folyamatosan forgalmazható, amennyiben

a) a másik EGT-államban megfelelő forgalmazó helyek állnak rendelkezésre a befektetési jegy eladására, visszaváltására, a befektetők számára történő kifizetések lebonyolítására, és

b) az ÁÉKBV kezelési szabályzata, a tájékoztató és a kiemelt befektetői információ, valamint az éves és féléves jelentés az adott ország bármelyik hivatalos nyelvén vagy az adott ország felügyeleti hatóságai által elismert nyelven, legalább az ÁÉKBV alapkezelő honlapján a befektetők rendelkezésére áll.

118. § (1) A befektetési alapkezelő a más EGT-államban történő befektetési jegy forgalmazási szándékáról bejelentő levelet küld a Felügyeletnek. Az 584/2010/EU rendeletben meghatározottaknak megfelelően elkészített bejelentő levél tartalmazza az ÁÉKBV befektetési jegyének a fogadó tagállamban történő forgalmazásának tervezett módozatait - beleértve a részvényosztályokról szóló tájékoztatást is - és a forgalmazó megnevezését. A bejelentéshez elektronikus formában mellékelni kell a 117. § b) pontjában meghatározott iratokat.

(2) Az (1) bekezdésben meghatározott iratokat - az ÁÉKBV értesítésével egyidejűleg - a Felügyelet 10 munkanapon belül eljuttatja azon EGT-állam felügyeleti hatóságainak, amelyben az ÁÉKBV befektetési jegyét forgalmazni tervezik. A dokumentációhoz az 584/2010/EU rendelet által előírt formátumú és tartalmú igazolást csatol arról, hogy az ÁÉKBV teljesíti az ÁÉKBV-irányelv szabályainak a magyar jogrendbe történő átvétele alapján előírt feltételeket. Az ÁÉKBV által forgalomba hozott befektetési jegyek az értesítés kézhezvételének időpontjától hozhatók forgalomba, illetve forgalmazhatók a fogadó tagállamban. A bejelentési eljárás egyéb részleteivel kapcsolatban a Felügyelet és az ÁÉKBV az 584/2010/EU rendeletben előírtak figyelembevételével jár el.

(3) Az (1) és (2) bekezdésben meghatározott bejelentő levelet és igazolást - a Felügyelet és a fogadó tagállam felügyeleti hatósága közötti eltérő megállapodás kivételével - a nemzetközi pénzügyi piacokon általában használt nyelven kell rendelkezésre bocsátani.

(4) Az ÁÉKBV az (1) bekezdés szerint a bejelentéshez mellékelt dokumentumokat köteles naprakészen tartani és azok módosulásáról, illetve elektronikus elérési módjáról, a (3) bekezdésben meghatározott nyelven haladéktalanul tájékoztatja a fogadó tagállam felügyeleti hatóságát. A forgalmazással kapcsolatos rendelkezések vagy a forgalmazni kívánt részvényosztályok változása esetén az ÁÉKBV a változások hatálybalépése előtt 10 nappal köteles értesíteni a fogadó tagállam felügyeleti hatóságát.

39. Más EGT-államban engedélyezett ÁÉKBV kollektív befektetési értékpapírjainak belföldi forgalomba hozatala

119. § (1) Más EGT-államban engedélyezett ÁÉKBV által forgalomba hozott kollektív befektetési értékpapír magyarországi forgalomba hozatalához, illetve folyamatos forgalmazásához az ÁÉKBV-nek a nyilvántartásba vételi helye szerinti előírásoknak kell megfelelnie azzal, hogy Magyarországon is a befektetők rendelkezésére kell bocsátani minden olyan információt és dokumentumot, amit az ÁÉKBV székhely szerinti tagállamában a befektetők rendelkezésére kell bocsátania. A kiemelt befektetői információt magyar nyelven, az egyéb információkat és dokumentumokat az ÁÉKBV választása szerint magyar nyelven, a Felügyelet által elfogadott nyelven vagy a nemzetközi pénzügyi piacokon általában használt nyelven kell elkészíteni. A kiemelt befektetői információt a befektető erre irányuló kérése esetén a szerződés megkötésekor díjmentesen, írásbeli formában át kell adni.

(2) Az (1) bekezdésben meghatározott követelmények az ott meghatározott információk és dokumentumok módosítása esetén is megfelelően alkalmazandók.

(3) Az ÁÉKBV székhely szerinti tagállama által lefolytatott bejelentési eljárást követően a forgalmazásra vonatkozó előkészületek megfelelőségének ellenőrzése céljából az ÁÉKBV a forgalmazás megkezdése előtt köteles megküldeni a Felügyelet részére az ÁÉKBV és a forgalmazó között létrejött forgalmazási szerződést, amennyiben a forgalmazást nem a befektetési alapkezelő látja el. Amennyiben magyarországi székhelyű közvetítő igénybevételére is sor kerül, úgy a közvetítővel kötött szerződés benyújtása is kötelező. Magyarországi székhelyű forgalmazó hiányában magyarországi székhelyű közvetítő igénybevétele kötelező.

(4) A forgalmazással kapcsolatos intézkedésekre vonatkozó információ változása vagy a forgalmazni kívánt részvényosztályokkal kapcsolatos változás esetén a változás végrehajtása előtt az ÁÉKBV írásban értesíti a Felügyeletet. Az ÁÉKBV szintén értesíti a Felügyeletet a 117. § b) pontjában meghatározott dokumentumok módosításairól, és közli, hogy e dokumentumok hol érhetők el elektronikusan.

(5) A Felügyelet honlapján magyarázó leírás és forrásdokumentumokra mutató hivatkozások vagy linkek kombinálásával magyar és a nemzetközi pénzügyi piacokon általában használt nyelven közzéteszi a más EGT-államban engedélyezett ÁÉKBV kollektív befektetési értékpapírjainak belföldi forgalomba hozatalához szükséges lényeges jogszabályokat és rendelkezéseket.

(6) A Felügyelet az (5) bekezdésben meghatározott rendelkezések közül legalább az alábbiakat teszi közzé:

a) a folyamatos forgalmazás definíciója;

b) a kereskedelmi kommunikáció tartalmára, formájára és megjelenítési módjára vonatkozó követelmények;

c) a befektetők számára közzéteendő információk;

d) a forgalmazásra vonatkozó szabályok;

e) a Felügyeletnek megküldött jelentésekre vagy információk továbbítására vonatkozó követelmények, és az előírt dokumentumok frissített verziónak benyújtási eljárása;

f) a Felügyelet részére a forgalmazással kapcsolatban fizetendő díjak;

g) a befektetők részére történő kifizetésekkel, a kollektív befektetési értékpapír visszaváltásával, és az ÁÉKBV által kötelezően nyújtandó tájékoztatás elérhetőségével kapcsolatos követelmények;

h) az ÁÉKBV által folytatott forgalmazás megszüntetésének feltételei;

i) az 584/2010/EU bizottsági rendelet 1. cikkében említett bejelentő levélben feltüntetendő információk részletes tartalma;

j) a (4) bekezdésben meghatározott bejelentési kötelezettség teljesítésére szolgáló e-mail cím.

40. ABAK által kezelt más EGT-államban engedélyezett uniós ABA kollektív befektetési értékpapírjainak belföldi forgalmazása

120. § (1) Magyarországi székhelyű ABAK az általa kezelt más EGT-államban engedélyezett uniós ABA kollektív befektetési értékpapírjait Magyarországon szakmai befektetők számára forgalmazhatja, amint az e §-ban megállapított feltételek teljesülnek.

(2) Amennyiben az ABAK által kezelt uniós ABA gyűjtő-ABA, az (1) bekezdés szerinti forgalmazási jog feltétele, hogy a cél-ABA is olyan uniós ABA legyen, amelyet egy engedélyezett uniós ABAK kezel.

(3) Az ABAK minden általa forgalmazni kívánt uniós ABA-ról a 14. mellékletben meghatározott információkat tartalmazó értesítést nyújt be a Felügyeletnek.

(4) A Felügyelet a (3) bekezdésben meghatározott hiánytalan értesítés kézhezvételét követő 20 munkanapon belül tájékoztatja az ABAK-ot arról, hogy megkezdheti-e a (3) bekezdés szerinti értesítésben megnevezett ABA kollektív befektetési értékpapírjainak belföldi forgalmazását. A Felügyelet kizárólag abban az esetben tilthatja meg az ABA kollektív befektetési értékpapírjainak belföldi forgalmazását, ha az ABAK nem e törvény rendelkezéseinek megfelelően kezeli az ABA-t, vagy ha az ABAK nem felel meg e törvény rendelkezéseinek. Az ABAK a Felügyelet erre vonatkozó értesítésének napjától kezdheti

meg az ABA kollektív befektetési értékpapírjainak belföldi forgalmazását. A Felügyelet az ABA letelepedése szerinti tagállam felügyeleti hatóságait is tájékoztatja arról, hogy az ABAK megkezdheti az ABA kollektív befektetési értékpapírjainak forgalmazását Magyarországon.

(5) A (3) bekezdésnek megfelelően közölt bármelyik adat lényeges megváltozása esetén az ABAK írásbeli értesítést küld e változásról a Felügyeletnek a tervezett változtatás végrehajtása előtt legalább egy hónappal vagy valamely nem tervezett változtatás után közvetlenül. Ha a tervezett változtatás következtében az ABAK már nem az e törvénynek megfelelő módon kezelné az ABA-t, vagy az ABAK már nem felelne meg e törvénynek, a Felügyelet késedelem nélkül tájékoztatja az ABAK-ot arról, hogy a változtatást nem hajthatja végre. Ha a tervezett változtatást ennek ellenére végrehajtják, vagy ha olyan nem tervezett változtatásra került sor, amelynek következtében az ABAK már nem e törvénynek megfelelő módon kezelné az ABA-t, vagy az ABAK már nem felelne meg e törvénynek, a Felügyelet meghozza a szükséges intézkedéseket, beleértve az ABA kollektív befektetési értékpapírjai forgalmazásának megtiltását is.

(6) Az (1) bekezdéstől eltérően a Felügyelet engedélyezi az ABAK által kezelt más EGT-államban engedélyezett uniós ABA kollektív befektetési értékpapírjainak forgalmazását Magyarországon lakossági befektetők számára is, amennyiben a következő feltételek teljesülnek:

a) az uniós ABA-t a Felügyelet a lakossági befektetőknek forgalmazható Magyarországon bejegyzett ABA típussal egyenértékűnek minősíti,

b) az uniós ABA kollektív befektetési értékpapírjai forgalmazása során betartja a XVII. fejezet rendelkezéseit.

41. ABAK által kezelt uniós ABA kollektív befektetési értékpapírjainak más EGT-államban történő forgalmazása

121. § (1) Magyarországi székhelyű ABAK az általa kezelt uniós ABA kollektív befektetési értékpapírjait más EGT-állam szakmai befektetői számára forgalmazhatja, amint az e §-ban megállapított feltételek teljesülnek.

(2) Amennyiben az ABAK által kezelt uniós ABA gyűjtő-ABA, az (1) bekezdés szerinti forgalmazási jog feltétele, hogy a cél-ABA is olyan uniós ABA legyen, amelyet egy engedélyezett uniós ABAK kezel.

(3) Az ABAK minden általa forgalmazni kívánt uniós ABA-ról a 15. mellékletben meghatározott információkat tartalmazó értesítést nyújt be a Felügyeletnek.

(4) A (3) bekezdésben meghatározott iratokat - az ABAK értesítésével egyidejűleg - a Felügyelet legkésőbb a hiánytalan értesítés kézhezvételét követő 20 munkanapon belül továbbítja azt azon EGT-állam felügyeleti hatósá-

gainak, amelyben az ABA kollektív befektetési értékpapírjait forgalmazni szándékozzák. Erre a továbbításra csak akkor kerül sor, ha az ABAK e törvény rendelkezéseinek megfelelően kezeli az ABA-t, illetve minden tekintetben megfelel e törvény előírásainak. A Felügyelet csatolja az arra vonatkozó igazolást, hogy az érintett ABAK számára engedélyezte az ABA adott befektetési stratégiával történő kezelését.

(5) Az ABAK a Felügyelet értesítése időpontjától kezdheti meg az ABA kollektív befektetési értékpapírjai forgalmazását az ABAK fogadó tagállamaiban. Amennyiben azok különbözőek, a Felügyelet az ABA letelepedése szerinti tagállam felügyeleti hatóságait is tájékoztatja arról, hogy az ABAK megkezdheti az ABA kollektív befektetési értékpapírjainak forgalmazását az ABAK fogadó tagállamában.

(6) A 15. melléklet h) pontjában említett intézkedések az ABAK fogadó tagállamainak jogszabályai és felügyelete alá tartoznak.

(7) A (3) bekezdés szerinti értesítést és a (4) bekezdés szerinti igazolást a nemzetközi pénzügyi piacokon általában használt nyelven kell rendelkezésre bocsátani. A Felügyelet elektronikus formában fogadja és továbbítja a (4) bekezdésben említett dokumentumokat.

(8) A (3) bekezdésnek megfelelően közölt bármelyik adat lényeges megváltozása esetén az ABAK írásbeli értesítést küld e változásról a Felügyeletnek a tervezett változtatás végrehajtása előtt legalább egy hónappal vagy valamely nem tervezett változtatás után közvetlenül. Ha a tervezett változtatás következtében az ABAK már nem az e törvénynek megfelelő módon kezelné az ABA-t, vagy az ABAK már nem felelne meg e törvénynek, a Felügyelet késedelem nélkül tájékoztatja az ABAK-ot arról, hogy a változtatást nem hajthatja végre. Ha a tervezett változtatást ennek ellenére végrehajtják, vagy ha olyan nem tervezett változtatásra került sor, amelynek következtében az ABAK már nem e törvénynek megfelelő módon kezelné az ABA-t, vagy az ABAK már nem felelne meg e törvénynek, a Felügyelet meghozza a szükséges intézkedéseket, beleértve az ABA kollektív befektetési értékpapírjai forgalmazásának megtiltását is. Ha a változtatások elfogadhatók, mert nem befolyásolják azt, hogy az ABAK e törvény rendelkezéseinek megfelelően kezeli-e az ABA-t, vagy hogy az ABAK megfelel-e e törvénynek, a Felügyelet ezekről a változásokról késedelem nélkül tájékoztatja a fogadó tagállam felügyeleti hatóságait.

42. ABAK által kezelt nem uniós ABA kollektív befektetési értékpapírjainak belföldi forgalmazása

122. § (1) Magyarország területén az ABAK az általa kezelt nem uniós ABA vagy a 120. § (2) bekezdésében foglalt előírásokat nem teljesítő uniós gyűjtő-ABA kollektív befektetési értékpapírjait szakmai befektetők részére forgalmazhatja, ha:

a) az ABAK - a 64. § kivételével, de annak biztosításával, hogy egy vagy több az ABAK-tól eltérő intézmény kerüljön kijelölésre a 64. § (7)-(9) bekezdésében felsorolt feladatok elvégzésére - teljesíti az e törvényben megállapított valamennyi követelményt;

b) a rendszerkockázat felügyelete céljából és a nemzetközi standardokkal összhangban a Felügyelet, valamint a nem uniós ABA letelepedése szerinti harmadik ország felügyeleti hatóságai között megfelelő együttműködési megállapodás van hatályban a hatékony információcsere biztosítása érdekében, amely lehetővé teszi a Felügyelet számára, hogy e törvény előírásainak megfelelően végezze a feladatát;

c) a nem uniós ABA letelepedése szerinti harmadik ország nem szerepel a FATF-fal nem együttműködő országok és területek listáján.

(2) Az (1) bekezdés a) pontja alapján a 64. § (7)-(9) bekezdésében felsorolt feladatok elvégzésére kijelölt intézményt bejelenti a Felügyelet részére.

(3) A Felügyelet az (1) bekezdés szerinti, a harmadik ország felügyeleti hatóságaival kötendő együttműködési megállapodást az ABAK-rendelet 113-115. cikkében előírt követelmények figyelembe vételével köti meg.

43. *

123. § *

XIX. Fejezet: A nettó eszközérték, a befektetőknek történő kifizetések általános szabályai, az illikvid eszközök elkülönítése

44. A nettó eszközérték megállapításának általános szabályai

124. § (1) A befektetőknek a befektetetési alappal szemben fennálló követelése értékét a befektetési alap nettó eszközértéke határozza meg. A befektetési jegyek forgalomba hozatala, folyamatos forgalmazása vagy bevonása során a befektetési jegyek vételi és visszaváltási árfolyamát a befektetési jegyek aktuális egy jegyre jutó nettó eszközértéke alapján kell megállapítani.

(2) A befektetési alap nettó eszközértékét és az egy befektetési jegyre jutó nettó eszközértéket befektetési jegy sorozatonként, a befektetési alap eszközeire vonatkozó lehető legfrissebb piaci árfolyam-információk alapján, illetve illikvid eszközök esetén szakértői becslés alapján a befektetési alap kezelési szabályzatában írtak szerint kell meghatározni.

(3) A befektetési alap nettó eszközértékét a kezelési szabályzatban foglaltak alapján a letétkezelő, az értékbecslő vagy az ABAK állapítja meg.

(4) A befektetési alapkezelő köteles minden, a befektetési alap nettó eszközértékének megállapításához szükséges dokumentumot a nettó eszközérték megállapításának rendszerességéhez igazodva, késedelem nélkül megküldeni a letétkezelőnek, illetve az értékbecslőnek.

125. § (1) A nyílt végű befektetési alap nettó eszközértékét és az egy befektetési jegyre jutó nettó eszközértéket minden forgalmazás-elszámolási napra, de legalább hetente egyszer meg kell állapítani.

(2) A nyilvános zárt végű értékpapír-befektetési alap nettó eszközértékét és az egy befektetési jegyre jutó nettó eszközértéket legalább hetente egyszer meg kell állapítani.

(3) A tőzsdére bevezetett értékpapír-befektetési alapok nettó eszközértékét és az egy befektetési jegyre jutó nettó eszközértéket minden tőzsdei kereskedési napra meg kell állapítani.

(4) Minden egyéb értékpapír-befektetési alap nettó eszközértékét és az egy befektetési jegyre jutó nettó eszközértéket legalább havonta egyszer meg kell állapítani.

45. Eljárás a nettó eszközérték-számításban bekövetkezett hiba esetén

126. § (1) A befektetési alap nettó eszközértéke számításában bekövetkezett hiba esetén a hibás nettó eszközértéket a hiba feltárását követő legközelebbi nettó eszközérték megállapításkor a hiba bekövetkezésének időpontjára visszamenőleges hatállyal javítani kell, amennyiben a hiba mértéke meghaladja a befektetési alap nettó eszközértékének egy ezrelékét. A javítás során a megállapított hiba bekövetkezésének időpontjában érvényes mértékének megfelelően kell módosítani a nettó eszközértéket minden olyan napra vonatkozóan, amelyet a feltárt hiba a későbbiek során érintett. A javított nettó eszközértéket közzé kell tenni.

(2) Nem minősül hibának az olyan hibás piaci árfolyam és adatközlés, amely nem a befektetési alapkezelő vagy a letétkezelő érdekkörében merült fel, feltéve, hogy a befektetési alapkezelő és a letétkezelő a tőle elvárható gondossággal járt el a nettó eszközérték megállapítása során.

(3) Ha befektetési jegy forgalmazására hibás nettó eszközértéken került sor, a hibás és a helyes nettó eszközérték szerint számított forgalmazási ár közötti különbséget a befektetővel a hiba feltárásától számított 30 napon belül el kell számolni, kivéve, ha

a) a hibás nettó eszközérték-számítás miatti, egy befektetési jegyre jutó forgalmazási árkülönbség mértéke nem éri el a helyes nettó eszközértéken egy befektetési jegyre számított forgalmazási ár egy ezrelékét, illetve - ha a kezelési szabályzat ennél kisebb értéket határoz meg - a kezelési szabályzatban megállapított értéket,

b) a hibás és a helyes nettó eszközértéken számított forgalmazási ár különbségéből származó elszámolási kötelezettség összegszerűen nem haladja meg befektetőnként az egyezer forintot, illetve - ha a kezelési szabályzat ennél kisebb értéket határoz meg - a kezelési szabályzatban megállapított összeget, vagy

c) a befektetési alapkezelő a nettó eszközérték-számításában feltárt hiba esetén, annak javítása eredményeképpen a befektetési jegy forgalmazási árában keletkező különbségből adódó elszámolási kötelezettség kapcsán a befektetőt terhelő visszatérítési kötelezettségtől eltekint azzal, hogy ez esetben a befektetési alapot ért vagyoncsökkenést a befektetési alapkezelő vagy a letétkezelő pótolja a befektetési alap számára.

46. A befektetők részére történő kifizetések

127. § (1) A befektetési alap futamideje alatt a befektetési alapkezelő a befektetési alap eszközeiből a befektetők felé kifizetést teljesíthet a befekte-

tési alap tőkenövekményéből történő hozamkifizetés formájában, vagy az alapnak a befektetési jegyek névértéke által megtestesített tőkéjének terhére. Utóbbi esetben a kifizetés történhet a befektetési jegyek névértékének leszállításával is.

(2) A kifizetés feltételeiről és eljárásáról a kezelési szabályzat rendelkezik. A kifizetéseket befektetési jegy sorozaton belül azonos feltétellel kell teljesíteni.

(3) Az (1) bekezdés szerinti kifizetés befektetők felé történő teljesítése a forgalmazó feladata és felelőssége.

47. A befektetési alap illikviddé vált eszközeinek elkülönítése

128. § (1) Nyílt végű értékpapír-befektetési alap esetében, ha a befektetési alap eszközeinek 5%-át meghaladó része illikviddé vált, a befektetési alapkezelő a befektetők közötti egyenlő elbánás elvének biztosítása és a folyamatos forgalmazás fenntartása érdekében dönthet az illikviddé vált eszközöknek a befektetési alap portfólióján, illetve az azokat megtestesítő befektetési jegyeknek a befektetési jegyek állományán belül történő elkülönítéséről.

(2) Jelen szakasz vonatkozásában illikvidnek minősül az az eszköz, amely az adott piaci körülmények között nem, vagy a piaci forgalomnak a szokásos feltételekhez képest jelentős visszaesése miatt csak aránytalanul nagy veszteséggel lenne értékesíthető, figyelemmel a befektetési jegyek visszaváltási szabályaira is.

(3) Az elkülönítésről szóló döntést követően az illikvidnek minősített eszközöket a nettó eszközérték-számítás során a befektetési alap egyéb eszközeitől elkülönítetten kell nyilvántartani. Ezzel együtt a befektetési alap által forgalomba hozott befektetési jegyeket befektetőnként olyan arányban kell megosztani, amilyen arányt az illikvid eszközök az alap nettó eszközértékén belül képviselnek. A megosztást követően az illikvid eszközöket megtestesítő befektetési jegyeket „IL” sorozatjellel kell ellátni.

(4) Az illikviddé vált eszközöket a nettó eszközérték-számítás szempontjából elkülönítetten kell nyilvántartani, az eszközök kezelésével kapcsolatos költségeket ezen eszközportfólióval szemben lehet elszámolni. Amennyiben a felmerülő költségek az illikvid eszközportfólióval szemben nem teljesíthetők, úgy e költségeket átmenetileg a befektetési alapkezelő viseli. Az illikvid eszközportfólió terhére sem alapkezelői, sem letétkezelői, sem forgalmazási díj vagy jutalék nem számítható fel. Az „IL” sorozatjellel ellátott befektetési jegyek árfolyamát az illikvid eszközportfólióban nyilvántartott eszközök és kötelezettségek figyelembevételével kell megállapítani és közzétenni a nettó eszközérték-számításra vonatkozó általános szabályok szerint.

(5) Az „IL” sorozatjellel ellátott befektetési jegyek nem visszaválthatóak, kivéve, ha a befektetési alapkezelő felajánlja a lehetőségét és a befektető hozzájárul ahhoz, hogy a visszaváltás ellenértékét a befektetési alapkezelő az „IL” sorozatjellel ellátott befektetési jegyek mögöttes eszközeivel teljesítse.

(6) Az elkülönítésre okot adó körülmények megszűnését követően az elkülönítés részben vagy egészben történő megszüntetéséről a befektetési alapkezelő dönt, amelynek során az „IL” sorozatjelű befektetési jegyeket az alap befektetési jegyeire cseréli, a befektetési jegyek aktuális árfolyamainak megfelelő átváltási arány szerint.

(7) Az eszközök elkülönítéséről, az elkülönítés részben vagy egészben történő megszüntetéséről, illetve az ezzel kapcsolatos döntés indokáról a befektetési alapkezelő a rendkívüli tájékoztatás szabályai szerint tájékoztatja a befektetőket és a Felügyeletet. A befektetési alap éves, féléves jelentésében részletes tájékoztatást kell adni az elkülönített eszközök összetételéről.

(8) A befektetési alapkezelő a befektetési alap befektetési jegyeinek forgalmazását az elkülönítésről szóló döntés közzétételével egy időben, az elkülönítés végrehajtásáig felfüggeszti.

XX. Fejezet: Tájékoztatási kötelezettség

48. A tájékoztató

129. § (1) Befektetési jegy nyilvános forgalomba hozatala esetén a tájékoztatónak az 5. melléklet szerinti tartalmon túl tartalmaznia kell minden olyan információt, amely alapján a befektetők kellő tájékozottsággal tudnak határozni a felkínált befektetési lehetőségről és a befektetés kockázatairól. A tájékoztatónak világos és közérthető magyarázatot kell tartalmaznia a befektetési alap kockázati tényezőiről.

(2) A tájékoztatónak meg kell jelölnie azokat az eszközkategóriákat, amelyekbe a befektetési alap befektethet. Külön ki kell térni arra, hogy a befektetési alap számára engedélyezett-e a származtatott ügyletek alkalmazása.

(3) Származtatott ügyletek alkalmazása esetén a tájékoztatónak arra vonatkozó információt is tartalmaznia kell, hogy a származtatott ügyletek engedélyezésére fedezeti célból vagy a befektetési célok megvalósítása érdekében van lehetőség és jelezni kell a származtatott ügyletek alkalmazásának lehetséges hatását a kockázati tényezők alakulására.

(4) Amennyiben a befektetési alap alapvetően nem az átruházható értékpapírok vagy pénzügyi eszközök közé tartozó eszközkategóriákba fektet be,

vagy leképez egy meghatározott indexet, e tényre a tájékoztatóban - és a kereskedelmi kommunikációban - kifejezetten fel kell hívni a figyelmet.

(5) Amennyiben a befektetési alap nettó eszközértéke a vagyon lehetséges összetételénél vagy az alkalmazható kezelési technikáinál fogva erőteljesen ingadozhat, a tájékoztatónak - és a kereskedelmi kommunikációnak - kifejezetten fel kell hívnia a figyelmet a befektetési alap ezen sajátosságára.

(6) A tájékoztatóban közölni kell a forgalomba hozatali maximum elérését követő allokáció módját, lezárásának időpontját, az allokációról való értesítés módját.

(7) A tájékoztatót a befektetők számára tartós adathordozón vagy a befektetési alap közzétételi helyén folyamatosan elérhetővé kell tenni, és a tájékoztató egy nyomtatott példányát kérésre díjmentesen át kell adni.

(8) A tájékoztató a befektetési alap megszűnéséig hatályos.

49. A kiemelt befektetői információ

130. § (1) A nyilvános nyílt végű befektetési alapok esetében a kiemelt befektetői információ a befektetési alap alapvető jellemzőit tartalmazza oly módon, hogy a befektetők megismerhessék a befektetési termék jellegét, kockázatait, elősegítve a megalapozott befektetési döntéseik meghozatalát. A kiemelt befektetői információ közzététele során kifejezetten utalni kell arra, hogy az információ kiemelt befektetői információnak minősül. A kiemelt befektetői információ tömören és közérthetően tartalmazza

a) a befektetési alap meghatározását,

b) a befektetési alap befektetési célkitűzéseinek és befektetési politikájának rövid leírását,

c) a befektetési alap múltbeli teljesítményének bemutatását, vagy amennyiben az adott alap befektetési célkitűzései alapján releváns, a célkitűzésekben előre jelzett várható teljesítmény bekövetkezését bemutató esetek leírását,

d) a befektetési alap terhére elszámolható költségeket és kapcsolódó díjakat,

e) a befektetési alap kockázat- és nyereségprofilját, beleértve a megfelelő iránymutatást, illetve figyelmeztetést az adott befektetési alapba történő befektetésekkel kapcsolatos kockázatokra.

(2) A kiemelt befektetői információ hivatkozást nem tartalmazhat, azzal a kivétellel, hogy a kiemelt befektetői információban egyértelműen meg kell határozni, hol lehet további információt kapni a befektetési alapról, hol lehet térítésmentesen hozzájutni a tájékoztatóhoz, az éves és féléves jelentéshez, és ezek milyen nyelven állnak a befektetők rendelkezésére.

(3) A kiemelt befektetői információnak egyértelmű figyelmeztetést kell tartalmaznia arra, hogy kizárólag a kiemelt befektetői információ alapján igény nem érvényesíthető, kivéve, ha az információ félrevezető, pontatlan, vagy nincs összhangban a tájékoztató más részeivel.

(4) Minden országban, ahol a befektetési jegyeket forgalmazzák, a kiemelt befektetői információt - a fordítástól eltekintve - azonos tartalommal, módosítások és kiegészítések nélkül kell alkalmazni.

(5) A kiemelt befektetői információt a jegyzési időszak kezdete előtt legalább 7 nappal megelőzően tartós adathordozón vagy honlapon a befektetők rendelkezésére kell bocsátani, kérésre nyomtatott példányát díjmentesen szerződéskötéskor át kell adni a befektetőknek, és a folyamatos forgalmazás alatt közzé kell tenni. A kiemelt befektetői információnak naprakésznek kell lennie.

(6) A kiemelt befektetői információ részletes tartalma, formája, közzététele tekintetében a Bizottság 583/2010/EU rendeletének rendelkezéseit is figyelembe kell venni.

50. A nyilvános befektetési alap rendszeres tájékoztatási, jelentési kötelezettségei

131. § (1) A befektetési alapkezelő a nyilvánosságot rendszeresen tájékoztatja az általa kezelt nyilvános befektetési alap vagyoni, jövedelmi helyzetének, működésének főbb adatairól.

(2) A befektetési alapkezelő az általa kezelt nyilvános zárt végű befektetési alap esetén az (1) bekezdésben meghatározott rendszeres tájékoztatási kötelezettségét a Tpt. V. fejezetében foglaltaknak megfelelően teljesíti.

(3) A befektetési alapkezelő az általa kezelt nyilvános nyílt végű befektetési alap esetén az (1) bekezdésben meghatározott rendszeres tájékoztatási kötelezettségét

a) minden egyes lezárt pénzügyi évről éves jelentés,

b) a pénzügyi év első 6 hónapjáról féléves jelentés,

c) havi portfóliójelentés

formájában teljesíti.

(4) A (3) bekezdés szerinti éves és féléves jelentéseket, valamint a havi portfóliójelentést a tárgyidőszak utolsó napjától számított alábbi időpontokig kell közzétenni:

a) az éves jelentést 4 hónapon belül,

b) a féléves jelentést 2 hónapon belül,

c) a havi portfóliójelentést a következő hónap 10. munkanapjáig,

és gondoskodni kell arról, hogy az éves és féléves jelentések legalább 5 évig nyilvánosan elérhetők legyenek.

132. § (1) A nyilvános nyílt végű befektetési alap éves jelentése tartalmazza a befektetési alap eredmény-kimutatását, jelentést az adott időszakban végzett tevékenységekről és a 6. mellékletben, ingatlanalap esetében továbbá a 7. mellékletben meghatározott egyéb adatokat, valamint az összes egyéb olyan lényeges információt, amelynek alapján a befektetők véleményt tudnak alkotni a befektetési alap tevékenységeinek fejlesztéséről és eredményeiről.

(2) A nyilvános nyílt végű befektetési alap féléves jelentése tartalmazza a 6. melléklet I-IV. szakaszában, továbbá ingatlanalap esetében a 7. melléklet 2-3. szakaszában meghatározott adatokat. Amennyiben a befektetési alap év közben hozamot fizet, a mérlegnek tartalmaznia kell az adózott féléves eredményt és a kifizetett vagy felkínált közbenső hozamot.

133. § A havi portfóliójelentés tartalmazza a hónap utolsó nettó eszközértéke alapján:

a) a portfólió bemutatását a befektetési politikában megfogalmazott befektetési célok és limitek szerinti főbb kategóriáknak megfelelően (főbb eszközfajták, földrajzi diverzifikáció, devizális megoszlás) illetve, ha a befektetési politikában ilyen limitek nincsenek megállapítva, a főbb eszközfajták szerint (részvény, kötvény, befektetési jegy, betét, egyéb eszközök),

b) a származtatott ügyletek figyelembevételével számított, a befektetési eszközökben meglévő nettó összesített kockázati kitettség (tőkeáttétel) mértékét,

c) a portfólióban 10%-nál magasabb részarányt képviselő eszközök (kibocsátók) felsorolását,

d) a befektetési alap összesített és egy jegyre jutó nettó eszközértékét.

134. § A nyilvános nyílt végű befektetési alap a rendszeres tájékoztatásait a tájékoztatóban, a kezelési szabályzatban és a kiemelt befektetői információban meghatározott módon a befektetők rendelkezésére bocsátja, és ezek nyomtatott példányát kérésre díjmentesen eljuttatja a befektetőknek. A befektetők tájékoztatásával egyidejűleg a tájékoztatást a Felügyelet, valamint kérésre a befektetési alapkezelő székhelye szerinti tagállam felügyeleti hatósága részére is meg kell küldeni.

135. § (1) Az éves jelentésben közölt számviteli információkat a befektetési alap könyvvizsgálójának felül kell vizsgálnia. A felülvizsgálatnak az alábbiakat kell magába foglalnia:

a) az eszközök és kötelezettségek időszak végi leltárának vizsgálatát,

b) az adott időszakban elszámolt kezelési költségek ellenőrzését a letétkezelő által adott értékelés alapján.

(2) Az (1) bekezdésben foglaltakra vonatkozó független könyvvizsgálói jelentést, ideértve bármely esetleges minősítést, az éves jelentésben teljes egészében közölni kell.

51. A nyilvános befektetési alapokra vonatkozó egyéb információk közzététele, a tájékoztatásra vonatkozó egyéb szabályok

136. § (1) A befektetési alapkezelő vagy megbízása alapján a letétkezelő köteles az általa kezelt nyilvános befektetési alapok egy befektetési jegyre jutó nettó eszközértékét a befektetési alap kezelési szabályzatában meghatározott módon közzétenni minden olyan napra, amelyre megállapításra kerül, a megállapítást követő 2 munkanapon belül.

(2) A befektetési alapkezelő vagy megbízása alapján a letétkezelő a nyilvánosság számára köteles biztosítani az általa kezelt nyilvános befektetési alapok múltbeli működési időszakra vonatkozó, egy befektetési jegyre jutó nettó eszközérték adatainak elérhetőségét. Amennyiben a befektetési alap több mint 5 éve működik, elegendő az utolsó 5 évre vonatkozó, egy befektetési jegyre jutó nettó eszközérték adat elérhetőségének biztosítása.

(3) A befektetési alapkezelő a befektető kérésére átadja az ÁÉKBV kockázatkezelésére vonatkozó mennyiségi korlátokra, a kiválasztott módszerekre és az eszközkategóriák kockázatainak és hozamainak alakulására vonatkozó információt.

137. § (1) A kereskedelmi kommunikáció csak tisztességes, világos és egyértelmű lehet, és ennek során nem lehet olyan kijelentést tenni, amely cáfolja vagy csökkenti a tájékoztatóban és a kiemelt befektetői információban foglaltak jelentőségét. A kereskedelmi kommunikációban meg kell jelölni, hogy a befektetési jegy nyilvános forgalomba hozatalával, illetve folyamatos forgalmazásával kapcsolatosan tájékoztató és kiemelt befektetői információ közzétételére került vagy kerül sor, és hogy a tájékoztató és a kereskedelmi kommunikáció hol, milyen módon, és más EGT-államban székhellyel rendelkező kollektív befektetési forma esetében milyen nyelven hozzáférhető.

(2) A Felügyelet a kereskedelmi kommunikációt betilthatja, ha annak tartalma ellentétes vagy félrevezető információt tartalmaz a benyújtott, illetve közzétételre engedélyezett tájékoztatóban foglaltakhoz képest, vagy egyébként a tisztességtelen kereskedelmi gyakorlat Fttv.-ben meghatározott tilalmába ütközik.

138. § A befektetési alapkezelő által kezelt nyilvános befektetési alapok kezelési szabályzatai és tájékoztatói összevont kezelési szabályzatként, illetve összevont tájékoztatóként is elkészíthetőek a 3. melléklet I. Fejezetében és az 5. mellékletben foglaltak megfelelő alkalmazásával, akként,

hogy ilyen esetben a kezelési szabályzat, illetve a tájékoztató azon tartalmi elemeit, amelyek több vagy valamennyi befektetési alap esetében azonosak, elegendő egy ízben a dokumentum részévé tenni, azokat - az esettől függően - több vagy valamennyi befektetési alapra vonatkoztatva, míg a kezelési szabályzat, illetve a tájékoztató egyes alapokra vonatkozó részeiben csak az adott alapra speciálisan jellemző elemeket kell feltüntetni.

52. A nyilvános befektetési alapokra vonatkozó rendkívüli tájékoztatási kötelezettség

139. § (1) A befektetési alapkezelő rendkívüli tájékoztatási kötelezettsége keretében köteles az általa kezelt nyilvános nyílt végű befektetési alapok működésére vonatkozóan honlapján közzétenni, továbbá a befektetési jegyek forgalmazási helyein nyomtatott formában elérhetővé tenni, valamint a Felügyelet részére egyidejűleg megküldeni az alábbiakban meghatározott információkat:

a) az átalakulási, egyesülési hirdetményt, legkésőbb 30 nappal az átalakulás, egyesülés hatálybalépése előtt;

b) a kezelési szabályzat olyan tartalmú módosítását, ami a befektetési szabályok változását jelenti, legkésőbb 30 nappal a hatálybalépés előtt;

c) a kezelési szabályzat olyan tartalmú módosítását, ami a határozott futamidő csökkentését jelenti, legkésőbb 30 nappal a hatálybalépés előtt;

d) * a kezelési szabályzat olyan tartalmú módosítását, ami a befektetési jegyek visszaváltásával kapcsolatos költségek befektetőkre nézve hátrányos változását, valamint a befektetési jegyek visszaváltását érintő forgalmazási szabályoknak az elszámolási vagy a teljesítési időtartam növekedésével járó változásait jelenti, a változás hatálybalépését megelőzően legalább 30 nappal;

e) a kezelési szabályzat olyan tartalmú módosítását, ami a befektetési jegyek visszaváltási lehetőségének korlátozását jelenti - ide nem értve a forgalmazás szünetelésének vagy felfüggesztésének eseteit -, a változás hatálybalépését megelőzően olyan, legalább 30 napos határidővel, amely lehetőséget ad a befektetőknek arra, hogy a módosítás hatálybalépését megelőzően lehetőségük legyen a befektetési jegyeik visszaváltására;

f) a kezelési szabályzat egyéb módosítását, legkésőbb a hatálybalépés napján;

g) a befektetési alapkezelő engedélyének visszavonását, az engedély visszavonására vonatkozó határozat jogerőre emelkedését követő 2 munkanapon belül;

h) a befektetési alapkezelési tevékenység átadását, legkésőbb 15 nappal a hatálybalépés előtt;

i) a tőke és a felosztott hozam (amennyiben a felosztott hozam kifizetése a kezelési szabályzat szerint nem automatikus) kifizetésének idejét, módját, legkésőbb az esedékesség napján;

j) a befektetési jegyek forgalmazásának felfüggesztését, szünetelését, illetve újraindítását, a pénzügyi eszközök illikvid részének elkülönítését és annak megszüntetését, haladéktalanul;

k) a befektetési alapkezelővel szembeni felszámolási eljárás megindítását, a felszámolást elrendelő végzés jogerőre emelkedését követő 2 munkanapon belül;

l) a befektetési alap megszűnésekor a megszűnési jelentést, annak a Felügyelet részére történő benyújtásával egyidejűleg;

m) hozamfizetés esetét kivéve az egy jegyre jutó nettó eszközértéknek az előző nettó eszközértékhez képest, illetve napi számítás esetén három értékelési napon belül bekövetkezett jelentős (20%-ot meghaladó) mértékű csökkenésének okát, legkésőbb a felmerülést követő 2 munkanapon belül;

n) a közzétételi kötelezettségek teljesítésére igénybe vett közzétételi hely változását a változás hatálybalépését megelőzően legalább 10 nappal;

o) *

p) a forgalmazókban bekövetkezett bármely változást legkésőbb a változás napját megelőző munkanapon, illetve amennyiben a felsorolás szűküléséről az alapkezelő utólag értesül, legkésőbb a változás napját követő 2 munkanapon belül;

q) amennyiben a befektetési alap készít kiemelt befektetői információt, annak változásait, a változás befektetők részére történő rendelkezésre bocsátásával egyidejűleg;

r) a Felügyelet által adott engedélyben, illetve a jóváhagyott kezelési szabályzatban meghatározott feltételektől való eltérést, az eltéréstől számított 2 napon belül.

(2) A befektetési alapkezelő az általa kezelt nyilvános zárt végű befektetési alap esetén az (1) bekezdés szerinti rendkívüli tájékoztatási kötelezettségét a Tpt. V. fejezetében foglaltaknak megfelelően teljesíti.

(3) A közzétételi kötelezettségek határidejét a befektetők érdekeire figyelemmel a Felügyelet indokolt esetben egyedileg is meghatározhatja.

(4) Ha az (1) bekezdés szerinti közzétételt követő hatálybalépésre a Felügyelet engedélyének kézhezvételét követő 60 napon belül nem kerül sor, a hatálybalépésre csak ismételt engedélyezési eljárást követően kerülhet sor.

53. A zártkörű befektetési alapokra vonatkozó rendelkezések

140. § (1) * A befektetési alapkezelő az általa kezelt zártkörű befektetési alap rendszeres tájékoztatási kötelezettségét az éves és féléves jelentés befektetők számára - a kezelési szabályzatban meghatározott módon történő - rendelkezésre bocsátásával teljesíti, azzal hogy az éves jelentésben közölt számviteli információkra a 135. §-ban foglalt rendelkezéseket kell alkalmazni. A befektetők tájékoztatásával egyidejűleg az éves jelentést a Felügyelet, valamint kérésre a zártkörű ABA letelepedése szerinti tagállam felügyeleti hatósága részére is meg kell küldeni a pénzügyi év végét követő hat hónapon belül. A 2. § (2) bekezdés szerinti ABAK által kezelt zártkörű befektetési alap esetében nem alkalmazandó a féléves jelentés készítésére vonatkozó tájékoztatási kötelezettség, valamint az éves jelentésben közölt számviteli információkat nem kell könyvvizsgálóval felülvizsgáltatni, amely tényre a kezelési szabályzatban fel kell hívni a befektetők figyelmét.

(2) A zártkörű befektetési alap befektetési politikájával kapcsolatos tájékoztatásra a nyilvános alapokra vonatkozó szabályok irányadók azzal, hogy a tájékoztató helyett a kezelési szabályban kell feltüntetni az információt.

(3) A zártkörű befektetési alap nyilvános módon nem kereshet befektetőket, a befektetési jegyek forgalomba hozatalát, forgalmazását nyilvánosan vagy a nyilvánosság számára hozzáférhető módon nem reklámozhatja. E korlátozás nem vonatkozik a nettó eszközérték adatok közzétételére.

54. A közzétételi kötelezettség teljesítésének módja

141. § (1) A befektetési alapkezelő a saját magára és a befektetési alapra vonatkozó, az e törvény szerinti közzétételi kötelezettségeit, amennyiben az adott törvényi előírás másképpen nem rendelkezik,

a) a befektetési alapkezelő és az érintett befektetési alap honlapján, és

b) ha a Felügyelet nyújt ilyen szolgáltatást az e törvény szerinti közzétételek céljára, a hivatalosan kijelölt információtárolási rendszeren való közzététellel teljesíti, a nettó eszközérték adatok kivételével.

(2) A letétkezelő és a forgalmazó az e törvény szerinti közzétételi kötelezettségeit az információnak a saját honlapján, és ha a Felügyelet nyújt ilyen szolgáltatást az e törvény szerinti közzétételek céljára, a hivatalosan kijelölt információtárolási rendszeren való megjelentetésével teljesíti.

Negyedik rész: A cél- és gyűjtő-ÁÉKBV-kre vonatkozó szabályok

XXI. Fejezet: A cél- és gyűjtő-ÁÉKBV-k speciális szabályai

55. A cél- és gyűjtő-ÁÉKBV engedélyezése

142. § (1) A Felügyelet előzetes engedélye szükséges a gyűjtő-ÁÉKBV-nek a cél-ÁÉKBV-be történő befektetéséhez.

(2) A Felügyelet az engedély megadásáról a hiánytalan kérelem benyújtását követő 15 napon belül értesíti a gyűjtő-ÁÉKBV alapkezelőjét.

(3) A Felügyelet az (1) bekezdés szerinti engedélyt megadja, ha a gyűjtő-ÁÉKBV, annak letétkezelője és könyvvizsgálója, valamint a cél-ÁÉKBV az e részben meghatározott követelményeknek megfelel. Az engedélyhez az alábbi dokumentumok benyújtása szükséges:

a) a gyűjtő- és a cél-ÁKBV kezelési szabályzata;

b) a gyűjtő- és a cél-ÁKBV tájékoztatója és a 130. § szerinti kiemelt befektetői információk;

c) a gyűjtő- és a cél-ÁKBV közötti, a 143. § (1) bekezdés szerinti megállapodás vagy belső szabályzat;

d) a 147. § szerinti, a befektetőknek szóló információ;

e) ha a cél-ÁÉKBV és a gyűjtő-ÁÉKBV eltérő letétkezelővel rendelkezik, a 144. § (1) és (2) bekezdés szerinti, a letétkezelőik közötti információmegosztási megállapodás;

f) ha a cél-ÁÉKBV és a gyűjtő-ÁÉKBV eltérő könyvvizsgálóval rendelkezik, a 145. § (1) bekezdés szerinti, a könyvvizsgálóik közötti információmegosztási megállapodás.

(4) Ha a gyűjtő-ÁÉKBV más EGT-államban letelepedett cél-ÁÉKBV-be kíván befektetni, akkor az engedélykérelemhez be kell nyújtani a cél-ÁÉKBV székhelye szerinti tagállam illetékes hatóságai által arra vonatkozóan kiadott igazolást is, hogy a cél-ÁÉKBV olyan ÁÉKBV vagy olyan ÁÉKBV részalapja, amely teljesíti az ÁÉKBV-irányelv 58. cikk (3) bekezdésének b) és c) pontjában meghatározott feltételek adott EGT-állam jogrendszerébe történő átvétele alapján hozott rendelkezéseket. A dokumentumokat a Felügyelet által elfogadott nyelven kell benyújtani.

56. A gyűjtő- és a cél-ÁÉKBV-re vonatkozó közös rendelkezések

143. § (1) A cél-ÁÉKBV minden olyan dokumentumot és információt köteles megadni a gyűjtő-ÁÉKBV számára, amelyre az utóbbinak az e törvényben meghatározott követelmények teljesítéséhez szüksége van. E célból a gyűjtő-ÁÉKBV megállapodást köt a cél-ÁÉKBV-vel. A gyűjtő-ÁÉKBV ezen megállapodás hatálybalépését követően fektethet be a cél-ÁÉKBV-be - figyelemmel a kollektív befektetési formák befektetési és hitelfelvételi szabályairól szóló kormányrendeletben foglaltakra - 20%-ot meghaladó mértékben. Ha a cél- és gyűjtő-ÁÉKBV-t ugyanazon ÁÉKBV-alapkezelő kezeli, a megállapodás helyettesíthető olyan belső szabályzattal, amely biztosítja a jelen bekezdésben meghatározott követelmények érvényesülését. A megállapodás, illetve a szabályzat kötelező tartalmi elemeit a 10. melléklet tartalmazza. A megállapodást, illetve a vonatkozó szabályzatot kérésre és díjmentesen minden befektető számára elérhetővé kell tenni.

(2) A cél-ÁÉKBV és a gyűjtő-ÁÉKBV a nettó eszközérték számítását és közzétételét köteles időben úgy összehangolni, hogy a gyűjtő-ÁÉKBV kollektív befektetési értékpapírjainak forgalmazásánál elkerülhető legyen az arbitrázsra lehetőséget adó piaci időzítés.

(3) Ha a cél-ÁÉKBV felfüggeszti kollektív befektetési értékpapírjai forgalomba hozatalát, folyamatos forgalmazását, a gyűjtő-ÁÉKBV is jogosult felfüggeszteni kollektív befektetési értékpapírjai forgalomba hozatalát, folyamatos forgalmazását a cél-ÁÉKBV által alkalmazott időszakkal megegyező időszakra.

(4) A cél-ÁÉKBV megszűnése esetén a gyűjtő-ÁÉKBV-t meg kell szüntetni, kivéve, ha a Felügyelet engedélyezi, hogy

a) a gyűjtő-ÁÉKBV egy másik cél-ÁÉKBV-be fektesse eszközeinek legalább 85 százalékát; vagy

b) a gyűjtő-ÁÉKBV módosítsa a kezelési szabályzatát olyan módon, hogy nem gyűjtő-ÁÉKBV-ként működik tovább.

(5) Amennyiben jogszabály másként nem rendelkezik, az ÁÉKBV-alapkezelő a gyűjtő-ÁÉKBV tervezett megszüntetésről a megszűnési eljárás megindítását 3 hónappal megelőzően köteles tájékoztatni a befektetőket és a Felügyeletet, illetve más EGT-államban székhellyel rendelkező gyűjtő-ÁÉKBV esetében az adott EGT-állam felügyeleti hatóságát.

(6) A cél-ÁÉKBV szétválása, vagy másik ÁÉKBV-vel való egyesülése esetén a gyűjtő-ÁÉKBV-t meg kell szüntetni, kivéve, ha a Felügyelet engedélyezi, hogy a gyűjtő-ÁÉKBV

a) továbbra is a cél-ÁÉKBV vagy az egyesülés, illetve szétválás eredményeképp létrejött másik ÁÉKBV gyűjtő-ÁÉKBV-je maradjon,

b) eszközeinek legalább 85%-át egy másik, nem az egyesülés vagy szétválás eredményeképp létrejött cél-ÁÉKBV kollektív befektetési értékpapírjaiba fekteti, vagy

c) módosítsa a kezelési szabályzatát, amely révén nem gyűjtő-ÁÉKBV-vé alakul.

(7) A cél-ÁÉKBV a tervezett egyesüléséről, szétválásáról az egyesülés, szétválás hatálybalépése előtt legkésőbb 60 nappal tájékoztatja a befektetőket és a gyűjtő-ÁÉKBV illetékes felügyeleti hatóságát. A cél-ÁÉKBV egyesülésének, szétválásának hatálybalépése előtt a gyűjtő-ÁÉKBV jogosult visszaváltani a cél-ÁÉKBV-ben kollektív befektetési értékpapírjait, kivéve, ha a Felügyelet megadta a (6) bekezdés a) pontja szerinti engedélyt.

57. A letétkezelőre és a könyvvizsgálóra vonatkozó speciális szabályok

144. § (1) Ha a cél- és a gyűjtő-ÁÉKBV eltérő letétkezelővel rendelkezik, a letétkezelők információ-megosztási megállapodást kötelesek kötni letétkezelői feladataik megfelelő ellátása érdekében. A megállapodás kötelező tartalmi elemeit a 11. melléklet tartalmazza. A gyűjtő-ÁÉKBV csak a megállapodás hatálybalépését követően fektethet be a cél-ÁÉKBV befektetési jegyeibe.

(2) A gyűjtő-ÁÉKBV befektetési alapkezelője köteles a gyűjtő-ÁÉKBV letétkezelője részére a cél-ÁÉKBV-vel kapcsolatosan mindazt az információt átadni, amely a letétkezelő kötelezettségeinek teljesítéséhez szükséges.

(3) A cél-ÁÉKBV letétkezelője haladéktalanul tájékoztatja a Felügyeletet, a gyűjtő-ÁÉKBV befektetési alapkezelőjét vagy letétkezelőjét a cél-ÁÉKBV tekintetében észlelt (4) bekezdés szerinti olyan szabálytalanságról, amely megítélése szerint negatív hatást gyakorol a gyűjtő-ÁÉKBV-re.

(4) A (3) bekezdés szempontjából szabálytalanságnak minősülnek:

a) a cél-ÁÉKBV nettó eszközértékének számítása során elkövetett hibák;

b) a cél-ÁÉKBV kollektív befektetési értékpapírjainak a gyűjtő-ÁÉKBV általi vásárlásával, jegyzésével, vagy azok visszavásárlásának vagy visszaváltásának kérésével kapcsolatos ügyletek vagy azok elszámolása során elkövetett hibák;

c) a cél-ÁÉKBV-től eredő jövedelmek kifizetése vagy tőkésítése során, vagy a kapcsolódó forrásadó kiszámítása során elkövetett hibák;

d) a cél-ÁÉKBV kezelési szabályzatában, tájékoztatójában vagy kiemelt befektetői információiban leírt befektetési célkitűzések, politika vagy stratégia megsértése;

e) jogszabályban vagy az ÁÉKBV kezelési szabályzatában, tájékoztatójában vagy kiemelt befektetői információiban meghatározott befektetési és hitelfelvételi korlátok megszegése.

(5) A letétkezelőkre vonatkozó, e fejezetben megállapított kötelezettségek teljesítése érdekében történő információ- és adatátadás nem tekinthető az e törvény és a Tpt. által előírt adat- és titokvédelmi kötelezettségek megsértésének.

145. § (1) Ha a cél- és a gyűjtő-ÁÉKBV eltérő könyvvizsgálóval rendelkezik, e könyvvizsgálók információmegosztási megállapodást kötelesek kötni feladataik összehangolása érdekében. A gyűjtő-ÁÉKBV csak a megállapodás hatálybalépését követően fektethet be a cél-ÁÉKBV kollektív befektetési értékpapírjaiba. A megállapodás kötelező tartalmi elemeit a 12. melléklet tartalmazza.

(2) A gyűjtő-ÁÉKBV könyvvizsgálója a független könyvvizsgálói jelentésében figyelembe veszi a cél-ÁÉKBV független könyvvizsgálói jelentését, és jelentést tesz a cél-ÁÉKBV független könyvvizsgálói jelentésében feltárt szabálytalanságokról és azoknak a gyűjtő-ÁÉKBV-re gyakorolt hatásáról. Ha a gyűjtő-ÁÉKBV és a cél-ÁÉKBV üzleti éve eltérő, a cél-ÁÉKBV könyvvizsgálója a gyűjtő-ÁÉKBV határidejével megegyező határidővel ad hoc jelentést készít.

(3) A könyvvizsgálókra vonatkozó, e fejezetben megállapított kötelezettségek teljesítése érdekében történő információ- és adatátadás nem tekinthető az e törvény és a Tpt. által előírt adat-és titokvédelmi kötelezettségek megsértésének.

146. § (1) A gyűjtő-ÁÉKBV tájékoztatója az 5. mellékletben található információkon kívül a következő információkat is tartalmazza:

a) nyilatkozatot arról, hogy a gyűjtő-ÁÉKBV az adott cél-ÁÉKBV befektetője és e minőségében eszközeinek legalább 85%-át tartósan az adott cél-ÁÉKBV kollektív befektetési értékpapírjaiba fekteti,

b) a gyűjtő- és a cél-ÁÉKBV befektetési célkitűzését és politikáját, köztük kockázati profilját, valamint azt, hogy teljesítményük azonos-e, vagy milyen mértékben és milyen okokból tér el, beleértve a nem a cél-ÁÉKBV-ben lévő befektetések ismertetését,

c) a cél-ÁÉKBV, annak szervezete, befektetési célkitűzése és politikája, valamint kockázati profilja rövid leírását, valamint azt, hogy milyen módon lehet beszerezni a cél-ÁÉKBV tájékoztatóját,

d) a gyűjtő-ÁÉKBV és a cél-ÁÉKBV között létrejött megállapodás vagy a vonatkozó szabályzat összefoglalását;

e) azt, hogy a befektetők hogyan szerezhetnek bővebb információt a cél-ÁÉKBV-ről és a gyűjtő-ÁÉKBV és a cél-ÁÉKBV között létrejött megállapodásról,

f) a cél-ÁÉKBV kollektív befektetési értékpapírjaiba való befektetése alapján a gyűjtő-ÁÉKBV által fizetendő díjazás vagy költségtérítés, valamint a gyűjtő-ÁÉKBV és a cél-ÁÉKBV összesített díjainak leírását; és

g) a cél-ÁÉKBV-be való befektetés gyűjtő-ÁÉKBV-t érintő adózási következményeinek leírását.

(2) A gyűjtő-ÁÉKBV éves jelentése a 6. mellékletben megadott információkon kívül a gyűjtő-ÁÉKBV és a cél-ÁÉKBV aggregált díjairól szóló nyilatkozatot is tartalmazza. A gyűjtő-ÁÉKBV éves és féléves jelentésében meg kell jelölni, hogy honnan szerezhető be a cél-ÁÉKBV éves, illetve féléves jelentése.

(3) A gyűjtő-ÁÉKBV a cél-ÁÉKBV tájékoztatóját, a kiemelt befektetői információt és ezek módosításait, valamint éves és féléves jelentéseit is megküldi a Felügyeletnek, valamint kérésre díjmentesen eljuttatja a befektetőknek ezek nyomtatott példányát.

(4) A gyűjtő-ÁÉKBV minden folyamatos forgalmazással kapcsolatos közleményében közzéteszi, hogy eszközeinek legalább 85%-át tartósan az adott cél-ÁÉKBV kollektív befektetési értékpapírjaiba fekteti.

58. ÁÉKBV átalakítása gyűjtő-ÁÉKBV-vé, cél-ÁÉKBV-váltás

147. § (1) Ha egy ÁÉKBV gyűjtő-ÁÉKBV-vé kíván alakulni, vagy egy gyűjtő-ÁÉKBV meg kívánja változtatni a cél-ÁÉKBV-jét, az alábbi információkat kell a befektetők rendelkezésére bocsátani:

a) nyilatkozatot, miszerint a Felügyelet jóváhagyta, hogy a gyűjtő-ÁÉKBV az említett cél-ÁÉKBV kollektív befektetési értékpapírjaiba fektessen;

b) a gyűjtő- és a cél-ÁÉKBV vonatkozásában a kiemelt befektetői információkat,

c) az időpontot, amikor a gyűjtő-ÁÉKBV elkezd befektetni a cél-ÁÉKBV-be vagy ha már befektetett abba, azt az időpontot, amikor a befektetése várhatóan meghaladja a kollektív befektetési formák befektetési és hitelfelvételi szabályairól szóló kormányrendeletben foglalt 20%-os korlátot;

d) nyilatkozatot arról, hogy a befektetőknek jogukban áll kollektív befektetési értékpapírjaik visszaváltását kérni 30 napon belül attól kezdve, hogy a gyűjtő-ÁÉKBV rendelkezésre bocsátott minden, e bekezdésben említett

információt, anélkül, hogy a visszaváltási költségek fedezése céljából visszatartottaktól eltérő egyéb díjakat számítanának fel.

(2) Az (1) bekezdés szerinti tájékoztatást a gyűjtő-ÁÉKBV alapkezelője legalább 30 nappal az (1) bekezdés c) pontjában említett időpont előtt köteles a befektetők rendelkezésére bocsátani. Abban az esetben, ha a magyarországi székhelyű gyűjtő-ÁÉKBV a 97. §-ban előírtak szerinti bejelentő levelet küldött a Felügyeletnek, az (1) bekezdés szerinti tájékoztatást a 97. §-ban említett fogadó tagállam hivatalos nyelvén vagy a Felügyelet által elfogadott nyelven kell rendelkezésre bocsátani. A fordítás elvégzéséről a gyűjtő-ÁÉKBV alapkezelője köteles gondoskodni és a fordításnak hűen kell tükröznie az eredeti tájékoztatás tartalmát.

(3) A (2) bekezdésben említett 30 napos időtartam lejárta előtt a gyűjtő-ÁÉKBV nem fektethet be az adott cél-ÁÉKBV kollektív befektetési értékpapírjaiba a kollektív befektetési formák befektetési és hitelfelvételi szabályairól szóló kormányrendeletben meghatározott 20%-os korlátot meghaladó mértékben.

(4) A tájékoztatás nyújtásának módjára vonatkozóan a 72. § rendelkezéseit kell alkalmazni.

59. A gyűjtő- és a cél-ÁÉKBV-re vonatkozó egyéb kötelezettségek

148. § (1) A gyűjtő-ÁÉKBV köteles ellenőrizni a cél-ÁÉKBV tevékenységét. E kötelezettség teljesítése során a gyűjtő-ÁÉKBV támaszkodhat a cél-ÁÉKBV-től, annak ÁÉKBV alapkezelőjétől, letétkezelőjétől és könyvvizsgálójától kapott információra és dokumentumokra, kivéve azok nyilvánvaló pontatlansága esetén.

(2) Ha a gyűjtő-ÁÉKBV, annak alapkezelője vagy bármely, a gyűjtő-ÁÉKBV vagy alapkezelője nevében eljáró személy értékesítési díjat, jutalékot vagy egyéb pénzügyi juttatást kap a cél-ÁÉKBV kollektív befektetési értékpapírjaiba való befektetéssel kapcsolatban, a díjat, a jutalékot vagy egyéb pénzügyi juttatást a gyűjtő-ÁÉKBV javára kell befizetni.

149. § (1) A cél-ÁÉKBV haladéktalanul köteles tájékoztatni a Felügyeletet minden, a kollektív befektetési értékpapírjaiba befektető gyűjtő-ÁÉKBV-ről. Ha a gyűjtő-ÁÉKBV székhelye más EGT-államban van, a Felügyelet haladéktalanul tájékoztatja a gyűjtő-ÁÉKBV székhelye szerinti tagállam hatóságát az ilyen befektetésről.

(2) A cél-ÁÉKBV a gyűjtő-ÁÉKBV-nek a cél-ÁÉKBV kollektív befektetési értékpapírjaiba való befektetésért vagy azok visszaváltásáért jegyzési vagy visszaváltási díjat nem számíthat fel.

(3) A cél-ÁÉKBV alapkezelője köteles biztosítani azt, hogy a gyűjtő-ÁÉKBV vagy annak alapkezelője, a gyűjtő-ÁÉKBV felügyeleti hatósága, letétkezelője és könyvvizsgálója hozzáférjenek minden olyan információhoz, amelyet a jogszabályok, a gyűjtő-ÁÉKBV kezelési szabályzata előír.

150. § (1) A Felügyelet haladéktalanul tájékoztatja a gyűjtő-ÁÉKBV-t a cél-ÁÉKBV vagy annak befektetési alapkezelője, letétkezelője vagy könyvvizsgálója tekintetében hozott minden döntésről, intézkedésről, e rész feltételei be nem tartásának megállapításáról vagy a Tpt. 360. § (1) bekezdése alapján bejelentett bármely információról.

(2) Ha a gyűjtő-ÁÉKBV székhelye más EGT-államban van, a Felügyelet az (1) bekezdés szerinti tájékoztatási kötelezettségét a gyűjtő-ÁÉKBV székhelye szerinti tagállam felügyeleti hatósága felé teljesíti. Más EGT-államban székhellyel rendelkező cél-ÁÉKBV esetén a székhely szerinti tagállam felügyeleti hatóságától kapott tájékoztatást a Felügyelet haladéktalanul továbbítja a magyarországi székhelyű gyűjtő-ÁÉKBV részére.

60. A cél-ÁÉKBV megszűnése

151. § (1) A gyűjtő-ÁÉKBV - a cél-ÁÉKBV általi megszűnési döntésről szóló értesítéstől számított 2 hónapon belül - benyújtja a Felügyeletnek a következő dokumentumokat:

a) ha a gyűjtő-ÁÉKBV a 143. § (4) bekezdés a) pontja szerint az eszközeinek legalább 85%-át egy másik cél-ÁÉKBV-be kívánja befektetni:

aa) a 143. § (4) bekezdés a) pont szerinti befektetés jóváhagyására irányuló kérelmet;

ab) a kezelési szabályzata tervezett módosításainak jóváhagyására irányuló kérelmet;

ac) tájékoztatójának és kiemelt befektetői információinak módosításait, a 129. §-ban és a 130. §-ban előírtak figyelembevételével;

ad) a 142. § (3) és (4) bekezdésben előírt egyéb dokumentumokat;

b) ha a gyűjtő-ÁÉKBV a 143. § (4) bekezdés b) pontja szerint olyan ÁÉKBV-vé kíván átalakulni, amely nem gyűjtő-ÁÉKBV:

ba) a kezelési szabályzata tervezett módosításának jóváhagyására irányuló kérelmet;

bb) tájékoztatójának és kiemelt befektetői információinak módosítása, a 129. §-ban és a 130. §-ban előírtak figyelembevételével;

c) a gyűjtő-ÁÉKBV a megszűnése esetén, a megszűnési eljárás megindítására irányuló döntésre vonatkozó bejelentést.

(2) Ha a cél-ÁÉKBV több mint 5 hónappal a megszűnési eljárás megindításának napja előtt értesíti a gyűjtő-ÁÉKBV-t a megszűnési eljárás megindítására irányuló döntésről, akkor a gyűjtő-ÁÉKBV a megszűnési eljárás megindításának napja előtt legalább 3 hónappal köteles benyújtani a Felügyelet számára az (1) bekezdés szerinti dokumentumokat.

(3) A gyűjtő-ÁÉKBV a megszűnésre irányuló szándékáról haladéktalanul értesíti befektetőit.

152. § (1) A gyűjtő-ÁÉKBV-t a 151. § (1) bekezdés a) illetve b) pontja szerinti dokumentumok hiánytalan benyújtását követő 15 munkanapon belül értesíteni kell arról, hogy a Felügyelet megadta-e a jóváhagyást.

(2) A gyűjtő-ÁÉKBV az (1) bekezdés szerinti jóváhagyásról értesíti a cél-ÁÉKBV-t a jóváhagyás kézhezvételének időpontjában.

(3) A Felügyelet a 151. § (1) bekezdés a) pontjában meghatározott esetre vonatkozó jóváhagyását követően, a gyűjtő-ÁÉKBV haladéktalanul megteszi a 147. § (1) és (2) bekezdésében foglalt követelmények teljesítéséhez szükséges intézkedéseket.

(4) Ha a cél-ÁÉKBV megszűnéséből származó bevételek kifizetését még azelőtt teljesíteni kell, hogy a gyűjtő-ÁÉKBV - a 151. § (1) bekezdés a) pontjával összhangban - egy másik cél-ÁÉKBV-ba a befektetést megkezdi, illetve ha a 151. § (1) bekezdésének b) pontja szerinti esetben új befektetési célkitűzéseivel és politikájával összhangban kezdi meg a befektetéseket, akkor a Felügyelet a jóváhagyást csak akkor adja meg, ha

a) a gyűjtő-ÁÉKBV a megszűnéséből származó bevételeket

aa) készpénzben, vagy

ab) a bevételek egészét vagy egy részét természetbeni eszközátruházásként kapja meg; valamint

b) azt megelőzően, hogy a gyűjtő-ÁÉKBV-nek új befektetés megkezdésére kötelezettsége keletkezik, a gyűjtő-ÁÉKBV az e bekezdésben meghatározott készpénzt csak hatékony készpénzgazdálkodás céljával fekteti be.

(5) A (4) bekezdés a) pont ab) alpontjának alkalmazása akkor lehetséges, ha a gyűjtő-ÁÉKBV élni kíván ezzel a lehetőséggel, és ezzel egyidejűleg a gyűjtő-ÁÉKBV és a cél-ÁÉKBV közötti megállapodás vagy a belső üzletviteli szabályzat valamint a megszűnésre vonatkozó döntés ezt lehetővé teszi. A gyűjtő-ÁÉKBV a természetbeni eszközátruházással kapott eszközök bármely részét, bármikor készpénzzé teheti.

61. A cél-ÁÉKBV egyesülése, szétválása

153. § (1) A gyűjtő-ÁÉKBV a 143. § (5) bekezdés szerinti tájékoztatás kézhezvételét követő 1 hónapon belül benyújtja a Felügyeletnek az alábbi dokumentumokat:

a) ha a gyűjtő-ÁÉKBV továbbra is ugyanazon cél-ÁÉKBV gyűjtő-ÁÉKBV-je kíván maradni:

aa) az ennek jóváhagyására irányuló kérelmet;

ab) a szabályzata vagy létesítő okirata tervezett módosításának jóváhagyására irányuló kérelmet;

ac) tájékoztatójának és kiemelt befektetői információinak módosítását, a 129. §-ban és a 130. §-ban előírtak figyelembevételével;

b) ha a gyűjtő-ÁÉKBV a cél-ÁÉKBV tervezett egyesülése vagy szétválása következtében létrejövő másik cél-ÁÉKBV gyűjtő-ÁÉKBV-je kíván lenni, vagy ha a gyűjtő-ÁÉKBV eszközei legalább 85%-át egy másik, nem az egyesülésből vagy szétválásból származó cél-ÁÉKBV befektetési jegyében történő elhelyezésére fordítja,

ba) az ezen befektetés jóváhagyására irányuló kérelmet;

bb) a szabályzata vagy létesítő okirata tervezett módosításának jóváhagyására irányuló kérelmet;

bc) tájékoztatójának és kiemelt befektetői információinak módosítását, a 129. §-ban és a 130. §-ban előírtak figyelembevételével;

bd) a 142. § (3) és (4) bekezdésében előírt egyéb dokumentumokat;

c) ha a gyűjtő-ÁÉKBV a 143. § (4) bekezdés b) pontja szerint nem gyűjtő-ÁÉKBV-ként működik tovább

ca) a szabályzata vagy létesítő okirata tervezett módosításának jóváhagyására irányuló kérelmet;

cb) tájékoztatójának és kiemelt befektetői információinak módosításait, a 129. §-ban és a 130. §-ban előírtak figyelembevételével;

d) a gyűjtő-ÁÉKBV a megszűnése esetén, a megszűnési eljárás megindítására vonatkozó döntést tartalmazó dokumentumot.

(2) Az (1) bekezdés a) pontját kell alkalmazni, ha

a) a cél-ÁÉKBV a tervezett egyesülés átvevő ÁÉKBV-je;

b) a cél-ÁÉKBV a tervezett szétválás után létrejövő ÁÉKBV-k egyikeként lényegében változatlanul működik tovább.

(3) Az (1) bekezdés b) pontját kell alkalmazni, ha

a) a cél-ÁÉKBV a beolvadó ÁÉKBV, és az egyesülés következtében a gyűjtő-ÁÉKBV az átvevő ÁÉKBV befektetőjévé válik;

b) a gyűjtő-ÁÉKBV a szétválás eredményeként létrejövő olyan ÁÉKBV befektetővé válik, amely lényegesen különbözik a cél-ÁÉKBV-től.

(4) Ha a cél-ÁÉKBV az egyesülés vagy szétválás hatálybalépésének tervezett napja előtt legalább 4 hónappal bocsátja a gyűjtő-ÁÉKBV rendelkezésére a 68. §-ban és a 69. §-ban meghatározott információkat, akkor a gyűjtő-ÁÉKBV legalább 3 hónappal a cél-ÁÉKBV egyesülése vagy szétválása hatálybalépésének tervezett napja előtt benyújtja a Felügyelet részére az (1) bekezdés szerinti megfelelő dokumentumokat.

(5) A gyűjtő-ÁÉKBV haladéktalanul értesíti befektetőit, valamint a cél-ÁÉKBV-t a megszűnésre irányuló szándékáról.

154. § (1) A gyűjtő-ÁÉKBV-t a 153. § (1) bekezdés a)-c) pontja szerinti dokumentumok hiánytalan benyújtását követő 15 munkanapon belül a Felügyelet értesíti, hogy megadta-e a kért jóváhagyást.

(2) A gyűjtő-ÁÉKBV az (1) bekezdés szerinti jóváhagyásról szóló értesítés kézhezvételét követően értesíti a cél-ÁÉKBV-t.

(3) A gyűjtő-ÁÉKBV az (1) bekezdés szerinti értesítést követően, haladéktalanul megteszi a 147. § (1) és (2) bekezdésben foglalt követelmények teljesítéséhez szükséges intézkedéseket.

(4) A 153. § (1) bekezdés b) és c) pontjában meghatározott esetekben, a gyűjtő-ÁÉKBV jogosult arra, hogy a 143. § (5) bekezdés harmadik albekezdésében és 95. § (1) bekezdésében foglaltakkal összhangban a cél-ÁÉKBV-ben birtokolt befektetési jegyei visszavásárlását vagy visszaváltását kérje, amennyiben a Felügyelet az azt megelőző utolsó munkanapig nem adta meg a 153. § (1) bekezdésében meghatározott jóváhagyást, amelyen a gyűjtő ÁÉKBV az egyesülés vagy a szétválás hatálybalépése előtt kérheti a cél-ÁÉKBV-ben birtokolt befektetési jegyeinek visszavásárlását vagy visszaváltását.

(5) A gyűjtő-ÁÉKBV a (4) bekezdésben meghatározott visszavásárlási vagy visszaváltási jogot saját befektetőinek a 147. § (1) bekezdés d) pontjában meghatározott, a gyűjtő-ÁÉKBV-ben birtokolt befektetési jegyeik visszavásárlására vagy visszaváltására irányuló jogának biztosítása érdekében is gyakorolhatja.

(6) A (4) bekezdésben meghatározott visszavásárlási vagy visszaváltási jog gyakorlása előtt a gyűjtő-ÁÉKBV-nek meg kell vizsgálni azon alternatív megoldási lehetőségeket, amelyek segíthetnék az ügyleti költségek és más kedvezőtlen következmények elkerülését vagy csökkentését.

(7) Amennyiben a gyűjtő-ÁÉKBV a cél-ÁÉKBV-ben birtokolt befektetési jegyeinek (4) bekezdés szerinti visszaváltását kéri, a visszaváltás ellenértékét készpénzben, vagy részben vagy egészben természetbeni eszközátruházásként kapja meg, ha a gyűjtő-ÁÉKBV élni kíván az utóbbi lehetőséggel, és ha a gyűjtő-ÁÉKBV és a cél-ÁÉKBV közötti megállapodás ezt megengedi. A természetbeni visszaváltás esetén a gyűjtő-ÁÉKBV az átruházott eszközök bármely részét, bármikor készpénzzé teheti.

(8) A Felügyelet azzal a feltétellel adhatja meg a jóváhagyást, hogy a (7) bekezdéssel összhangban tartott vagy kapott készpénz csak a hatékony készpénzgazdálkodás céljával fektethető be újra azt a dátumot megelőzően, amelyen a gyűjtő-ÁÉKBV-nek meg kell kezdenie a befektetést vagy az új cél-ÁÉKBV-be, vagy az új befektetési célkitűzésekkel és politikával összhangban.