AZ EURÓPAI KÖZÖSSÉGEK BIZOTTSÁGA

Brüsszel, 21.12.2007
COM(2007) 853 végleges

A BIZOTTSÁG KÖZLEMÉNYE A TANÁCSNAK, AZ EURÓPAI PARLAMENTNEK, AZ EURÓPAI GAZDASÁGI ÉS SZOCIÁLIS BIZOTTSÁGNAK ÉS A RÉGIÓK BIZOTTSÁGÁNAK

A kockázatitőke-alapok határokon átívelő befektetéseit korlátozó akadályok felszámolása

{SEC(2007)1719}

1. A NÖVEKEDÉS ÉS AZ INNOVÁCIÓ FINANSZÍROZÁSA

Az erős verseny jellemezte globális gazdaságban az innovatív kis- és középvállalkozások (a továbbiakban: kkv-k) finanszírozási lehetőségekhez jutása kulcsfontosságúvá vált a versenyképesség javítása, és a **lisszaboni növekedési és foglalkoztatási partnerség** keretében meghatározott célok elérése szempontjából.

A tőkéhez jutás a sikeres vállalkozásindítás és a további bővülés egyik feltétele. A saját tőkéből vagy hitelfelvételen keresztül történő finanszírozás gyakran nem nyújt kielégítő megoldást a **fejlődésük korai szakaszában lévő vagy magas növekedési potenciállal rendelkező kkv-k** számára. Sok befektető a magas tranzakciós költségek miatt, illetve azért nem hajlandó ilyen cégekbe tőkét fektetni mert számításaik szerint az elérhető nyereség nem kompenzálja őket a vállalt kockázatért. Jellemzően ezen cégeknek van szüksége **kockázati tőkére**[1], amely biztosíthatja számukra azt a forrást, amely a piacokra való bejutáshoz és a gyorsabb növekedéshez kell. Noha a kockázati tőke csak egy kis részt fed le az alternatív befektetési formák köréből, az innovatív cégek növekedéséhez nélkülözhetetlen.

Az Európai Unió kockázati tőkepiacának az országhatárok menti **töredezettsége** erősen korlátozza az innovatív kkv-k korai szakaszának finanszírozásához szükséges tőke kínálatát. Ennek következményeképp az új piacokkal rendelkező tagállamokban a kockázatitőke-alapok számára problémás lehet annak a **kritikus tömeg**nek az elérése, amely a portfólió kockázatának szétterítéséhez és a saját költségeik megtérüléséhez szükséges. A határokon átívelő műveletek megkönnyítése segíthet ezen akadály leküzdésében, és a korai szakasz finanszírozásához szükséges tőke kínálatának megnövelésében.

A Bizottság 2006. júniusi „A kis- és középvállalkozások gazdasági növekedésének finanszírozása – Európai többletérték”[2] című közleményében egy intézkedéscsomagot vázolt fel, amellyel mind közösségi, mind tagállami szinten támogatni lehet az innovatív kkv-ket abban, hogy – különösen a korai szakaszban – **finanszírozási forráshoz jussanak**. A határokon átívelő kockázati tőkebefektetések megkönnyítése egyike volt a fő célkitűzéseknek, és a Bizottság intézkedéseket sürgetett a szabályozási és adózási akadályok leküzdésére.

A kockázati tőkebefektetések és az innováció fejlődésének nyomon követése érdekében a 2006. októberi Gazdasági és Pénzügyi Tanács felkérte a tagállamokat, hogy **nemzeti reformprogamjaik** keretében tegyenek jelentést a vonatkozó tagállami környezetről, valamint felkérte a Bizottságot, hogy tanulmányozza tovább a korai szakasz kockázatitőke-befektetéseinek feltételrendszerét.

Ezen felül a 2006. decemberi Versenyképességi Tanács felkérte többek között a **Bizottságot** arra, hogy készítsen **jelentést** a határokon átívelő kockázatitőke-befektetéseket korlátozó akadályokról.

Ezen közlemény készítésekor, a Bizottság egyeztetett mind a tagállamokkal, mind a piaci szereplőkkel. A mellékletben található, 2007. márciusi „*A kockázatitőke-alapok határokon átívelő befektetéseit korlátozó akadályok felszámolása*” című, **szakértői csoport által**

---

[1] A mellékletben található szójegyzék.
[2] COM(2006) 349, 2006.6.29.

készített jelentés számba veszi a korlátozó tényezőket, és megoldásokat vázol fel az Európában a határokon átívelően befektető kockázatitőke-alapok számára.

2. A KOCKÁZATI TŐKE JELENTŐSÉGE AZ INNOVATÍV KKV-K SZÁMÁRA

2.1. A kockázati tőke gazdasági jelentősége

Az európai versenyképességre kifejtett pozitív hatásuk ellenére az **innovatív kkv-k** komoly nehézségekbe ütköznek az elindulásukhoz, a növekedésükhöz és a globális piacokon való versenyzéshez szükséges pénzügyi források elérése tekintetében. A kockázatitőke-befektetésekhez való jobb hozzáférés segítené őket a technologiák kihasználásában és a globális versenyben.

Noha az innovatív kkv-k a kkv-knak csak egy viszonylag szűk csoportját fedik le, az új munkahelyek és technológiák teremtése vonatkozásában ígéretes lehetőségekkel rendelkeznek. Az ezzel összefüggésben végzett tanulmányok kimutatták, hogy a kockázati tőke jelentős mértékben hozzájárul a **munkahelyteremtéshez**. Egy a közelmúltban elkészült tanulmány[3] szerint a magán, illetve kockázatitőke-befektetésekben részesült vállalatok egymillió új munkahelyet teremtettek 2000 és 2004 között az EU-ban; ezen munkahelyeknek több mint 60%-a teremtődött kockázati tőkével finanszírozott vállalatoknál és ezen cégek foglalkoztatotti létszáma évente 30%-kal emelkedett.

Ezen felül a kockázati tőke által finanszírozott innovatív és növekedésorientált vállalkozások átlagban kiadásaik 45%-át fordítják **K+F-re**. Ez átlagosan évi 3,4 millió eurónak felel meg vállalkozásonként, vagy 50 500 eurónak alkalmazottanként, ami hatszor több annál, mint amit az EU-25 K+F-re legtöbbet fordító 500 vállalkozása költ erre.

Ökonometriai tanulmányok pozitív kapcsolatot mutattak ki a **gazdasági növekedéssel** is. Egy közelmúltbeli elemzésben[4] végzett becslés szerint a kockázatitőke-befektetéseknek a GDP 0,1%-ának megfelelő emelkedése 1 százalékpontnyi reálgazdasági növekedést generál.

A kockázati tőke ezen felül egyre fontosabbá válik a **környezeti fenntarthatóság** szempontjából is; (1,25 milliárd eurót fordítottak e célra 2006-ban)[5]. A fenntarthatóságba fektető kockázatitőke-alapok 1–5 millió eurós nagyságrendű befektetéseket eszközölnek, elsősorban a korai szakaszban és jellemzően a megújuló energiaforrások és a tiszta technológiák területén.

2.2. A legújabb trendek és kihívások

A „dotcom-lufi" 2000-es „kipukkanása" után tapasztalt visszaesés után az európai kockázatitőke-iparág 2004 óta növekvő tendenciát mutat, és egészen magas szintre jutott 2006-ban: [6] az összesen **felhalmozott** 112 milliárd euró tőkéből a kockázati tőke 17 milliárdot

---

[3] Employment Contribution of PE and VC in Europe, (A magántőke és a kockázati tőke hozzájárulása a foglalkoztatás növeléséhez Európában) az EVCA (Európai Kockázati Tőke Egyesület) 2005 októberében megjelent tanulmánya.

[4] Venture Capital in Europe: Spice for European Economies, (Kockázati tőke Európában: fűszer az európai gazdaságok számára) T. Meyer, Deutsche Bank Research, 2006. októberi tanulmánya.

[5] Venture Capital for Sustainability, (Kockázati tőke a fenntarthatóságért 2007), az Eurosif által 2007-ben készített tanulmány.

[6] Annual Survey of Pan-European Private Equity & Venture Capital Activity (Éves felmérés az európai magán, és kockázatitőke-befektetésekről), EVCA Yearbook 2007, (EVCA Évkönyv 2007)

tett ki, ami 60%-os növekedést jelent a 2005-ös szinthez képest. A teljes **befektetett** 71 milliárd euró magántőkéből a kockázatitőke-befektetések 17,2 milliárd eurót tettek ki, ami 36%-os növekedés az előző évhez képest.

Noha a 2006-os adatok számottevő növekedést mutatnak a magvető befektetések tekintetében, a kockázatitőke-befektetéseknek meghatározó része még mindig inkább a növekedést finanszírozza. A legnagyobb kihívást egy olyan környezetnek a megteremtése jelenti, amelyben a **magvető befektetések** szintjét kellően magasan lehet tartani a kockázatitőke-iparágat jellemző ciklikusság mellett is.

Egy másik kihívás abból adódik, hogy a növekedési lehetőséget korlátozza az egy ügyletre jutó **alacsony befektett összeg**. Az átlagos európai ügyletérték a korai szakasz befektetései esetében csupán 0,4 millió eurót tesz ki, szemben az amerikai 2,2 millió euróval.

Tovább árnyalja a képet, hogy bár a **tiszta technológiákkal** foglalkozó induló vállalkozásokba történő befektetések Európában is növekednek, az elmúlt két év alatt az USÁ-ban több mint duplájára nőttek, és így már négyszer nagyobb összeget jelentenek, mint az EU-ban. Európa számára a kihívás a tiszta technológiákba történő megtérülő befektetések generálása növekedésük fenntartása érdekében[7].

3. A PIAC TÖREDEZETTSÉGE GÁTAT SZAB A KOCKÁZATI TŐKE FEJLŐDÉSÉNEK

Az EU kockázatitőke-piacai nyújtotta lehetőségek jelenleg nincsenek maximálisan kihasználva, és nem biztosítanak elegendő tőkét a korai növekedés szakaszaiban lévő innovatív kkv-k számára. A tőkebefektetések hiányzó kultúrája, az információs problémák, a töredezett piac és a magas költségek képezik ennek a **piaci elégtelenségnek** a legfőbb okait.

A kockázatitőke-piacok **fejlettségi szintje eltérő képet mutat**. Az érettebb piacokkal rendelkező nagyobb tagállamokban **az ágazati alapok egyre elterjedtebbé válnak**; ezek az alapok ki tudnák használni a határokon átívelő jobb befektetési lehetőségeket, és forrást gyűjthetnének az egységes piacon. A fejlődésük korai szakaszában lévő piacokon a közszférától származó tőkével is támogatott **országalapok** serkentőleg hatnak a piac fejlődésére. Ugyanakkor a kisebb vagy kialakulófélben lévő piacokon az alapok nehézségekbe ütköznek a terjeszkedés, a növekedés, a specializálódás és az **ügyletek kritikus tömegének** elérése tekintetében.

További problémát jelent, hogy az **eltérő tagállami politikák** súlyos piaci töredezettséget eredményeznek, amely **hátrányosan érinti mind a tőkeszerzést, mind a befektetéseket** az EU-ban. A kockázatitőke-alapok és kezelőik engedélyezésére és működésére vonatkozó szabályokat a tagállami követelményeknek megfelelően alakítják ki. Az alapok, amelyek egyébként határokon átívelő befektetésekkel bővítenék portfóliójukat, működési és szabályozási akadályokba ütköznek.

A jelenleg **27 különböző működési környezet** mentén töredezett kockázatitőke-piacon az alapok számára rendkívül nehézkes a határokon átívelő megfelelő szerkezet kialakítása, így a kisebb alapok inkább nem is merészkednek hazai jogszabályi környezetükön kívülre.

---

[7] A versenyképességi és innovációs keretprogramnak egy meghatározó részét az ökoinnovatív kkv-k támogatására különítették el.

4. JOBB FELTÉTELEK A KOCKÁZATI TŐKE SZÁMÁRA

4.1. A keretfeltételek kialakítása

A széles körű innovációs stratégiáról szóló közleményben[8] megfogalmazottak szerint, a keretfeltételek hiányosságai, illetve a belső piac korlátai, ideértve a kockázatitőke-piac elérhetetlenségét, akadályozzák a tőke mozgását, megfosztják a vállalkozásokat a befektetési lehetőségek teljes körű kihasználásának lehetőségétől, és gátat szabnak az EU innovációs kapacitásának.

Az egyes kormányzati politikák biztosíthatnak ösztönzőket a kockázatitőke-iparágnak, és serkenthetik az innovatív kkv-kba történő befektetéseket. **A közszféra általi társfinanszírozás** különösen hasznos lehet a magvető tőke kínálatának javítása, a tőkeszakadék áthidalása és a kockázatitőke-piacok fejlesztése szempontjából; ugyanakkor tekintettel kell lenni a tagállamok kockázatitőke-piacainak eltérő fejlettségi szintjére.

A horizontális alapon, célzottan juttatott állami támogatás szintén ösztönzőleg hathat a magánbefektetésekre. A kutatáshoz, fejlesztéshez és az innovációhoz nyújtott állami támogatásról szóló új közösségi keretrendszer[9] szerint **a fiatal, innovatív vállalkozásoknak nyújtott állami támogatás** segítheti a kkv-kat az első években, hogy áthidalják az elégtelen források miatti kezdeti készpénz-hiányt, és támogathatja a növekedésüket. A kkv-kba történő **kockázatitőke-befektetések előmozdítását célzó állami támogatásáról szóló új iránymutatás**[10]egy egyszerű összeegyeztethetőségi eljárást tartalmaz, amely például egy 12 hónapos időszak során 1,5 millió EUR-ban határozza meg az egy kkv-nak juttatott tőke maximumát; ezen küszöbérték alatt a Bizottság elfogadja a piaci elégtelenség fennállására vonatkozó feltételezést.

Minden kockázatitőke-befektetésnek kulcsfontosságú eleme a kilépési stratégia – az a pont, ahol a kockázatitőke-befektető eladhatja a részvényeit, és egyben tőkét szabadít fel az újabb befektetési lehetőségekhez. A kockázati tőkének tehát **likvidebb kilépési piacokra** van szüksége az EU-ban, különösen olyan növekvő tőzsdékre, amelyek biztosítják a szükséges likviditást, valamint a tanácsadói szolgáltatások kritikus tömegét.

Noha a kockázatitőke-befektetés sok tekintetben helyi szinten kötött üzletnek számít, amely során a befektető és a vállalkozó szorosan együttműködik, de egyben globális üzlet is, ahol verseny folyik mind az alapokért, mind a befektetési lehetőségekért. A kockázati tőke jól gyarapszik az új ötleteket és vállalkozókat teremtő klaszterek és egyetemek közelében. Az európai innovációs politika különös figyelmet fordít a **klaszterek támogatására** és a közöttük meglévő együttműködésre, amely az ügyletek folyamatos generálása által szintén segítheti a kockázatitőke-iparágat és annak hosszú távú fenntarthatóságát.

4.2. Közösségi politikák az innováció finanszírozásának támogatására

Az alábbi közösségi programok foglalkoznak a növekedést és foglalkoztatást célzó megújult lisszaboni stratégiának az innováció és vállalkozási készségek támogatásáról szóló prioritásaival.

---

[8] COM(2006) 502, 2006.9.13.
[9] HL C 323., 2006.12.30., 1–26. o.
[10] HL C 194., 2006.8.18., 2–22. o.

A **hetedik keretprogram** (KP7) az európai kutatási együttműködések finanszírozását kívánja előmozdítani a 2007–2013-as időszakban több mint 53 milliárd euróval, amelyből 1,3 milliárd euró jut a kkv-k K+F tevékenységének kiszervezésére irányuló innovatív intézkedésekre. További 0,4 milliárd euró közpénzt kell a K+F tevékenységet végző kkv-k támogatására felállított Eurostars közös program rendelkezésre bocsátani 2008-2013 között.

Az innováció és az üzleti hasznosítás összekapcsolásáról szóló, a múltbeli tapasztalatokra is építő **versenyképesség és innováció program** keretében 2007–2013 között 1,1 milliárd euró áll rendelkezésre a kkv-k forráshoz jutásának segítésére. Az új jelentős növekedési potenciállal rendelkező és innovatív KKV eszköz (High Growth and Innovative SME Facility) létrehozásának célja a kkv-k számára elérhető tőke kínálatának növelése volt, a korai és növekedési szakaszban lévő kkv-kba fektető kockázatitőke-alapoknak piaci feltételek mellett juttatott tőkekihelyezés által.

Kiegészítő jellegű eszközök állnak rendelkezésre a **JEREMIE** (Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises, mikro-, kis- és középvállalkozásokat támogató közös európai források) programban, amely a Bizottság és az Európai Beruházási Alap közös kezdeményezése a kkv-k számára elérhető kockázati tőke kínálatának javítására egyes régiókban. A programon keresztül a tagállamoknak, amennyiben élnek ezzel, lehetőségük lesz a strukturális alapok pénzeinek egy részét kockázati tőke és egyéb, kimondottan kkv-k számára kidolgozott pénzügyi eszközök kifejlesztésére fordítani.

A kockázatitőke-piacok fejlődése szempontjából fontos, hogy mind az EU, mind tagállami szinten koherens politika és jó gyakorlatok érvényesüljenek. A Bizottság támogatni fogja a **jó gyakorlatok cseréjét** minden szinten, kezdve a tagállamoktól a regionális szintig és az egyes ágazatokig, különösen az innovációs hálózatok és platformok támogatásán keresztül.

5. A HATÁROKON ÁTÍVELŐ ÜGYLETEK FELTÉTELEINEK JAVÍTÁSÁT CÉLZÓ STRATÉGIA

Az innovációt közvetlenül támogató politikák mindazonáltal nem lesznek önmagukban elegendőek a kritikus tömeg eléréséhez és a globális gazdaság kihívásainak való megfeleléshez. A köz- és magánszféra partneri együttműködései és az állami ösztönzők hozzájárulhatnak a tőkeszakadék áthidalásához, de a hosszú távú megoldást csak a **magánbefektetők növekvő befektetései** tudják biztosítani. A Bizottságnak és a tagállamoknak ezért cselekedniük kell, hogy javuljanak a kockázatitőke-alapok működésének keretfeltételei, ideértve a határokon átívelő műveletekre vonatkozókat.

5.1. A tőke szabad mozgásának jelentősége

A tőke szabad mozgása egyike a Szerződésben rögzített szabadságoknak és egyben a pénzügyi integráció motorja. Az **integrált pénzügyi piac** a tőke hatékony allokációján keresztül kedvez az európai gazdaságnak, és növeli hosszú távú teljesítményét. A jól működő kockázatitőke-piac fontos részét képezi a pénzügyi piacnak, különösen az innovatív és versenyképes Európa megteremtésében betöltött szerepén keresztül.

Ezért kell biztosítani, hogy a kockázatitőke-piacok és a határokon átívelően működő alapok teljes mértékben tisztában legyenek a tőke szabad mozgásával, amelynek teljesülését az Európai Bizottság felügyeli.

5.2. A tőkeszerzés feltételeinek javítása

A kockázatitőke-piacok lehetőséget teremtenek az **intézményi befektetők,** úgy mint bankok, nyugdíjalapok és biztosító társaságok részére, hogy diverzifikálják portfóliójukat és válasszanak a különböző kockázati profilok között. A tagállamok némelyikében a nyugdíjalapok számára egyáltalán nem megengedett, hogy kockázatitőke-alapokba fektessenek, vagy ez csak mennyiségi, illetve földrajzi korlátozásokkal lehetséges. Ahol ez a helyzet, ott a tőkének egy lehetséges forrása hiányzik a kockázatitőke-piacról. A 2003/41/EK irányelv[11] tagállamok általi végrehajtása során az EU-ban működő foglalkoztatói nyugdíjalapok részére meg kell adni a lehetőséget, hogy az óvatosság elvének („prudent person rule") figyelembe vételével döntsenek a kockázati tőkének való kitettségük mértékéről. A tagállamok számára javasolt, hogy az óvatosság elvét („prudent person rule") terjesszék ki a nyugdíjalapok további fajtáira, illetve az **intézményi befektetőkre** is.

A határokon átívelő ügyleteket hátráltató további tényezőt jelent a **zártkörű kibocsátás európai rendszerének hiánya**. Ez magasabb szervezési költségeket eredményez a forrásgyűjtés során, ami főleg – a befektetők által megfizetett – jogi és tanácsadói díjakban jelentkezik. Ez negatívan hat a hozamokra és a befektetési kedvre. A zártkörű kibocsátás a befektetési termékeknek közvetlenül az intézményi befektetők részére történő eladásának egy különös módszere. A zártkörű kibocsátásokra vonatkozó tagállami szintű szabályozások jellemzően a széles közönségnek szánt alapok – például tőzsdei jegyzés útján történő – forgalmazására vonatkozó szabályok korlátainak feloldása irányába mutatnak. A zártkörű kibocsátásokra vonatkozó jelenleg hatályos rendszerek nagyon eltérnek egymástól. Egy közös rendszer létrehozásával lehetővé válna a az alapkezelők számára, hogy bárhol az EU-ban közvetlenül foglalkozzanak a tapasztalt befektetőkkel, és anélkül terjesszék ki tevékenységüket, hogy a kisbefektetők aggályainak okot adjanak.

A pénzügyi eszközök piacairól szóló irányelv[12] rendelkezéseket vezet be tapasztalt profik között lebonyolított, határokon átívelő, olyan tranzakciók megkönnyítése érdekében, amelyben kockázatitőke-alapok is részt vesznek. Esetleg többet is lehet tenni az alapkezelők, közvetítők és a jól felkészült befektetők között megvalósuló, határokon átívelő magántőke-tranzakciók megkönnyítése érdekében.

A Bizottság vizsgálja a nem harmonizált alapokra vonatkozó keretszabályokat (beleértve a kockázatitőke-alapokat is), valamint a határokon átívelő zártkörű kibocsátás akadályait, és 2008 első felében jelentést fog tenni a zártkörű kibocsátás európai rendszerének megteremtésének lehetőségeiről.

5.3. A szabályozási környezet javítása

A jobb szabályozási környezet hozzájárulna a működési költségek és kockázatok csökkentéséhez, valamint magasabb megtérülést, a kockázati tőke nagyobb forgalmát és **hatékonyabb kockázatitőke-piacokat** eredményezne. Ez az összes tagállam számára előnyös lenne, hiszen a kockázati tőke így a legígéretesebb vállalkozókhoz, illetve a legnagyobb növekedési és fejlődési potenciállal rendelkező vállalkozásokhoz juthatna el.

[11] HL L 235., 2003.9.23.
[12] 2004/39/EK irányelv; HL 2004/L 145/01., 2004.4.30.

A határokon átívelő befektetéseket akadályozó adminisztratív korlátok felszámolásával a kisebb alapok, illetve a kisebb országokban működő alapok számára is egyszerűbbé válik a működésüknek **földrajzi értelemben vett kiszélesítése**, a hatékonyságuk növelése, a méretgazdaságossági szint elérése, a hozamok növelése, a portfóliók diverzifikálása és specializálása.

Minden tagállam számára létfontosságú, hogy legyenek a kockázatitőke-alapok felállítására és befektetéseire vonatkozó keretfeltételek. A Bizottság elismeri az erre vonatkozóan tagállami szinten kidolgozott megoldások és szabályozások fontosságát. A hatóságoknak helyi szinten kell mérlegelniük a tőkeszakadék kialakulásában szerepet játszó kínálati és keresleti oldali tényezőket, illetve beazonosítaniuk az előrelépés érdekében szükséges jogi intézkedéseket.

A tagállamok felkérést kapnak arra, hogy helyi szinten megvalósuló tranzakciók mellett a határokon átívelő kockázatitőke-befektetések szempontját is szem előtt tartva **tekintsék át** vonatkozó jogszabályaikat.

A kockázati tőkére vonatkozó jogszabályokkal nem rendelkező tagállamokban a kidolgozandó új rendelkezéseknek lehetővé kell tenniük a határokon átívelő tranzakciókat.

5.4. Az adózás területén jelentkező akadályok felszámolása

A szabályozási kérdések mellett, az adózás szempontjai is kiemelt figyelmet érdemelnek. Annak érdekében, hogy a határokon átívelő kockázatitőke-befektetések előtt semmilyen akadály ne álljon, az alapoknak olyan jellemzőkkel kell rendelkezniük, amelyek kielégítik az egyes befektetői elvárásokat mind jogi, mind adózási szempontból.

Az EU-ban jelenleg **számtalan formában,** illetve számtalan jogszabály és struktúra szerint lehet alapot létrehozni, melyek sokfélesége adott esetben akár kettős adóztatáshoz is vezethet. A tagállamokat e tekintetben nagyjából három kategóriába lehet sorolni:

(i) Fejlett kockázatitőke-piaccal rendelkező tagállamok, ahol az adózási szempontból átláthatónak ítélés[13] vagy adómentesség nyújtásán keresztül különös megoldásokat dolgoztak ki a hazai és külföldi kockázatitőke-befektetők kezelésére, így például a betéti társaságként működő alapokra.

(ii) Olyan tagállamok, ahol kimondottan a kockázatitőke-befektetéshez külön társasági formát alakítottak ki, amely adómentességet élvez (adózás szempontjából átláthatónak minősül). Ugyanakkor ezek a formák túlságosan bonyolultak és/vagy korlátozó jellegűek, éppen ezért a gyakorlatban nem is használják ezeket.

(iii) Olyan tagállamok, ahol egyáltalán nem létezik különös szabály vagy rendelkezés, illetve társasági forma; a befektetések kizárólag off-shore cégen vagy valamilyen közvetítőn keresztül, esetleg egyéb meglevő társasági forma alkalmazásával (korlátolt felelősségű társaság, betéti társaság, befektetési társaság, valamilyen zártvégű befektetési alap, részvénytársaság, illetve egyéb társasági vagy befektetési struktúrában) valósíthatók meg.

[13] Az adózási szempontból átláthatóság azt jelenti, hogy a jövedelem és a tőkenyereség az alap szintjén alanyi adómentes abban az országban, ahol az alapot létrehozták.

Az ágazattal és a tagállamokkal folytatott átfogó konzultáció[14] rávilágított, hogy a kockázati tőke számára Európában jelenleg elérhető formák nem felelnek meg az EU-n belülről vagy kívülről érkező külföldi befektetők mindegyikének.

A határokon átívelő befektetésekkel járó esetleges adózással kapcsolatos hátrányok kiküszöbölése érdekében ezért párhuzamos elemeket is tartalmazó, összetett szerkezetű alapokat kell felállítani. Az ilyen struktúra létrehozásának[15] és kezelésének magas tranzakciós költsége, valamint az ezeket övező jogi bizonytalanság, tovább erősíti a kockázatitőke-alapoknak a határokon átívelő befektetésektől való idegenkedését.

A Nordic Innovation Centre javasolt[16] néhány megoldást az északi országok kockázatitőke-piacát alakító feltételek javítására: a betéti társaságként létrehozott alapokat adózási szempontból átláthatónak kell tekinteni; az alap menedzsmentjét végző cégnek áfamentességet áfa-mentességet kell biztosítani, és a külföldi alapokat nem szabad megadóztatni; Ez a megoldás versenyelőnyhöz juttathatja és megerősítheti a régiót az európai kockázatitőke-piacon belül.

A Bizottság már tett különböző intézkedéseket a közvetlen adók terén a belső piac működésének javítása érdekében. Ahogy a Bizottság már korábban is jelezte a kockázati tőke cselekvési terv[17] megvalósításával kapcsolatban: van még mit tenni a tagállamok szabályozási kereteinek javítása, és a határokon átívelő kockázatitőke-tranzakciókat sújtó gazdasági, illetve jogi értelemben vett **kettős adóztatás megszüntetése** érdekében.

A Bizottság egy a tagállamokból érkező, a kormányzati és a privát szférát képviselő szakértőkből álló csoportot állított fel a **kettős adóztatás** és az EU-ban a határokon átívelő kockázatitőke-befektetéseket korlátozó egyéb, **a közvetlen adókhoz tartozó akadályok** feltérképezésére, valamint az ezen akadályok leküzdésére alkalmas megoldások megvitatására. E szakértői csoportnak 2008 végéig kell jelentést tennie.

5.5. Előrehaladás a kölcsönös elismerés területén

A Bizottság szerint a kockázati tőke határokon átívelő tőkeszerzési és befektetési műveletei előtt álló akadályok felszámolása és a belső piac előnyeinek érvényre juttatása érdekében a kockázati tőkének valamely tagállamokban jól működő formáit a nem hazai befektetők részére kidolgozott megfelelő megoldásokkal együtt át lehetne venni és el lehetne ismerni máshol is. A gyakorlatban az ilyen kezdeményezések némi jogszabálymódosítást igényelnek, végrehajtásukhoz pedig tagállami és ágazati szintű elkötelezettség szükséges.

Ideális esetben ki lehetne dolgozni egy egységes formát a kockázati tőke számára, amely bárhol az EU-ban bármely alap befektetője számára **ugyanazokat a feltételeket** biztosítaná.Ez a megoldás nem zárná ki a különböző tagállami formák használatát a tagállami és helyi szinten létrehozott alapok tekintetében. Ugyanakkor ez a megoldás rövid távon nem

[14] Lásd a szakértői csoport 2007. márciusi jelentését a mellékletben.
[15] Az alap működésének 10 éve alatt az összes költség akár a befektető kötelezettségvállalásainak 1%-át is elérheti.
[16] Obstacles to Nordic Venture Capital Funds, (Az északi kockázati tőkealapokat korlátozó akadályok) a Nordic Innovation Centre 2007. szeptemberi tanulmánya.
[17] COM(2003) 654, 2003.11.4.

tűnik megvalósíthatónak a különböző jogrendszerek szerint tevékenykedő befektetőkre vonatkozó eltérő adózási szabályok okozta összetett helyzet miatt.

A tagállami jogi és adózási szabályozást érintő kérdések összetettsége miatt a Bizottság a kockázati tőke és befektetőinek **egységes értelmezése** érdekében folyó erőfeszítések fokozását szorgalmazza. Erről az alapról kiindulva lehet eljutni **a meglevő tagállami keretek kölcsönös elismeréséhez**. A töredezett kockázatitőke-piacon **rövid távon** ez tekinthető a leggyakorlatiasabb megközelítésnek.

A fenntartható és hatékony kockázatitőke-piac megteremtése érdekében a meglévő szabályozásuk felülvizsgálatakor vagy új szabályozás elfogadásakor a tagállamoknak tekintettel kell lenniük az alábbi, jó gyakorlatokat érvényesítő szempontokra[18]:

- **A kockázatitőke-alapok kölcsönös elismerése:** a valamely tagállam jogrendszere szerint felállított kockázatitőke-alapot a többi tagállamban az ottani kockázatitőke-alapokkal egyenértékűnek ismernék el, és nem kellene minden egyes jogrendszer szerinti alapítási feltételeknek külön-külön eleget tennie. A tagállami hatóságok elismernék, hogy a másik tagállamban bejegyzett és ő piacukon tevékenykedő alap már egy másik, az alapítás szerinti szabályozási keretrendszer alanya.

- Ha az alapítás szerinti szabályozási keretrendszerben működő **alapkezelő** közvetlenül tevékenykedhetne abban az országban, ahol a befektetést eszközöl anélkül, hogy ott újból „létre kellene hozni”, akkor a működési költségek és az időszükséglet csökkennének.

A Bizottság elismeri, hogy a javasolt megoldás a **felügyelet és az átláthatóság kölcsönösen elfogadható szintjeinek meglétét** feltételezi. A tagállami illetékes hatóságok ezen az alapon elismerhetnék, hogy a többi tagállamból származó kockázatitőke-alap hasonló szabályozási keretrendszer alanya, és biztosíthatnák az **együttműködést és a felügyelet összeegyeztethetőségét** a már most is meglevő együttműködési keretek között.

A kockázatitőke-alapok és az alapkezelők számára erősen javasolt, hogy mind a hozzáállás, mind a tartalom tekintetében igyekezzenek átvenni az ágazat világszínvonalú minőségi normáit. Mint bármilyen más szerződés esetében, a befektetésben részesült cégek az esetleges jogvitáikat a mindenkor alkalmazandó jog szerint rendezhetik.

6. KÖVETKEZTETÉSEK

6.1. Következő lépések és javaslatok

A határokon átívelő tőkeszerzés és befektetés feltételeinek javítása érdekében a **Bizottság**
- Elemezni fogja a határokon átívelő magán tőkebefektetések tagállami feltételeit és akadályait. 2008 első felében jelentés készül az európai zártkörű kibocsátás rendszerének létrehozásának feltételeiről. - A tagállamok szakértőivel közösen feltérképezi a kettős adóztatás eseteit és a határokon átívelő kockázatitőke-befektetéseket korlátozó egyéb, a közvetlen adókhoz kapcsolódó korlátokat; a szakértői csoportnak 2008 végéig jelentést kell készítenie.

[18] Lásd a szakértői csoport 2007. márciusi jelentését a mellékletben.

- Ezen jelentések alapján, egy EU-szerte érvényes keretrendszer kialakítása irányába történő elmozdulás érdekében a Bizottság meg fogja vizsgálni a közös jellemzők meghatározásának lehetőségeit; továbbá tanulmányozni fogja, hogy miként tud a tagállamok segítségére lenni a kölcsönös elismerés feltételeinek megteremtésében.
A piac töredezettségének mérséklése és a kockázati tőke tőkeszerzési és befektetései feltételeinek javítása érdekében a Bizottság **felkéri a tagállamokat**, hogy:
- ahol még nem tették meg, ott *terjesszék ki az óvatosság elvét („prudent person rule")* az intézményi befektetők további formáira, beleértve a nyugdíjalapokat is. - Határozzák meg a kockázatitőke-alap , illetve a minősített befektető jellemzőinek közösen elfogadott fogalmát, és fontolják meg *tagállami szabályozási keretrendszerek kölcsönös elismerésének koncepcióját.* - Hatályos jogszabályok felülvizsgálata vagy új rendelkezések elfogadása által *számolják fel a szabályozási, illetve adózási akadályokat*. A cél az, hogy minden kockázatitőke-alap, beleértve a kisebb, specializált alapokat is, lehetőséget kapjon a specializálódásra és a diverzifikálódásra. E cél elérése érdekében biztosítani kell, hogy az alapok és az alapkezelők határokon átívelő befektetései a hazai befektetésekkel azonos feltételeket élvezhessenek. Ez magában foglalja a párhuzamos regisztrálási kötelezettség eltörlését. - Tegyék lehetővé az *együttműködést, valamint a felügyelet és az átláthatóság kölcsönösen elfogadható szintjeinek érvényesülését*. - Ösztönözzék a *versenyképes klaszterek* fejlődését, és segítsék a *likvid kilépési piacok* létrejöttét.

6.2. Partnerségi megközelítés

A tagállamok, az Európai Bizottság és az ágazat képviselői közötti **szoros együttműködés** létfontosságú ezen javaslatok végrehajtása és az európai kockázatitőke-piac megteremtése irányba történő előrehaladás szempontjából.

A Bizottság továbbra is ellenőrizni fogja a kockázatitőke-piacoknak a **nemzeti reformprogramokban** leírtak szerinti fejlődését.

A Bizottság tovább fog dolgozni egy egységesebb kockázatitőke-piac megteremtésén, amely hozzájárul az innovatív kkv-k forráshoz jutási feltételeinek javításához, és ezen kérdésekről 2009-ben újabb jelentést készít.