

BEFEKTETŐVÉDELEM – TÁRSASÁGI JOGI SZABÁLYOK A KOCKÁZATI TŐKEBEFEKTETÉSEK TÜKRÉBEN¹

CZINKÓCZKY ZOLTÁN

adótanácsadó asszisztens (Ernst and Young)

MIKE KÁROLY

közgazdász, tudományos főmunkatárs (Hétfa Kutatóintézet)

1. Bevezetés

Hogyan támogathatja a jogi környezet a kockázati tőkebefektetések megvalósulását? Mennyire hatékonyan segíti elő jelenleg a hazai jogrend, azon belül is a társasági jog e sajátos vállalat-finanszírozási forma terjedését? Tanulmányunkban ezekre a kérdésekre keressük a választ. Az észak-amerikai és nyugat-európai trendeket követve, a kockázati tőke viszonylag új, de egyre fontosabb jelenség a magyar gazdaságban. Az iparág fejlődésében pedig fontos szerepet játszik a működését meghatározó jogi szabályrendszer, illetve joggyakorlat. Célunk egyrészt, hogy megvizsgáljuk a kockázati tőkebefektető és a finanszírozott vállalkozás közötti kapcsolat közgazdasági logikáját, és ebből kiindulva normatív (hatékonyasági) elvárásokat fogalmazzunk meg a jogrenddel szemben. Ennek érdekében áttekintjük a téma közgazdasági és nemzetközi empirikus szakirodalmát. Másrészt, kísérletet teszünk arra, hogy a magyar társasági jogot szembesítsük ezekkel az elvárásokkal. Megvizsgáljuk, hogy a törvényi szabályozás mennyiben engedi, illetve támogatja kifejezetten a befektető és a vállalkozás közötti kapcsolat hatékony kialakítását.

¹ Az írás az „Elemző vizsgálat és módszertani ajánlások megfogalmazása: hogyan segítheti a Kormány a gazdasági szereplők versenyképesség javítására törekvő összefogásait – (Magánszemélyek kis- és középvállalkozásokban történő tulajdonszerzésének ösztönzése kormányzati eszközökkel)” című tanulmány alapulvételével készült. Kutatásvezető: Mike Károly, kutatók: Czinkóczy Zoltán, Herczeg Bálint. A kutatás „A partnerség és a párbeszéd szakmai hátterének megerősítése, közös kezdeményezések támogatása” című, TÁMOP 2.5.2. kiemelt program támogatásával valósult meg.

A 2. fejezetben meghatározzuk a kockázati tőke fogalmát és gazdasági jelentőségét. A 3. fejezetben kifejtjük a befektető és a vállalkozás közötti viszony fő dilemmáit a közgazdaságtan szemszögéből. Központi tézisünk, hogy e viszony elsődleges kérdése az, hogy a kockázati tőkebefektető milyen eszközökkel képes kezelni a vállalkozással (és a vállalkozóval) kapcsolatban felmerülő kockázatokat. A 4. fejezetben a kockázatkezelést célzó szerződéses megoldásokat ismertetjük, és röviden áttekinthetjük a nemzetközi tapasztalatokat azzal kapcsolatban, hogy miképpen támogathatja, vagy éppen gátolhatja ezek alkalmazását egy ország jogrendje. Az 5. fejezetben azt mérlegeljük, hogy a magyar társasági jogi szabályozás mennyiben támogatja az előzőekben azonosított kockázatkezelési technikák megvalósítását. A 6. fejezetben összegezzük főbb megállapításainkat, szabályozási javaslatainkat.

2. A kockázati tőke fogalma és jellemzői

Egy vállalkozásnak életciklusa különböző időszakaiban eltérő tőkemennyiségre van szüksége, a forrásszerzés azonban különösen nehéz az induló és működésük kezdeti szakaszában lévő vállalatoknak. E vállalkozások számára még nem áll rendelkezésre olyan vagyonelem vagy elégséges ‘cash flow’, ami biztosítékként szolgálhatna, nincs hitelfelvételi múltjuk vagy követhető előéletük. Ezek nélkül a bankok nehezen tudnak megfelelő finanszírozást nyújtani, ráadásul gyakran nem tudják jól felmérni az innovatív vállalatok üzleti terveiben lévő kockázatokat sem. A hitelt nyújtó bank a visszafizetés kockázatát nem tudja egyszerűen a törlesztéshez előírt kamatszint növelésével kompenzálni, mert a kamat emelkedése kontraszelekción és morális kockázati problémát is okoz. Egyrészt kontraszelekción léphet fel, amennyiben éppen a rossz adósok vennének csak fel hitelt a rosszabb feltételek mellett, másrészt morális kockázattal kell számolni, mivel ha nagyon magas az adósságszolgálat mértéke, az lerontja a vállalkozó motivációját,² ezzel együtt pedig a megtérülés valószínűségét. A hitelezők ezért ‘hiteladagolásra’ (‘credit rationing’) kényszerülnek, vagyis kénytelenek a hitelfelvevőket alapos vizsgálatnak és szűrésnek alávetni. A kockázati tőke az ilyen, nehezen finanszírozható vállalkozások számára nyújthat megoldást.

A kockázati tőkebefektetéseket a magántőke-finanszírozás (‘private equity’) egyik részterületeként az alábbi jellemzőkkel lehet körülírni:

- részvételi tőkebefektetés, amely nem merül ki a tőke biztosításában;
- a befektetések célpontjai tőzsdén nem jegyzett vállalkozások;
- a cél nem az osztalékhozam maximalizálása, hanem a portfólió cég minél gyorsabb fejlődése és értéknövekedése;
- a befektetés időtávja általában 3-7 év;

² Tegyük fel például, hogy a vállalkozó minden erőfeszítési szinthez hozzá tudja rendelni az (adósságszolgálat nélkül számított) nettó bevételének valószínűségi eloszlását! Pozitív erőfeszítést (nulla helyett) akkor érdemes tennie, ha az ebből fakadó nettó bevétele meghaladja az adósságszolgálat nagyságát. Minél nagyobb az utóbbi, annál nagyobb az esélye, hogy semekkora erőfeszítést sem fog tenni.

- a befektetés jövedelme a cégből történő kiszálláskor árfolyamnyereség formájában realizálódik.³

A vállalkozás szempontjából a kockázati tőke annyiban kedvezőbb a klasszikus hitelfinanszírozásnál, hogy nem kapcsolódik hozzá rendszeres adósságszolgálat. A kifizetéseket a cég jövőbeli teljesítménye határozza meg, így a tőketörlesztés nem akadályozza a növekedést. A kockázati tőkés ugyanakkor nemcsak finanszírozást hoz a vállalkozásnak, hanem további szerepet is vállal az üzlet működtetésében.⁴ Ennek módja lehet például aktív részvétel az üzletvezetésben, döntés stratégiai kérdésekben, általános vállalatvezetési vagy specifikus iparági szakértelem nyújtása. A tőkejuttatás mellett a tudástranszfer azért is rendkívül fontos, mert egy induló vállalkozásnak általában kevesebb tőkére és inkább nagyobb támogatásra van szüksége, ami más forrásból nem igazán pótolható.⁵ Ezen túlmenően a kockázati tőkés, mint szofisztikált pénzügyi befektető jelenléte a további forrásbevonás lehetőségeit is megkönnyítheti, mivel gyakran pozitív jelzésként szolgál a befektetési portfóliójában lévő cég (röviden: portfóliócég) kilátásait illetően.⁶

A befektető cserébe számos garanciát kér annak biztosítására, hogy a rendelkezésre bocsátott tőkét a portfólió-társaság megfelelő módon használja fel. E garanciák sokszor jelentős mértékű beleszólást adnak a társaság működésébe. Ez az egyik legfőbb ok, amiért a vállalkozók kerülnek a külső tőkebefektetőket: nem szívesen engednek másnak beleszólást a cégük működésébe. A tőkebevonás hasznait és a velejáró kötelezettségeket valószínűleg összefoglalja az a megállapítás, miszerint a kockázati tőke a céltársaság bukása esetén a legolcsóbb, siker esetén viszont a legköltségesebb finanszírozási forma.⁷ A hitelfinanszírozással ellentétben tehát a befektető a portfóliócég üzleti kockázatát is részben átvállalja, a kockázatnak megfelelően pedig jelentős megtérülést vár el.⁸

A fentiek alapján a kockázati tőkebefektetések alapvető meghatározója, hogy a befektetés védelme érdekében a megszerzett társasági részesedéshez milyen jogosultságok társulnak, illetve egyéb szerződési konstrukciókkal milyen többletjogok biztosíthatók a befektetők részére. A következőkben az egyes kockázattípusokat, illetve a rendelkezésre álló jogi megoldásokat vizsgáljuk meg.

³ Lásd pl. HVCA (HUNGARIAN VENTURE CAPITAL ASSOCIATION): *Tőkebevonási kalauz*. Budapest, Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület, 2008.

⁴ Például David GLADSTONE: *Venture Capital Handbook*. New Jersey, Prentice Hall, 1988.

⁵ KOSZTOPULOSZ Andreász – MAKRA Zsolt: Az üzleti angyalok szerepe a növekedni képes kisvállalkozások fejlesztésében Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, 51., 2004/7. 717–739.

⁶ Jean TIROLE: *The Theory of Corporate Finance*. Princeton University Press, 2006. 75–101.

⁷ OSMAN Péter: *Kockázati tőke a vállalkozás finanszírozásában*. Budapest, CO-NEX, 1996. 51–61.

⁸ OSMAN Péter: A kockázati tőkéről. In: MAKRA Zsolt (szerk.): *A kockázati tőke világa*. Budapest, Aula, 2006. 11–32.

3. Befektetési kockázatok és kezeléseik

3.1. Alapvető kockázatok

A magántőke befektetők sajátos kockázata abból ered, hogy közvetlenül fektetnek be vállalatokba. Ezért azoknak a problémáknak a megoldására, amelyekre a pénzügyi közvetítő rendszer létrejött (beruházási lehetőségek megtalálása, beruházási lehetőségek áttekintése és válogatása, monitoring költség csökkentése stb.), a befektetőnek magának kell megoldást találnia. A szervezett piacokhoz képest plusz kockázatot jelent az is, hogy a megszerzett részesedéseknek rendkívül alacsony a likviditása. Ez kockázati tőkebefektetések esetében azért jelent kiemelt kockázatot, mert a hozam jellemzően csak a részesedés értékesítésekor, árfolyamnyereséggéként realizálódik. Másrészt legtöbbször az egyik befektetésen elért hozam kompenzálja a befektetőt a többi befektetésén elszenvedett veszteségért. Az egyik befektetésen elérhető hozammal kapcsolatos kockázat tehát kihatással van a befektető többi befektetésére vonatkozó döntéseire is.

Robinson és Cottrell összefoglalása szerint a befektetések különböző szakaszaiban a kockázat három fő típusa jelenik meg:⁹

- *technológiai kockázat*: nem lehet biztosan tudni, hogy az adott vállalat képes-e piacépes termékeket előállítani és azokat költséghatékonyan gyártani;
- *piaci kockázat*: ismeretlen az is, hogyan fog a jövőben változni a kereslet a vállalat terméke iránt, hogyan szoknak hozzá a fogyasztók, milyen versenytársak vannak, illetve várhatóak;
- *ügynöki kockázat*: amit a vállalat tulajdonosa (fő kockázatviselője) és a vállalat menedzsere (döntéshozója) közötti információs aszimmetria okoz, két alapvető formája fordulhat elő, a kontraszelekció és a morális kockázat.

Kontraszelekció jellemzően a befektetési lehetőségek kiválasztása kapcsán merül fel. Azok a vállalatok, amelyeknek erős növekedési potenciáljuk van (és emiatt jó befektetési lehetőséget jelentenek), ritkábban keresnek külső befektetőket, hogy az ötlet gazdája minél nagyobb tulajdonrészt megőrizzen. Ebből következik, hogy külső finanszírozást általában azok a cégek keresnek, amelyek nem jelentenek olyan jó befektetést (hiszen az ötlet gazdája így kevesebb saját forrást tesz kockára).¹⁰ Emiatt a befektetési lehetőségek között a rosszabbak felülreprezentáltak. További probléma, hogy mivel a befektetők csak korlátozottan tudnak különbséget tenni a különböző vállalkozók között, ezért az átlagosan várható minőségnek megfelelő ajánlatot tesznek, ami az igazán jó (lelkiismeretes, rátermett, hozzáértő stb.) vállalkozók számára nem lesz vonzó. Így még inkább kiszorulnak a kínálatból az igazán jó befektetési lehetőségek. Mindezek a problémák nem merülnének fel, ha a befektetők tudnák a

⁹ Michael J. ROBINSON – Thomas J. COTTRELL : Investment Patterns of Informal Investors in the Alberta Private Equity Market. *Journal of Small Business Management*, 45., 2007/1. 47–67.

¹⁰ Ez a hatás természetesen csak akkor jelenik meg, ha feltételezhető, hogy a vállalkozóknak legalább egy része elő tud teremteni (személyes vagyonából, rokoni-baráti körből stb.) elegendő forrást a beruházáshoz.

befektetésük tényleges értékét, ám erről megbizonyosodni általában túlságosan költséges. Scholtens ezt *ex ante* problémának nevezi, hiszen már a finanszírozást megelőzően létező, eredendő információs aszimmetriából fakad.¹¹

Meg kell ugyanakkor jegyeznünk, hogy a vállalkozások maguk is törekedhetnek a kontraszelekciónak problémá enyhítésére azáltal, hogy hiteles jelzéseket küldenek magukról. Nofsinger és Wang arra mutat példát, hogy a befektetés valódi értékét jelezheti új termék bevezetése, vagy az esetlegesen meglévő vezetői tapasztalat, ami pozitívan hathat a vállalat forrászerzésére.¹²

Morális kockázat abban jelentkezik, hogy a vállalat vezetőjének viselkedése megváltozik a külső finanszírozás megszerzését követően. Kockázatvállalási hajlandósága megváltozik, ragaszkodik a pozíciójához, elhallgat negatív vállalati információkat. Scholtens ezt *ex post* problémának nevezi, mivel a finanszírozást követően jelentkezik.¹³ Tőkebefektetések esetén különös problémát jelent a rendszeres adószolgáltatás hiánya, mivel a visszatérő törlesztések nem hatnak fegyelmezőleg a vállalkozóra. Hitelfinanszírozás esetén ugyanis a vállalkozónak ki kell termelnie az időszakos törlesztésekhez szükséges forrásokat. A törlesztések korlátozzák a rendelkezésre álló szabad pénzmennyiséget, amit a vállalkozó esetleg megpróbálhat saját magáncéljaira fordítani, emellett motivációt is jelentenek a bevételek növelésére.

A célokat illetően is lényegi eltérés lehet a felek között, a tőkebefektető ugyanis néhány éves időtávon belül szeretné maximalizálni a cég értékét és a kiszálláskor realizálható hozamot. Ez azonban ellentétben állhat a vállalkozó osztlékpolitikát és javadalmazást illető elképzeléseivel. A vállalkozó ugyanis gyakran a portfóliócégtől kapott rendszeres kifizetésekből (munkabér, megbízási díj, osztalék, stb.) fedezné a megélhetését. A befektető viszont a profitot a cég további fejlődésére kívánja fordítani, hogy azt később minél nagyobb nyereséggel lehessen értékesíteni.

Előfordulhat továbbá, hogy a vállalkozó akkor is az üzlet folytatása mellett döntene, amikor azt már egyáltalán nem lenne érdemes folytatni. A befektető is elhatározhatja a finanszírozás befejezését, amennyiben a portfólió cég nem veszteséges ugyan, de nem teljesít az elvárásoknak megfelelően.¹⁴ Tovább súlyosbítja a problémát, hogy a vállalkozó a befektetés kezdetén nélkülözhetetlen, és a későbbiekben sem egyszerű leváltani, valamint a helyére új vezető tisztségviselőket találni.

A kockázati tőkebefektetések egy másik sajátos kockázata a kiszállással kapcsolatos. Ahogy korábban esett már szó róla, a befektetésen elért hozam realizálása elsősorban a részesedés értékesítésekor történik. Maga az értékesítés azonban korántsem egyszerű feladat, tekintettel arra, hogy az ügylet tárgya zártkörűen működő társasá

¹¹ Bert SCHOLTENS: Analytical Issues in External Financing Alternatives for SBEs. *Small Business Economics*, 12., 1999/2. 137–148.

¹² John R. NOFSINGER – Weicheng WANG: Determinants of Start-up Firm External Financing Worldwide. *Journal of Banking & Finance*, 35., 2011/9. 2282–2294.

¹³ SCHOLTENS i. m.

¹⁴ William A. SAHLMAN: The Structure and Governance of Venture Capital Organizations. *Journal of Financial Economics*, 27., 1990. 473–521.

gokban fennálló részesedés. Potenciális vevőként elsősorban egy másik szakmai befektető, valamelyik piaci versenytárs, vagy pedig a társaság alapítói köre jöhet szóba.

3.2. A kockázatkezelés fő módszerei

Ahhoz, hogy egy befektető sikeres lehessen, a kockázatait valamilyen formában kezelnie kell. A piaci és technológiai kockázat kezelésének egyik legkézenfekvőbb módja, hogy olyan területen hajt végre tranzakciókat a befektető, ahol már számottevő tapasztalata van. Ha a befektető ismeri az adott iparág jellemzőit és trendjeit, sokkal kisebb eséllyel szembesül olyan nem várt eseményekkel, amelyek egy teljesen idegen terepen jelentkehetnek. Így számos kockázati tőkést találhatunk, akik elsősorban például számítástechnikai, gyógyszeripari vagy éppen a média területén működő, esetleg orvosi vagy biotechnológiai cégekbe fektetnek. Az iparág-specifikusság mindemellett azt az információs aszimmetriát és a belőle fakadó ügynöki kockázatot is segít enyhíteni, ami a vállalkozó előnyeként jelentkezik a befektetési döntés előtt. De a befektetések nemcsak iparág alapján, hanem a portfóliócégek életciklusa alapján is differenciálhatók, ami összhangban van az egyes stádiumokban levő cégek eltérő kockázati minőségével, és ezzel párhuzamosan az egész befektetés struktúrájával.

Nagyobb összeget befektetőknél további fontos kockázatkezelési eszköz a befektetések diverzifikálása. Minél több különböző befektetése van egy időben a befektetőnek, annál jobban tudja kezelni a sikertelen projekteket. Kockázati tőkebefektetések során tízből általában csak egy befektetés sikeres, az az egy viszont olyan hozamot termel, ami kompenzálja a befektetőt a sikertelen vállalkozások miatt is.¹⁵

Az előző pontban említett aszimmetrikus információs problémák csökkentésére Scholtens a következő lehetőségeket sorolja fel (jelezve azok korlátait is).¹⁶

- *tulajdonlás*: a befektető résztulajdonosként erősebb tárgyalási pozícióból tárgyalhat a vállalkozóval, beleszólhat a menedzsment-döntésekbe;
- *a biztosítékok és szerződési kötelezettségek* biztonságot nyújthatnak a befektető számára (azonban egy kezdő vállalkozásnak nincsenek olyan eszközei, amelyek biztosítékkul szolgálhatnak, a meglévő eszközök nagy része is forogóeszköz és likvid formában van, amit nem lehet biztosítékként használni);
- *hosszan tartó finanszírozási kapcsolat* esetén megtakarítható a tranzakciós költségek jelentős része (ez a lehetőség egy frissen induló vállalkozás számára, hiszen kivéve azt az esetet, amikor tapasztalt vállalkozó vezet a vállalkozást, kapcsolati tőke nem áll rendelkezésre);
- ismételt ügyletek során jó *reputáció* alakulhat ki (ha egy vállalat több rövid távú hitelt sikeresen visszafizetett, akkor ezzel kialakult hírnév segítheti nagyobb, hosszabb távú hitelek folyósítását; de ennek egyrészt költségei vannak, másrészt pedig időbe telik a hírnév kiépítése).

¹⁵ Vö. OSMAN (2006) i. m. 11–32.

¹⁶ SCHOLTENS i. m.

A tőkebefektetés folyamata általában az alábbiak szerint zajlik. A befektető számos üzleti tervet áttanulmányoz, amik közül kiválasztja azt a néhány piaci lehetőséget, ami megfelel a befektetési politikájának és számottevő üzleti potenciált is hordoz. Ideális esetben a befektető megbízható forrásokon keresztül is informálódik, vagy akár magától a vállalkozótól is kér referenciákat. Hasonlóképpen fel kell mérni a céltársaság finanszírozási szükségletét is. A konkrét befektetés emellett további előfeltételek teljesítésétől függ, az egyik legfontosabb feltétel a céltársaság átvilágítása üzleti, pénzügyi, jogi, adózási stb. szempontból.¹⁷ A zárási feltételek maradéktalan teljesítése esetén kerül csak sor a tényleges befektetésre.

A piaci szereplők által alkalmazott megoldások természetesen nem homogének, a kockázat kezelésében eltérnek az informális és a formális kockázati tőkebefektetők. Van Osnabrugge szerint a formális kockázati tőke alapok az *ex ante* kockázatokat igyekeznek kezelni a vállalat igen alapos átvilágításával.¹⁸ A befektetők egy másik köre – a jellemzően egyénileg vagy alkalmi partnerekkel együtt befektető „üzleti angyalok” – viszont inkább személyes szaktudására és kapcsolataira hagyatkozik, a befektetés után pedig intenzív személyes jelenlétével és segítségével igyekszik csökkenteni a vállalkozás kockázatát. Kelly és Hay empirikus vizsgálatai ugyanakkor egyértelművé teszik, hogy a részletes írásos szerződések az informális befektetők esetében is rendkívül fontos szerepet játszanak.¹⁹ A befektetések formális jogi környezetének vizsgálata tehát mindkét befektetőtípus esetében releváns.

4. Szerződéses kockázatkezelési megoldások

A kockázati és magántőke befektetésekkel járó kockázatok kezelésében fontos szerep jut a szerződéseknek. Természetesen ezek önmagukban korántsem elégségesek a felek közötti bizalom megteremtéséhez, a jogrend által elismert, jól strukturált írott szerződések azonban kétségkívül szükséges elemei a befektető és a vállalkozás közötti kapcsolatnak. Az alábbiakban részletesen elemezzük, milyen szerződéses eszközök játszhatnak szerepet a kockázatkezelésben. Ezután röviden áttekintjük, hogy a nemzetközi szakirodalom szerint a jogi szabályozás hogyan befolyásolhatja ezeknek az eszközöknek az alkalmazását.

¹⁷ Például BBAA (BRITISH BUSINESS ANGEL ASSOCIATION): *Business Angel Investing: A Guide to Legal, Tax & Regulatory Issues*. British Business Angels Association, 2009.

¹⁸ Mark VAN OSNABRUGGE: A Comparison of Business Angel and Venture Capitalist Investment Procedures: An Agency Theory-based Analysis. *Venture Capital*, 2., 2000/2. 91–109.

¹⁹ Peter KELLY – Michael HAY: Business Angel Contracts: The Influence of Context. *Venture Capital*, 5., 2006/4. 287–312.

4.1. Kockázatkezelési technikák

A befektetési megállapodásokban alkalmazott megoldások igen sokfélék. Az egyes elméleti rendszerezések alapján²⁰ az ismertetett kockázati formák kezelésének a legfontosabb területei:

- a vállalkozó megfelelő ösztönzőkkel történő ellátása (ösztönzés);
- a társaság működésének felügyelete aktív és passzív eszközökkel (ellenőrzés);
- a befektetéshez kapcsolódó biztosítékjellegű eszközök (biztosítás) és
- a hozam realizálását elősegítő megoldások (likviditás).

Amint látni fogjuk, az egyes megoldások nagyban összefüggnek és egyszerre több célt is szolgálhatnak. A társaság működésében való részvételhez kapcsolódó eszközök jó része például felfogható úgy is, mint ami a befektetett összeg megfelelő felhasználásának biztosítását teszi lehetővé. Az elsősorban a befektetés biztosítását szolgáló megoldások pedig kapcsolódnak az olyan általános megoldásokhoz, mint a diverzifikáció és a szindikálás.

4.1.1. Ösztönzés

A vállalkozó megfelelő ösztönzőkkel történő ellátása kardinális kérdés, mivel a befektető egyrészt nem képes a vállalkozó helyett vezetni a céget, másrészt erre erőforrásainak szűkossége miatt sem lenne lehetősége. Az egyik legjellemzőbb és legáltalánosabb módszer a finanszírozás lépcsőzetes adagolása ('staging'), és ehhez kapcsolódóan a cég teljesítményének mérföldkövekhez kötése. Ez a megoldás ösztönzi a vállalkozót, mivel minden körben csak annyi pénzt kap az üzlethez, amennyivel a következő mérföldkőnek számító fejlesztés vagy teljesítmény-indikátor elérhető. Minden finanszírozási lépcső végén a befektető döntésétől függhet, hogy további forrás rendelkezésre bocsátásával folytatja-e a projektet, ezzel a módszerrel a potenciális veszteség is korlátok között tartható.²¹

A vállalkozó ösztönzése azért is problematikus, mert a befektetés időtartama alatt a portfóliótársaság eredményét jellemzően a további működés finanszírozására fordítják, abból a tagoknak kifizetéseket nem teljesítenek. Ha viszont a vállalkozónak a portfóliócég az egyetlen jövedelemforrása, akkor általában szeretne az életszínvonalát fedező kifizetésekben részesülni. A hatékony együttműködéshez egyrészt elengedhetetlen, hogy a vállalkozónak is számottevő részesedése legyen a finanszírozott társaságban. A célok összehangolásához alkalmazott további eszköz, hogy

²⁰ SAHLMAN (i. m.) felosztása szerint az eszközök a következő négy csoportba sorolhatók: (1) a finanszírozás lépcsőzetessége, (2) a vállalkozó számára állított ösztönzők, (3) a működésben való részvétel és (4) a befektetés likviditásának biztosítása. KELLY-HAY (i. m.): hasonló felosztást alkalmazva szintén négy megoldáscsoportot különböztet meg, ezek a (1) az elvárt haszon mértékének a kockázatokhoz igazítása, (2) a lépcsőzetes finanszírozás, (3) a jogok és kötelezettségek szerződésbeli meghatározása és (4) a befektetés utáni monitoring aktív közreműködésen és információs jogokon keresztül.

²¹ Carsten BIENZ – Julia HIRSCH: *The Dynamics of Venture Capital Contracts*. EFA 2008 Athens Meetings Paper, 2009.

a vállalkozó a cég teljesítményétől függő mértékű opciókat kap. A ‘put’ és ‘call’ opciók, azaz kölcsönös vételi és eladási jogok előre meghatározott feltételek teljesülése esetén az egyik fél egyoldalú döntése alapján vételi vagy eladási kötelezettséget keletkeztetnek. Gyakori megoldás például, hogy egy bizonyos teljesítmény-indikátor elérésekor a vállalkozó jogosult lesz a befektető részesedésének bizonyos százalékát megvásárolni, a befektető pedig köteles azt eladni. Ha a cég nem hozza a várt eredményeket, akkor a befektető nagyobb szerephez juthat a társaság irányításában, ami a vezető tisztségviselők leváltásával és a vállalkozó (szélsőséges esetben akár teljes) részesedésvesztésével is járhat. Ha viszont a körülmények kedvezően alakulnak, a befektető fokozatosan feladhat kontrolljogaiból, ami ugyancsak a vállalkozó teljesítményét ösztönzi.²²

Mindemellett a befektető nyilvánvaló érdeke, hogy a vállalkozó ne folytasson más olyan tevékenységet, ami hátrányosan befolyásolhatja a cég kilátásait, és lehetőleg minél tovább részt vegyen annak működésében. Ezért gyakran kötnek versenykorlátozási megállapodást, valamint differenciáltan kezelik azt is, hogy a vállalkozó milyen körülmények között válik meg a cégtől (‘good leaver – bad leaver provisions’). Ha például a vállalkozó idő előtt elhagyja a társaság ügyvezetését és nem marad annak alkalmazottja sem, akkor előírható, hogy meg kell válnia a részesedésétől is, általában a piacnál alacsonyabb áron.

4.1.2. Résztvevő ellenőrzés

A céltársaság működésének ellenőrzése a tőkebefektetések egyik jellegzetessége, kontrolljogok nélkül ugyanis biztosítékként leköthető tárgyi eszközök és ‘cash flow’ hiányában egyáltalán nem lenne lehetőség finanszírozásra.²³ A részvétel intenzitása igen eltérő lehet a befektető beállítottságától és a céltársaság igényeitől függően. Beletartozhat egyrészt, hogy a befektető is vezető tisztségviselőként tevékenykedik a társaságnál, vagy pedig jogosult a vezető tisztségviselők egy részének kiválasztására.

Ezen túlmenően a magánbefektető kiterjedt döntési jogosultságokat is biztosít magának, hogy a céget érintő legfontosabb döntéseket a hozzájárulása nélkül ne lehessen meghozni. Ilyen stratégiai kérdés nyilvánvalóan az üzleti terv meghatározása. Továbbá ilyen lehet például általánosságban minden ügylet egy meghatározott összeghatár felett, egy új üzletág indítása, szorosabb együttműködés elhatározása más piaci szereplőkkel, illetve jellemzően a további forrásbevonás lehetőségei. A döntés a menedzsment helyett a tagok hozzájárulásához köthető, de vétőjog is biztosítható a befektetőnek, vagy az általa kinevezett vezető tisztségviselőnek. A befektetőnek biztosított többletjogok azonban sokszor a portfóliócég teljesítményétől függenek. A privilegizált társasági részesedéshez kapcsolódó pluszjogosultságok feladása kétség

²² Steven N. KAPLAN – Per STRÖMBERG: Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts. *NBER Working Paper Series*, 7660., 2000.

²³ TIROLE i. m. 75–101.

kívül ösztönzőleg hat a vállalkozó tevékenységére, mert mérsékelt teljesítmény esetén saját, pluszjogosultságok nélküli részesedése kevesebbet ér.²⁴

A portfóliótársaság üzleti tevékenységében való részvételhez, illetve az üzleti döntések meghozatalához az is elengedhetetlen, hogy a befektető rendelkezésére álljon minden céget érintő információ. Ezért az üzletvezetésben való közreműködéshez és a különböző döntési kontrolljogosultságokhoz széleskörű információs jogosultságok is társulnak. Kaplan és Strömberg azt emeli ki a befektetési formával kapcsolatban, hogy a szerződésekben egymástól függetlenül oszthatók el a pénzbeli kifizetésekkel kapcsolatos jogok ('cash flow' jogok), az egyes döntések meghozatalára vonatkozó jogok (kontrolljogok) és az egyéb (például likvidációs, információs stb.) jogok, ezek pedig időben is önállóan változhatnak.²⁵

4.1.3. Biztosítás

A befektetett összeg egyik védelmi eszköze a már említett lépcsőzetes finanszírozás. Újabb finanszírozókkal megvalósuló tőkebevonás esetére a befektető cégbeli részesedésének fenntartása érdekében részvételi (jegyzési elsőbbségi) jogot tarthat fenn magának, illetve kizárhatja a részesedése csökkenésének lehetőségét ('anti-dilution rights'). Amennyiben pedig egy újabb tőkeemelés az eredeti befektetésnél alacsonyabb értéken valósulna meg, a kockázati tőkés kompenzációként plusz részesedésre tarthat igényt, ami kiegyenlíti az egyes tőkeemelési körök közötti esetleges árkülönbséget. A befektetés továbbá gyakran átváltoztatható pénzügyi eszközökkel ('convertibles') valósul meg. Az átváltoztatható kötvény olyan hitelviszonyt hoz létre, ami a befektető egyoldalú döntésétől függően társasági részesedésre váltható. Előnye bizonytalan kilátások esetén, hogy fix kamatával és hitel minőségével a követelések sorrendjében a társasági részesedéshez képest elsőbbséget élvez.²⁶ Jó teljesítmény esetén pedig társasági részesedésre konvertálható, ami nagyobb potenciális haszonnal kecsegtet, mert ez esetben a hozam felülről nem korlátozott.

Gyakori megoldás az is, hogy a befektető a befektetett összeg erejéig osztalékelsőbbséget köt ki magának, valamint a társaság megszűnéskor a megmaradó vagyonból is elsőbbségi kielégítésre tart igényt (likvidációs elsőbbség).

A korábban említettek szerint a klasszikus szerződési biztosítékok (zálog, kezesség, kötbér, stb.) csak korlátozottan alkalmazhatóak. Ráadásul a felek közötti kapcsolat érzékenysége tekintettel egy esetleges véleménykülönbség az egész befektetést ellehetetlenítheti. Ha a befektető érvényesíteni kívánná valamelyik biztosítékot, akkor már a közös társaságban maradást sem indokolja semmi, mert meggyengül vagy megszűnik a befektetés alapvető fontosságú feltétele, a bizalom.²⁷ Egy ilyen

²⁴ Stephen PROWE: Angel Investors and the Market for Angel Investments. *Journal of Banking and Finance*, 22., 1998. 785–792.

²⁵ KAPLAN–STRÖMBERG i. m.

²⁶ Andrea SCHERTLER: Venture Capital Contracts: A Survey of the Recent Literature. *Kiel Working Paper Series*, 1017., 2000.

²⁷ KELLY–HAY i. m.

környezetben a legegyszerűbb megoldás gyakran az, ha a felek együttesen szállnak ki a társaságból, vagy az egyik szereplő kivásárolja a másikat. A vállalkozó által nyújtott személyes biztosítékok – mint a kezesség vagy a kötbér – pedig inkább csak ösztönzési eszközként használhatóak.

Egyes nem kívánt események bekövetkeztére sokszor elvártak különböző biztosítási konstrukciók, például, hogy a kulcspozícióban lévő személyek életbiztosítással és felelősségbiztosítással rendelkezzenek, vagy maga a céltársaság kössön vagyoni- illetve üzemszüneti biztosítást. A kulcsszemélyek életbiztosítása baleset vagy betegség esetén nyújthat kompenzációt a befektetőnek, mivel az egész üzleti vállalkozás alapvetően a vállalkozóra és annak ötletére épül, a kezdeti időszakban tehát a vállalkozó személye nélkülözhetetlen. A vezető tisztségviselők felelősségbiztosítása akkor játszhat szerepet, ha a tisztségviselő saját magatartásával okoz kárt a társaságnak, amit ebben az esetben a biztosító téríthet meg helyette. Egyes biztosítók kínálnak tőkebefektetési biztosítást is, ami a befektetőnek fedezetet nyújt a befektetett tőke meghatározott részéig, amennyiben a tranzakció kedvezőtlen eredményeket hoz.

4.1.4. Likviditás

A befektetés likviditásának biztosítása azt a célt szolgálja, hogy a kockázati tőkésnek minden lehetősége meglegyen a befektetés hozamának realizálására és a veszteség korlátok között tartására. Ez a rugalmasság érzékelhető ellentétben áll a vállalkozó részesedését terhelő korlátozásokkal. A részesedés értékesítéséhez a befektető általában kiterjedt elsőbbségi jogokkal rendelkezik, amelyek részben a befektetés biztosítását is szolgálják: elővásárlási joga lehet a vállalkozó részesedésének megszerzésére, az átruházás ezen kívül sokszor társasági hozzájáruláshoz is kötött. További speciális jogosultság, ha egy harmadik személytől érkező vételi ajánlat esetén a vállalkozóval együtt a befektető is jogosult saját részesedéséből arányos részt értékesíteni ('tag-along'). Ez a megoldás lehetővé teszi, hogy a részesedések egymáshoz viszonyított aránya további tag beszállása esetén se változzon.

Szokásos feltétel továbbá az is, hogy a befektetőnek joga van saját részesedésével együtt a vállalkozó tulajdoni hányada felett is rendelkezni ('drag-along'). Ennél a jogosultságnál fogva a befektető a vállalkozót is kötelezheti részesedésének értékesítésére abban az esetben, ha a potenciális vevő csak többségi részesedés, vagy az egész cég megvásárlásában érdekel. A likviditást segítő eszköz lehet az is, ha a befektető a társaság számára írhatja elő kötelezettségként a részesedés visszavásárlását, erre viszont általában csak a cég megfelelő pénzügyi helyzete esetén van lehetőség. Végezetül a társaság megszűnésének (és bizonyos egyéb, minősített események bekövetkezésének) esetére a befektető érdeke, hogy legalább a befektetett tőke erejéig elsőbbsége legyen a tagok között felosztható vagyon tekintetében.

A leggyakoribb kockázatkezelési megoldásokat az alábbi táblázatnak megfelelően összegezhjük:

Ösztönzés
<ul style="list-style-type: none"> ▪ A vállalkozó megfelelő mértékű részesedése a cégben ▪ Lépcsőzetes finanszírozás ('staging') ▪ Teljesítményfüggő opciók ▪ A tulajdoni részesedéstől eltérő, teljesítményfüggő szavazati és egyéb pluszjog-sultságok ▪ Biztosítékok a vállalkozó részéről (például kötbér, kezesség) ▪ Versenykorlátozási megállapodás és a cég elhagyásával szembeni ellenősztönzők ('good leaver – bad leaver provisions')
Ellenőrzés
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Speciális szavazati arányok, stratégiai döntéseket érintő hozzájárulási jog, vétőjog ▪ Részvétel az üzletvezetésben ▪ Menedzsment kinevezésének és leváltásának joga ▪ Információs jogok ▪ További forrásbevonás kontrollálása, elővásárlási és jegyzési elsőbbségi jogok
Biztosítás
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Lépcsőzetes finanszírozás ▪ Az elvárt hozam kockázatokhoz igazítása ▪ Társasági részesedésre átváltoztatható hitelkonstrukciók ▪ Likvidációs elsőbbség, osztalékelsőbbség, a részesedés társaság általi visszavásárlása ▪ Pénzügyi biztosítékok a vállalkozó részéről (például kötbér, kezesség) ▪ További forrásbevonás kontrollálása, elővásárlási és jegyzési elsőbbségi jogok ▪ Versenykorlátozási megállapodás és a cég elhagyásával szembeni ellenősztönzők ('good leaver – bad leaver provisions') ▪ Biztosítások (élet-, felelősség- és üzemszünet-biztosítás, esetleg tőkebefektetési biztosítás)
Likviditás
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Kivásárlási megállapodások a vállalkozóval ▪ A részesedés társaság általi visszavásárlása ▪ Együtt-eladási jogok ('tag-along', 'drag-along') ▪ Likvidációs elsőbbség

4.2. A kockázatkezelés jogszabályi feltételei: nemzetközi tapasztalatok

Az előzőekben bemutatott kockázatkezelési megoldások kialakítására a különböző jogrendszerek eltérő mértékben adnak lehetőséget. Egyes konkrét jogszabályi korlátozások vagy gyakorlati feltételek megnehezíthetik és költségesebbé tehetik a befektetéseket.

Klonowski szerint Lengyelországban az alábbi problémák jelentkeznek a kockázati tőkebefektetések során.²⁸ Az igazságszolgáltatás rendes útja lassú, illetve a bírák

²⁸ Darek KLONOWSKI: Local Laws and Venture Capital Contracting in Transition Economies: Evidence from Poland. *Post Communist Economies*, 18., 2006/3. 327–343.

részéről hiányzik a befektetések megítéléséhez szükséges közgazdasági, számviteli és pénzügyi szaktudás. Problémát jelent továbbá, hogy a részvényesi megállapodások, a befektetőt védő biztosítékok a bíróságon gyakran eredményesen megtámadhatók. A társasági részesedéshez kapcsolódó elsőbbségi jogok alkalmazása a gyakorlatban problémás, a lengyel társasági törvény sok korlátozást tartalmaz az eltérő jogokra nézve. A bírósági eljárásban pedig a befektetőt védő egyes pluszjogosultságok – mint a ‘drag-along’ jogok vagy a vezető tisztségviselők visszahívásának joga – regisztrálása és kikényszerítése okoz problémát.²⁹ Az említett nehézségek növelik a tranzakciós költségeket, és hátrányosan érintik a korábban említett valamennyi kockázatkezelési szempontot.

Más szerzők általánosságban hozzák fel például azt, hogy egyes társaságok több jogrendszerben nem nyújthatnak pénzügyi segítséget harmadik személy részére saját részesedésük megszerzése céljából.³⁰ A ‘financial assistance’ tilalma megnehezíti az olyan tőkeáttételes finanszírozási formákat, ahol az adós részben a céltársaságtól kap biztosítékot a vételár-finanszírozáshoz, és költséges alternatív megoldások felé tereli a feleket. Az amerikai ‘fraudulent conveyance’ szabály ezzel szemben csak abban az esetben biztosít lehetőséget az ilyen szerződések megtámadására, ha a társaság a tranzakció által fizetőképtelenné válik. Az európai országokban eltérő szabályok vannak érvényben, Németországban például csak egyes társasági formákra vonatkozik a korlátozás, Belgiumban egy társaság nyújthat segítséget az anyavállalatban való részesedésszerzéshez, de például Franciaországban teljes tilalom van érvényben.³¹ Az Egyesült Királyságban korábban bizonyos feltételek teljesítése esetén volt lehetőség a szabály alóli felmentésre, 2008-ban pedig zártkörűen működő társaságok tekintetében a korlátozás teljesen megszűnt.

5. A magyar társasági jogi szabályozás értékelése

5.1. Általános megfontolások

A kockázati- és magántőke-piac sikeres működéséhez, mint láttuk, elengedhetetlen, hogy a jogrend támogassa, vagy legalább ne akadályozza a befektetők rugalmas kockázatkezelési technikáit. Mivel a befektetések társasági részesedésszerzéssel is járnak, a társasági jogi szabályok hatékonysága kulcsfontosságú. Az alábbiakban áttekintjük a hazai társasági jog azon elemeit, amelyek – a bemutatott elméleti megfontolások alapján – leginkább befolyásolhatják a befektetői döntéseket. Kiemelt figyelmet szentelünk két olyan kérdéskörnek, amelyeket az elméleti és nemzetközi empirikus irodalom is azonosít: a részesedéshez fűződő többlet-jogosítványoknak és a pénzügyi segítségnyújtásnak.

²⁹ KLONOWSKI i. m.

³⁰ NVCA (NATIONAL VENTURE CAPITAL ASSOCIATION): European LBO-s: Key Issues for U.S. Sponsors. *The Venture Capital Review*, 2001/9.

³¹ NVCA i. m.

A finanszírozott társaság működésének alapjait a nyilvános társasági szerződés határozza meg, amely a társasági jogi szabályok szerinti kötelező tartalmi elemeken túl egyéb rendelkezéseket is tartalmazhat. A gazdasági társaságokról szóló 2006. évi IV. törvény (Gt.) szerint „a tagok (részvényesek) a társasági szerződés tartalmát a jogszabályok keretei között szabadon állapíthatják meg, a törvény rendelkezéseitől azonban csak akkor térhetnek el, ha ezt a törvény megengedi” (Gt. 9. § (1) bekezdés). A társasági jog szabályai tehát csak korlátozottan adnak lehetőséget a szerződési szabadság érvényesülésére, ebből kifolyólag az esetlegesen nem hatékony kógens rendelkezések is jóval komolyabb következményekkel járhatnak, mint a kötelmi jog szerződésekre vonatkozó diszpozitív szabályai.

Kockázati tőkeügyletek során elsősorban korlátozott felelősségű társasági formát, korlátolt felelősségű társaságot (Kft.) vagy a zártkörűen működő részvénytársaságot (Zrt.) használnak a felek. A két társasági forma esetében eltérnek azok a szabályok, amelyek korlátok közé szorítják a tulajdonosi jogosítványok kialakítását.

5.2. A társasági részesedés jogi megítélése

Alapvető különbség a részvénytársaságban és a korlátolt felelősségű társaságban fennálló részesedések között azok jogi megítélése. A Kft. tagságot az üzletrész testesíti meg (Gt. 121. § (1) bekezdés első mondata), ami a társasággal szemben fennálló jogok és kötelezettségek összességéként absztrakt és az értékpapírnak minősülő részvélynél jóval képlékenyebb jogi kategória.³² Ehhez képest a részvény átruházása egyszerűbb eljárás, mivel a részvény a benne foglalt jogokat önmagában megtestesíti (Gt. 177. §), forgatással (értékpapírszámlán történő jóváírással) átruházható, ezért a likviditási és a biztosítéki funkció szempontjából is előnyösebb lehet.

A részesedések között a biztosítéki funkció tekintetében egy másik különbség, hogy üzletrészen csak jelzálogjog alapítható, míg részvényen óvadék is. Az óvadék azért lehet előnyösebb, mert alapításával a részvény fizikailag is a befektető birtokába kerülhet, és az óvadék tárgyából történő kielégítést közvetlenül, bármilyen előzetes eljárás vagy külön szerződési megállapodás nélkül lehetővé teszi, ha a részvények értékelési módját a felek előre meghatározták (Ptk. 270. § (1) bekezdés). A klasszikus szerződési biztosítékok viszont kockázati tőkebefektetéseknél korlátozottan alkalmazhatók. Ennek a már ismertetett jellemzőkön túlmenően az is gátat szabhat, hogy a tagsági jogviszony miatt a bíróság esetleg a fedezetelvonás tilalmába (Ptk. 203. §) ütközönek találja a felek megállapodását. Ennek tükrében a különbségek inkább akkor juthatnak szerephez, ha például a portfoliótársaság külső hitelfinanszírozást szándékozik igénybe venni.

További különbséget jelenthet a részesedések jogi megítélése egy részesedés-áttruházással kapcsolatos jogvita esetén. Míg a részvénnel szemben csak az értékpapírból kitűnő kifogások hozhatók fel, addig üzletrész értékesítése kapcsán felmerül a

³² SÁRKÓZY Tamás (szerk.): *Társasági törvény, Cégtörvény 2006-2009*. Budapest, HGV-ORAC, 2009. 237–238.

kérdés, hogy a céltársaság várakozásoktól eltérő vagyoni helyzete adhat-e jogalapot szavatossági igény érvényesítésére. Ezt a különbséget enyhíti a befektetések előtt szokásos, széles körű átvilágítás, valamint az adásvételi szerződésekben alkalmazott kiterjedt felelősségvállaló nyilatkozatok.³³

A részvény értékpapír minőségéből fakad az is, hogy egy esetleges tőzsdei bevezetés a Zrt. működési formájának megváltoztatásával viszonylag egyszerűen megvalósítható. Egy Kft.-nek ugyanakkor társasági formaváltást kell végrehajtania, ami időigényesebb és költségesebb eljárás, ezért a likviditás szempontjából hátrányos. Tény, hogy a tőzsdei bevezetés ('initial public offering' – IPO) elsősorban nagyobb intézményi résztvevők által vezényelt, nagy értékű ügyletek kiszállási lehetősége lehet, ami a hazai gyakorlatban nem igazán jellemző. Jelentősége azonban mégis lehet például abban az esetben, ha az első befektetőt követően egy másik befektető száll be a cégbe, aki azonban a saját későbbi kiszállási lehetőségeit szem előtt tartva a befektetés előtt zárási feltételként előírja a Kft. céltársaság Zrt.-vé alakulását.

5.3. Egyéb különbségek társasági formák között

Zrt. esetében a törvény lehetőséget ad az igazgatóság felhatalmazására egyes döntések tekintetében (ilyen például a tőkeemelés, az átváltoztatható kötvény kibocsátása, osztalékfizetés elhatározása, stb.), Kft.-nél viszont ezek a lehetőségek nem elérhetők, minden lényegi döntést a taggyűlésnek kell meghoznia. Az eltérő szabályozás arra vezethető vissza, hogy Zrt.-nél az ügyvezetést az igazgatóság testületileg látja el (kivéve, ha vezérigazgató működik a cégnél), míg Kft.-nél az ügyvezetésre és a döntések meghozatalára az ügyvezetők személy szerint vannak felhatalmazva, testületük nincs. A fellépő koordinációs nehézségek a tagok számától és heterogenitásától függően jelenthetnek valódi problémát.

Vannak azonban olyan szabályok is, amelyek miatt kettőnél több tag esetén érdemes lehet előnyben részesíteni a korlátozott felelősségű társasági formát. Ilyen például a Gt. 47. § (2) bekezdésének rendelkezése, amely szerint nem indítható kizárásra irányuló kereset a részvényes ellen (ha csak két tagja van a társaságnak, akkor cégformától függetlenül nincs lehetőség a kizárásra). A kizárásra alapvetően igen korlátozottan nyílik mód, amennyiben „a tagnak a társaságban maradása a társaság céljának elérését nagymértékben veszélyeztetné” (Gt. 47. § (1) bekezdés), amire a tagok közötti nézetkülönbség nem szolgáltat elegendő alapot. Az eltérő szabályozás arra vezethető vissza, hogy a részvénytársaság a törvény szellemisége szerint elsősorban tőkegyesítést szolgált, ellenben a kockázati tőkebefektetések esetében, ahogy láttuk, ennél többről van szó. A vállalkozó nélkülözhetlensége miatt sokszor nem is lenne hiteles a kizárással való fenyegetés, a korlátozás viszont adott esetben mégiscsak hátrálthatja a magánbefektetőt abban, hogy a tagok között megromlott viszony, vagy az üzleti terv nemteljesülése esetén végső megoldásként kényszerrel

³³ BODOR Mária Zsuzsanna – GÁL Judit – KISFALUDI András – PETHŐNÉ KOVÁCS Ágnes – SIMON István – SZEGEDINÉ SEBESTYÉN Katalin: *A gazdasági társaságok nagy kézikönyve*. Budapest, Complex, 2007. 900–905.

váljon meg a vállalkozótól. Ez a korlátozás valószínűleg felértékeli a kölcsönös vételi és eladási jogok alkalmazását is. Az értékpapírként megtestesülő részvényekkel kapcsolatban továbbá olyan adminisztrációs költségek is jelentkeznek, amelyek a jogosultságok és kötelezettségek összességéként aposztrofált, absztrakt Kft. üzlet-rész esetében nem merülnek fel.³⁴ Ilyen lehet például a dematerializált részvények nyilvántartásával kapcsolatos értékpapírszámla-vezetési díj, vagy fizikai részvények esetén a letétkezelési díj, az esetleges felülbélyegzés, címletösszevonás vagy -bontás esetén az ismételt előállítás díja, stb.

A Gt. ezen felül csak a Zrt. szabályai között tesz említést átváltoztatható kötvény kibocsátásának a lehetőségéről (mégpedig a Gt. 194. § (1) bekezdése értelmében az alaptőke feléig), Kft.-nek erre nincs módja. Az eredmény oly módon reprodukálható, hogy a befektető a társasággal szembeni hitelkövetelését a társaságba apportálja. Ehhez viszont az is szükséges lenne, hogy a befektető vagy a társasági szerződés alapján rendelkezzen a tőkeemelés elhatározásához szükséges szavazataránnyal, vagy pedig a tagok egymás közötti viszonyát szabályozó, bizalmas szindikátusi szerződés alapján legyen erre joga. Egy ilyen tranzakció viszont valószínűleg magasabb költségekkel jár, és a kikényszeríthetőségét illetően is kételyek merülhetnek fel. A részese-déshez fűződő többletjogok kérdését a következő pont tárgyalja.

5.4. A részese-déshez fűződő többletjogok

A befektetőnek biztosított többletjogosultságok kimagasló szerepet játszanak a befektetések során, mert a korábban bemutatott valamennyi kockázatkezelési funkciót (ösztönzés, ellenőrzés, biztosítás és likviditás) befolyásolják. Ezért az optimális szabályozástól a hatékonyság azt követeli meg, hogy tegye lehetővé a feleket megillető jogosultságok rugalmas elosztását és átrendezését. Továbbá ne gördítsen olyan indokolatlan korlátozásokat a megállapodások elé, amelyeket azután a szindikátusi szerződés rendelkezéseivel próbálnak meg a felek megkerülni.

A részvénytársaság törzsrészvényt, valamint elsőbbségi, dolgozói, kamatozó és visszaváltható részvényfajtákat bocsáthat ki (Gt. 183. § (1) bekezdés). Az elsőbbségi részvényfajtán belül osztalékelsőbbséget, likvidációs hányadhoz fűződő elsőbbséget, szavazati joggal összefüggő elsőbbséget, vezető tisztségviselő vagy felügyelőbizottsági tag kijelölésére vonatkozó elsőbbséget, elővásárlási jogot vagy külön törvényben meghatározott egyéb elsőbbségi jogot biztosító részvényosztály határozható meg (Gt. 186. § (2) bekezdés). Az osztalékelsőbbségi részvény a többi részvény előtt vagy annál kedvezőbb mértékben jogosít osztalékra. Ha pedig egy adott évben valamilyen okból nem kerül sor osztalékfizetésre, a többi részvényesnek a következő évben csak akkor nem jár fizethető osztalék, ha az osztalékelsőbbségi részvényre megállapított (pl. fix összegű), elmaradt osztalékot (mintegy kumulálva) maradéktalanul kifizették (Gt. 187. §). A likvidációs hányadhoz fűződő elsőbbség a társaság jogutód nélküli megszűnésének esetére biztosít kedvezményes elbírálást a részvény

³⁴ KISFALUDI András: *Társasági jog*. Budapest, Complex, 2007. 477–483.

tulajdonosának, kérdéses azonban, hogy ez a részvényosztály biztosíthat-e bármiféle érdemleges megtérülést.

Az említett elsőbbségi jogok egymással kombinálhatóak, valamint lehetőség van olyan elsőbbségi részvény kibocsátására is, ami később más elsőbbségi részvényre vagy törzsrészvényre cserélhető (Gt. 183. és 186. §). Az elsőbbségi részvények mellett a Gt. 192. §-a alapján olyan részvény is kibocsátható, aminek tulajdonosa a tárgyévi adózott eredményből – a részvényhez fűződő többi jogosultságon felül – meghatározott mértékű kamatra jogosult (ebben a tekintetben hasonlít az osztalékelsőbbségi részvényre). A közgyűlés határozhat továbbá visszaváltható részvény kibocsátásáról is, amely alapján a részvénytársaságot vételi jog vagy a részvényt eladási jog (vagy esetleg mindkettő) illeti meg a részvényre (Gt. 193. §).

Az egyes speciális részvénytípusokon túlmenően a törvény lehetőséget ad átváltoztatható és jegyzési jogot biztosító kötvény kibocsátására is. Az előbbi a kötvényes kérésére törzsrészvénné alakítható, az utóbbi pedig tőkeemelés esetén sorrendben a részvényeseket követő jegyzési jogot biztosít a kötvény tulajdonosának.

A törvény felsorolja tehát azokat a pluszjogosultságokat, amelyek általában előfordulnak a társasági jogviszonyokban, ami önmagában kedvező környezetet teremt a társaságon belüli tagsági jogviszonyok differenciálására. Egyéb jogosultság alapítására viszont a társasági jog kógens jellegéből fakadóan nincs lehetőség. Másrészt a törvény különböző korlátozásokat állít fel e jogokra nézve, amelyek limitálják, hogy milyen mértékben tehető különbség az egyes tagok részesedései között. Ezek a korlátozások kétségkívül megkötik a befektetők kezét a társaságon belüli erőviszonyok kialakításában. Az egyes részvényfajtákra és részvényosztályokra vonatkozó legfontosabb korlátok:

- A törzsrészvények összege mindenkor meg kell, hogy haladja a társaság alaptőkéjének felét.
- Dolgozói részvény legfeljebb az alaptőke 15 %-áig hozható forgalomba.
- Kamatozó részvény az alaptőke 10 %-át meg nem haladó mértékben bocsátható ki.
- Visszaváltható részvény kibocsátására ugyancsak az alaptőke 10 %-át meg nem haladó mértékben van lehetőség.
- Szavazatelsőbbségi részvény esetén az egy részvényhez kapcsolódó szavazati jog nem haladhatja meg a részvény névértékéhez igazodó szavazati jog tizszeresét, eltérő szavazati többlet-jogosultságot biztosító részvény kibocsátása semmis.
- A vezető tisztségviselő kijelölésére vonatkozó elsőbbségi részvény alapján a részvényes az igazgatóság legfeljebb egyharmadának kijelölésére jogosult (ilyen részvény nem bocsátható ki, ha az igazgatóság jogkörét vezérigazgató látja el).

Problémát okozhatnak továbbá a társasági törvény azon rendelkezései is, amelyek az egyes jogokkal kapcsolatos eljárás szabályait határozzák meg. Így például visszaváltható részvény esetén a vételi vagy eladási jog gyakorlásakor kötelező a részvények bevonása mellett leszállítani az alaptőkét, a saját részvényekre vonatkozó szabályokkal ellentétben a részvénytársaság ezeket a részvényeket ideiglenesen sem tarthatja meg (Gt. 193. § (4) bekezdés). A felsorolt korlátozások nem zárják ki, hogy

a befektető kerülő megoldások útján megvalósítsa a szándékolt kockázatmegosztást, viszont körülményesebbé tehetik a strukturálást, mert vagy több különböző részvénytársaságot kell kibocsátani, vagy pedig a Kft.-hez hasonló módon a társasági szerződésben vagy a szindikátusi szerződésben kell az eltérő jogosultságokat részletesen szabályozni.

A részvényekre vonatkozó fenti korlátokkal szemben előnye lehet a Kft.-nek, hogy a társaság működése és felépítése meglehetősen rugalmasan alakítható, az egyes üzletrészekhez fűződő szavazati jogok és egyéb jogosultságok tetszőlegesen variálhatók, például a szavazati jog mértéke korlátlanul eltéríthető a tulajdonosi részesedés mértékétől.

5.5. Financial assistance

Egy másik potenciális problémaforrás a pénzügyi segítségnyújtás ('financial assistance') finanszírozási technikájának szabályozása. A Gt. 229. §-a értelmében ugyanis „a részvénytársaság nem nyújthat kölcsönt, nem adhat biztosítékot, továbbá pénzügyi kötelezettségeit azok esedékessé válását megelőzően nem teljesítheti, ha annak célja az általa kibocsátott részvények harmadik személy részéről történő megszerzésének az elősegítése.” A 77/91-es, ún. második társasági jogi irányelvből átültetett rendelkezés a társasági vagyon védelme, ezen keresztül pedig a hitelezők és a kisebbségi tulajdonosok védelme érdekében korlátozta a részvénytársaságok kötelezettségvállalásának lehetőségeit. A korlátozás azonban kétségkívül megnehezíti azon kivásárlások finanszírozását, ahol a céltársaság vagy annak vagyonelemei szolgálnak a vételár forrásaként szolgáló hitel biztosítékaul.³⁵ A private equity ügyletekben gyakran alkalmazott struktúra elősegíti a nagy tőkeáttétellel végbemenő felvásárlásokat ('leveraged buy-out' – LBO), ugyanis olyan forrásokat tud a finanszírozás kedvezményezettje biztosítékként igénybe venni, amelyek a tranzakció kezdetén még nem állnak a rendelkezésére. Az eredeti irányelv átültetése az egyes tagállamokban változatos formában ment végbe, az eredetileg csak nyilvánosan működő társaságokra létrehozott korlátozást a tagállamok jó része (köztünk hazánk is) a zártkörű társasági formákra is kiterjesztette.

Tény, hogy az induló, vagy korai stádiumban lévő vállalkozásokba történő befektetések jellemzően nem magas tőkeáttétellel történnek, így a korlátozás az ő esetükben kevésbé releváns. Figyelmen kívül azonban semmiképp sem hagyható, mivel nagyobb tranzakcióknál már a kockázati tőkés beszállását is befolyásolhatja, a beszálláson kívül pedig a későbbi kiszállást is megnehezítheti. Ha ugyanis a következő vevő számára sem megengedett ez a technika – amire viszont a nagyobb cégérték és finanszírozási igény miatt szükség lehet –, akkor az a befektetési költségek növekedésén keresztül az eredeti befektető kifizetését is negatívan fogja befolyásolni. A tőkeáttétellel megvalósuló finanszírozási formákat továbbá a kedvezőbb adózás is ösztönzi, a kamatráfordítások ugyanis a társasági adóban elismert költségnek minősülnek.

³⁵ BODOR–GÁL–KISFALUDI–PETHÓNÉ KOVÁCS–SIMON–SZEGEDINÉ SEBESTYÉN i. m. 1326–1327.

Az irányelv 2006-ban módosult, és bizonyos feltételek mellett a rendelkezésre álló szabad pénzeszközök erejéig lehetővé tette a pénzügyi segítségnyújtás alkalmazását. A Gt-ben a módosítás egyik részvénytársasági forma tekintetében sem köszön vissza, számukra továbbra is tiltott a megoldás, Kft. esetében viszont a korlátozással egyáltalán nem kell számolni.³⁶ A szabályt egyrészt olyan általánosan bevett módszerrel lehet megkerülni, hogy a befektető által az akvizíció céljára alapított társaság összeolvad a céltársasággal, és ezután nyújt biztosítékot a hitelezőknek. A megoldás hátránya, hogy az átalakulási szabályok függvényében időigényes és költséges lehet.³⁷ A másik lehetőség, ha a részvénytársaság társasági formaváltással Kft.-vé alakul át, amire nem vonatkozik a korlátozás.³⁸ Sokak szerint a pénzügyi segítségnyújtás korlátozása meghaladott, és a hitelezői és kisebbségi érdekek érvényesítésére alkalmasabb eszközök is léteznek.³⁹ Az Egyesült Királyságban például 2008 óta zártkörűen működő társaságoknál egyáltalán nem érvényesül a korlátozás, a korábbi szabályozás szerint pedig a tagok gyűlése felhatalmazhatta a céget hasonló műveletekre (ez az ún. 'whitewash resolution'). A fentiek fényében a hatékonyság azt követelné meg, hogy a szabályt eltöröljék vagy részlegesen enyhítsék a Zrt. esetében. Gondosan fel kell azonban térképezni egy ilyen megoldás következményeit, mert az – a társasági határozatok bírósági megtámadhatóságára és egyéb körülményekre tekintettel – indokolatlan költségeket is generálhat.

6. Összefoglalás

Tanulmányunkban felvázoltuk azokat a közgazdasági dilemmákat, amelyekkel egy kockázati tőkebefektető szembesül. Amellett érveltünk, hogy egy befektető számára a legnagyobb kihívás, hogy a finanszírozott céggel (és az azt vezető vállalkozóval) olyan szerződéses kapcsolatot alakítson ki, amely megfelelően védi őt a befektetés különböző kockázataival szemben. Ez a kapcsolat gyakran igen összetett, és sajátos, más gazdasági viszonyokban nem alkalmazott megoldásokat, köztük jogi technikákat igényel. A kellően rugalmas és alkalmazkodó jogi környezet ezért kulcsszerepet játszik abban, hogy a befektető képes-e megfelelően strukturálni a vállalkozáshoz fűződő viszonyát.

A bemutatott kockázatkezelési technikák tulajdonképpen egy elvárás-rendszert rajzolnak ki: a magyar jogrendnek lehetőségessé kell tennie ezek rugalmas alkalmazását, és segítenie kell a szerződéses megállapodások kikényszerítését. A magyar társasági jogot, azon belül is két különösen fontos területet: a társasági részesedéshez

³⁶ EVCA (EUROPEAN VENTURE CAPITAL ASSOCIATION): *Company Law Across Europe*. European Private Equity & Venture Capital Association, 2004.

³⁷ Eilís FERRAN: Simplification of European Company Law on Financial Assistance. *European Business Organization Law Review*, 6., 2005. 93–99.

³⁸ EVCA (EUROPEAN VENTURE CAPITAL ASSOCIATION): *Debt Financing Structures*. European Private Equity & Venture Capital Association, 2004.

³⁹ FERRAN i. m.

kapcsolódó többletjogok, valamint a pénzügyi segítségnyújtás szabályozását szembeállítottuk e normatív kritériumokkal.

A Gt. egyes szabályainak felülvizsgálatával csökkenthetők lennének a befektetések tranzakciós költségei. Mind a Kft.-nek, mind pedig a Zrt.-nek vannak előnyei és hátrányai a másik társasági formával szemben, ami ahhoz vezet, hogy a befektetők kompromisszumokra kényszerülnek a befektetések tervezése és kivitelezése során. Célszerű lenne ezért, ha a szabályozás kisebb mértékben tenne különbséget a két gazdasági társaság között, vagy nagyobb teret engedne az eltérésnek a törvényi szabályoktól. Ilyen kérdés a részvényfajtákra vonatkozó korlátozások, a tagkizárás, a saját üzletrész, vagy feltételes tőkeemelés szabályozása. Enyhíteni lehetne továbbá a Zrt. esetében a pénzügyi segítségnyújtásra vonatkozó abszolút tilalmat. A befektetések szempontjából indokolatlan korlátozásnak tűnik az is, hogy a Zrt.-nek a visszaváltott részvényeket kötelező tőkeleszállítás mellett be kell vonnia, és nem dönthet saját belátása szerint a részvények sorsáról – a saját részvény megszerzéséhez hasonlóan. A jogszabályi környezet finomhangolása megkönnyítené a felek közötti kockázatok és kifizetések hatékony megosztását, és ezzel hozzájárulhatna a hazai kockázati- és magántőke-piac fejlődéséhez.