



---

Pázmány Law Working Papers  
2012/20

**Czinkoczký Zoltán – Mike Károly:  
Befektetővédelem  
Társasági jogi szabályok a kockázati  
tőkebefektetések tükrében**

---

Pázmány Péter Katolikus Egyetem  
Pázmány Péter Catholic University Budapest  
<http://www.plwp.jak.ppke.hu/>

Czinkoczký Zoltán – Mike Károly:  
Befektetővédelem – Társasági jogi szabályok a kockázati  
tőkebefektetések tükrében<sup>1</sup>

## **Absztrakt**

*A társasági jogi hitelező- és kisebbségvédelem mellett a szakirodalomban mérsékelt figyelmet kapnak a társtulajdonossá váló külső befektetők számára rendelkezésre álló garanciák. Az írás azt vizsgálja, hogy a társasági jog szabályai mennyiben teszik lehetővé a hatékony kockázatkezelést egy speciális befektetési forma, a kockázati tőkebefektetések során. A kockázati tőkebefektetések szereplőinek összetett és időben is változó viszonya számos kockázatot rejt magában. Ennek megfelelően a befektetőnek meg kell oldania (1) a vállalkozó megfelelő mértékű ösztönzését, (2) a céltársaság működésének ellenőrzését, (3) a befektetett összeg biztosítását, valamint (4) a likviditás fenntartását. Külföldi mintaszerződések és szakirodalom, illetve hazai piaci szereplőkkel folytatott interjúk és nyilvános források összevetése alapján az a következtetés vonható le, hogy a társasági jog diszpozitív elemei sok tekintetben megfelelnek a befektetői elvárásoknak. Egyes szabályok azonban hátrányosan érinthetik a befektetés rugalmasságával szembeni befektetői igényt. Ilyen korlátozást jelenthet például a financial assistance, a társasági részesedéshez fűződő többletjogosultságok vagy a vételi és eladási jogok szabályozása. A speciális jogintézmények gyakorlati megítélése sokszor kérdéses, az így fellépő bizonytalanság ugyancsak nem kedvez a kockázati tőkepiac befektetéseinek. E korlátozások enyhítése pozitívan hatna a befektetési döntésekre.*

## **1. Bevezetés**

### **1.1. Témafelvetés**

A kockázat és magántőke szektor befektetései speciális jellegüknél fogva önmagukban is érdekes vizsgálati terepet nyújtanak. Az Európai Unió kis- és középvállalkozás-fejlesztési programjának (*Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises – JEREMIE*) 2010-ben indult hazai megvalósítása ugyancsak ebbe az irányba mutat. A elmúlt közel másfél évben megvalósult befektetések tapasztalatai hozzájárulhatnak a program további fázisában kihelyezendő források minél hatékonyabb felhasználásához. A téma relevanciáját növeli, hogy a jelenleg tapasztalható szűkös hitelkínálat mellett egyre inkább felértékelődnek a klasszikus hitelfinanszírozáson kívüli egyéb finanszírozási megoldások.

Ezért érdemes megvizsgálni, hogy a hazai jogi környezet – elsősorban pedig a társasági jog – mennyire hatékonyan segíti elő a kockázati tőkebefektetések megvalósulását. A véleményformáláshoz egyrészt áttekintettük a hazai és külföldi szakirodalmat, valamint egyes külföldi szakmai szervezetek által készített mintaszerződéseket. Emellett megvizsgáltuk

---

<sup>1</sup> 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 (2011). Kutatásvezető: Mike Károly, kutatók: Czinkoczký 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.

portfoliótársaságok társasági szerződéseit, valamint a kockázati és magántőke iparág néhány szereplőjével is folytattunk beszélgetéseket.

## 1.2. A kockázati tőke fogalma és jellemzői

Egy vállalkozásnak életciklusa különböző időszakaiban eltérő tőkemennyiségre van szüksége. A forrásszerzés azonban nem mindig könnyű, sőt 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 a bankok gyakran nem tudják jól felmérni az innovatív vállalatok üzleti terveiben lévő kockázatokat. A hitelt nyújtó bank a visszafizetés kockázatát nem tudja egyszerűen a törlesztéshez előírt kamatszint megfelelő mértékű növelésével kompenzálni, mert a kamatszint emelkedése kontraszelekción és morális kockázati problémát is okoz. Egyrészt éppen a rossz adósok vennék fel a hitelt az adott feltételekkel, másrészt ha nagyon magas az adósságszolgálat mértéke, az lerontja a vállalkozó motivációját, ezzel együtt pedig a megtérülés valószínűségét. A hitelezők ezért „hiteladagolásra” (*credit rationing*) kényszerülnek, vagyis kénytelenek a hitelfeltevőt alapos vizsgálatnak és ellenőrzésnek alávetni. Az ilyen vállalkozások finanszírozására nyújthat megoldást a kockázati tőke.

A kockázati tőkebefektetéseket a magántőke-finanszírozás (*private equity*) egyik részterületeként az alábbi jellemzőkkel lehet körülírni (ld pl. *BÉT elemzések* [2003]):

- részvételi tőkebefektetés, amely nem merül ki a tőke biztosításában
- a befektetések célpontjai tőzsdén nem jegyzett vállalkozások
- a cél nem az osztalékhozam maximalizálása, hanem a portfoliócég minél gyorsabb fejlődése és értéknövekedése
- a befektetés időtávja általában 3-7 év
- a befektetés jövedelme a cégből történő kiszálláskor, árfolyamnyereség formájában realizálódik (*Karsai* [2006])

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. Másrészt a befektető kockázatvállalási hajlandósága sem jelent korlátot, a hitelfinanszírozás megtérülési görbéje ugyanis konkáv, a tőkefinanszírozásé viszont konvex, vagyis felülről nem limitált (*Tirole* [2006]). Hitelfinanszírozás esetében a hitelező megtérülését a megszabott kamat jelenti, azon felül a társaság teljesítménye a kifizetést nem befolyásolja (kivéve természetesen a csődöt, illetve felszámolást). A tőkét szolgáltató finanszírozó viszont épp ellenkezőleg csak a hiteltörlesztési kötelezettség után fennmaradó nyereségből remélhet kifizetést.

A kockázati tőkés ugyanakkor nemcsak finanszírozást hoz a vállalkozásnak, hanem további szerepet is vállal az üzlet működtetésében (pl. *Gladstone* [1988]). 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 (*Kosztópulosz – Makra* [2004]). Ezen túlmenően a kockázati tőkés, mint szofisztikált pénzügyi befektető jelenléte a további forrásbevonás lehetőségeit is megkönnyítheti, mivel gyakran pozitív jelzésként szolgál a portfoliócég kilátásait illetően (*Tirole* [2006]).

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 kööttségeket velősen összefoglalja az a megállapítás, miszerint a kockázati tőke a céltársaság bukása esetén a legolcsóbb, siker esetén viszont a legköltségesebb finanszírozási forma (*Osman* [1996]). A hitelfinanszírozással ellentétben tehát a befektető a portfólió cég üzleti kockázatát is részben átvállalja, a kockázatnak megfelelően pedig jelentős megtérülést vár el (*Makra* [2006]).

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.

## 2. Befektetési kockázatok és kezelésük

### 2.1. 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, árfolyamnyereséggént 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 – Cottrell* [2007] összefoglalása szerint a befektetés különböző szakaszaiban a kockázat három fő típusa jelenik meg:

- *technológiai kockázat*: nem lehet biztosan tudni, hogy az adott vállalat képes-e piacképes 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. Ennek 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 potenciálja 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, amelyeknek nem jelentenek olyan jó befektetést (hiszen az ötlet gazdája így kevesebb saját forrást tesz kockára). 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 befektetésük tényleges értékét, ám erről megbizonyosodni általában túlságosan költséges. *Scholtens* [1999] ezt *ex ante* problémának nevezi, hiszen már a finanszírozást megelőzően létező, eredendő információs aszimmetriából fakad.

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* [1999] ezt *ex post* problémának nevezi, mivel a finanszírozást követően jelentkezik.

Tőkebefektetések esetén különös problémát jelent a rendszeres adósságszolgálat hiánya, a visszatérő törlesztések így nem hatnak fegyelmzőleg a vállalkozóra. Emellett 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 viszont ellentétben állhat a vállalkozó gáláns osztalékpolitikát és javadalmazást illető elképzeléseivel. Előfordulhat, 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 portfóliócég nem veszteséges ugyan, de nem teljesít az elvárásoknak megfelelően (*Sahlman* [1990]). Tovább súlyosbítja a problémát, hogy a vállalkozó a befektetés kezdetén nélkülözhetetlen, és a későbbiekben sem egyszerű leváltani, és 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 társaságokban fennálló részesedés. Potenciális vevőként elsősorban egy másik szakmai befektető, valamelyik piaci versenytárs, vagy pedig a társaság alapítói köre jöhet szóba.

## **2.2. 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, amik egy teljesen idegen terepen jelentkezhetnek. 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 is segít enyhíteni, ami a vállalkozó előnyeként jelentkezik a befektetési döntés előtt.

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. Ahogy már esett róla szó, kockázati tőkések során általában tízből csak egy befektetés sikeres, az az egy viszont olyan hozamot termel, ami kompenzálja a befektetőt az eredménytelen vállalkozások miatt is (vö. *Makra* [2006]).

Az előző pontban említett aszimmetrikus információs problémák csökkentésére *Scholtens* [1999] a következő lehetőségeket sorolja fel (jelezve azok korlátait is):

- *tulajdonlás*: a befektető résztulajdonosként erősebb tárgyalási pozícióból tárgyalhat a vállalkozóval
- 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 forgóeszköz és likvid formában van, amit nem lehet biztosítékként használni)
- hosszan tartó *finanszírozási kapcsolat* esetén megtakarítható a tranzakciós költségek jelentős része (ez a lehetőség is korlátozott egy frissen induló vállalkozás számára, hiszen kivéve azt az esetet, amikor tapasztalt vállalkozó vezeti 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)

Megjegyezzük, hogy a vállalkozások maguk is törekedhetnek a kontraszelekciónak a problémáinak enyhítésére azáltal, hogy hiteles jelzéseket küldenek magukról. *Nofsinger – Wang* [2011] arra mutat példát, hogy a befektetés valódi értékét jelezheti új termék bevezetése vagy az esetlegesen meglévő vezetői tapasztalat, ami pozitívan hathat a vállalat forrás szerzésére.

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 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 (pl. *BBA* [2009]). 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* [2000] szerint a formális kockázati tőke alapok az *ex ante* kockázatokat igyekeznek kezelni a vállalat igen alapos átvilágításával. Egy üzleti angyal viszont inkább személyes szaktudására és kapcsolataira hagyatkozik, a befektetés után pedig intenzív személyes jelenlétével és segítségével igyekszik csökkenteni a vállalkozás kockázatát. *Kelly – Hay* [2006] empirikus vizsgálatai ugyanakkor egyértelművé teszik, hogy a részletes írásos szerződések az informális befektetők esetében is rendkívül fontos szerepet játszanak. Ennek megfelelően a tanulmány hátralevő része a befektetések jogi környezetére fókuszál.

### 3. 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 összefoglaljuk, milyen szerződéses eszközök játszhatnak szerepet a kockázatkezelésben. Ezután megvizsgáljuk, hogy a magyar jogi környezet mennyire segíti elő a hatékony szerződéses megoldásokat.

### 3.1. Kockázatkezelési megoldások

A befektetési megállapodásokban alkalmazott megoldások igen sokfélék. *Sahlman* [1990] felosztása szerint az eszközök 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* [2003] 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, (4) a befektetés utáni monitoring aktív közreműködésen és információs jogokon keresztül. Az egyes elméleti rendszerezések alapján 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 tulajdonképpen 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.

#### 3.1.1. Ösztönzés

A vállalkozó megfelelő ösztönzőkkel történő ellátása kardinális kérdés, mivel a befektető egyrészt nem képes a vállalkozó helyett vezetni a céget, másrészt erre erőforrásainak szűkössége 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 mérföldkönek számító fejlesztés vagy teljesítményindikátor 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 (*Bienz – Hirsch* [2009]).

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. A hatékony együttműködéshez ezért elengedhetetlen, hogy a vállalkozónak is számottevő részesedése legyen a finanszírozott társaságban. A célok összehangolása megvalósítható úgy, hogy a vállalkozó a cég teljesítményétől függő mértékű opciókat kap, ami a piaci körülményeknél alacsonyabb fizetés ellentételezésére is szolgál. 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 (*Kaplan – Strömberg* [2000]). Ezek a lehetőségek *put* és *call* opciókkal, azaz kölcsönös vételi és eladási jogokkal biztosíthatók, amelyek előre meghatározott feltételek teljesülése esetén az egyik fél egyoldalú döntése alapján vételi vagy eladási kötelezettséget keletkeztetnek. Gyakori megoldás például, hogy egy bizonyos teljesítményindikátor elérésekor a vállalkozó jogosult lesz a befektető részesedésének bizonyos százalékát megvásárolni, a befektető pedig köteles azt eladni.

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 piacinál alacsonyabb áron.

### 3.1.2. 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 (*Tirole* [2006]). 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 már 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 kétségkívül ösztönzőleg hat a vállalkozó tevékenységére, mert mérsékelt teljesítmény esetén saját, pluszjogosultságok nélküli részesedése kevesebbet ér (*Prowse* [1998]).

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 – Strömberg* [2000] 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.

### 3.1.3. 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 (*Schertler* [2000]). 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 osztalékelsőbbiséget köt ki magának, valamint a társaság megszűnésekor a megmaradó vagyomból 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 (*Kelly – Hay* [2006]). Egy ilyen 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 az tisztségviselő saját magatartásával okoz kárt a társaságnak, amit ebben az esetben a biztosító téríthet meg helyette. Egyes biztosítók kínálnak tőkebefektetési biztosítást is, ami a befektetett tőke meghatározott részéig nyújt fedezetet a befektetőnek, amennyiben a tranzakció kedvezőtlen eredményeket hoz.

#### 3.1.4. Likviditás

A befektetés likviditásának biztosítása azt a célt szolgálja, hogy a kockázati tőkésnek minden lehetősége meg legyen a befektetés hozamának realizálására és a veszteség korlátok között tartására. Ez a rugalmasság érzékelhető ellentétben áll a vállalkozó részesedését terhelő korlátozásokkal. A részesedések értékesítése tekintetében a befektető általában kiterjedt elsőbbségi jogokkal rendelkezik, amelyek részben a befektetés biztosítását is szolgálják: elővásárlási joga van a vállalkozó részesedésének megszerzésére, az átruházás ezenkívül 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 érdekelt. 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 vagyoni tekintetében.

A leggyakoribb kockázatkezelési megoldások az alábbiak szerint összegezhetők:

- Ösztönzés
  - A vállalkozó megfelelő méretű részesedése a cégben
  - Lépcsőzetes finanszírozás (*staging*)

- Teljesítményfüggő opciók
- A tulajdoni részesedéstől eltérő, teljesítményfüggő szavazati és egyéb pluszjogosultságok
- Biztosítékok a vállalkozó részéről (például kötbér, kezesség)
- Versenykorlátozási megállapodás és a cég elhagyásával szembeni ellenőztöznők (*good leaver – bad leaver provisions*)
- Ellenőrzés
  - Speciális szavazati arányok, stratégiai döntéseket érintő hozzájárulási jog, vétójog
  - Részvétel az üzletvezetésben
  - Menedzsment kinevezésének és leváltásának joga
  - Információs jogok
  - További forrásbevonás kontrollálása, elővásárlási és jegyzési elsőbbségi jogok
- Biztosítás
  - 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 ellenőztöznők (*good leaver – bad leaver provisions*)
  - Biztosítások (élet-, felelősség- és üzemszünet-biztosítás, esetleg tőkebefektetési biztosítás)
- Likviditás
  - Kivásárlási megállapodások a vállalkozóval
  - A részesedés társaság általi visszavásárlása
  - Együtt-eladási jogok (*tag-along, drag-along*)
  - Likvidációs elsőbbség

### 3.2. Külföldi tapasztalatok

Az előzőekben bemutatott kockázatkezelési megoldások többé-kevésbé leképezhetők a különböző jogrendszerekben, egyes konkrét jogszabályi korlátozások vagy gyakorlati feltételek ugyanakkor megnehezíthetik és költségesebbé tehetik a befektetéseket.

*Klonowski* [2006] szerint Lengyelországban az alábbi problémák jelentkeznek a kockázati tőkebefektetések során. Az igazságszolgáltatás rendes útja lassú, illetve a bírák 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. Az említett nehézségek növelik a tranzakciós költségeket és hátrányosan érintik a korábban említett valamennyi kockázatkezelési szempontot.

Más szerzők általánosságban hozzák fel pl. azt, hogy egyes társaságok több jogrendszerben nem nyújthatnak pénzügyi segítséget harmadik személy részére saját részesedésük

megszerzése céljából (NVCA [2001]). Ez a lehetőség a céltársaságba történő beszállást tekintve költségnövelő tényező, továbbá új befektető megjelenése esetén a kilépést és a likviditást is hátrányosan érintheti. 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 anyavállalaton belüli részesedésszerzéshez, de például Franciaországban teljes tilalom van érvényben (NVCA [2001]). 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.

## **4. A hazai szabályozási környezet**

### **4.1. Általános megfontolások**

Az alábbiakban bemutatjuk, hogy a hazai jogi szabályozás mennyiben segíti elő vagy akadályozza a rugalmas kockázatkezelési megoldások alkalmazását. Mivel a befektetések társasági részesedésszerzéssel is járnak, a társasági jogi szabályok hatékonysága kulcsfontosságú. Érdemes azonban ezen túlmenően a kötelmi jog, valamint a kikényszerítés egyes szabályait is figyelembe venni. Általánosságban elmondható, hogy a hazai jogszabályok számos tekintetben megfelelnek a befektetők elvárásainak. Az alábbiakban elsősorban azokra a szabályokra fókuszálunk, amelyek problémákat vethetnek fel az ügyletek során.

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 szindikátusi szerződés ezzel szemben bizalmas dokumentum, amely a társaság tagjainak (részvényeseinek) egymáshoz fűződő viszonyát rendezi. A jogi kikényszeríthetőség szempontjából lényegi különbséget jelent, hogy a szindikátusi szerződésből mi kerül bele a társasági szerződésbe, ugyanakkor annak nyilvánossága miatt komoly ellenőztőzök is jelentkeznek.

### **4.2. Társasági jog**

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 mérsékeltebben adnak lehetőséget a szerződési szabadság érvényesülésére, ebből kifolyólag az esetlegesen nem hatékony rendelkezések is jóval komolyabb következményekkel járhatnak. A hazai szabályozás rugalmasságra törekszik, bizonyos korlátozások azonban hátrányosak lehetnek a befektetőre nézve, másrészt a jogszabályilag nem tiltott megoldások bírósági megítélése is kérdéses lehet.

Kockázati tőkeügyletek során elsősorban korlátozott felelősségű társasági formát, korlátolt felelősségű társaságot (Kft.) vagy a zártkörűen működő részvénytársaságot (Zrt.) használnak a felek. A Kft. és a Zrt. szabályai sok tekintetben különböznek, e különbségek jelentős része viszont a szabályozás diszpozitív jellegéből kifolyólag viszonylag alacsony költséggel megváltoztatható. A társasági szerződésben a törvényi főszabálytól eltérően szabályozható például az elővásárlási jogok kérdése, a társasági részesedés átruházásának egyéb módon történő korlátozása, a társaság saját részesedésének megszerzésekor követendő szabályok, a

legfőbb szerv és az ügyvezetés kompetenciájába tartozó döntések köre és a döntéshez szükséges szavazati arányok, stb. E különbségek megváltoztatósága lehetővé teszi a befektető számára, hogy érdekeinek a korábbiakban ismertetett eszközökkel szerezzen érvényt.

#### 4.2.1. A társasági részesedés jogi megítélése

Nyilvánvaló 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 (Sárközy [2009]). Ehhez képest a részvény átruházása egyszerűbb eljárás, mivel a részvény a benne foglalt jogokat önmagában megtestesíti (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. §) ütközőnek találja a felek megállapodását. Ennek tükrében a különbségek inkább akkor juthatnak szerephez, ha például a portfóliótársaság külső hitelfinanszírozást szándékozik igénybe venni.

További különbséget jelenthet a részesedések jogi megítélése egy részesedés-átruházással kapcsolatos jogvita esetén. Még a részvényvel szemben csak az értékpapírból kitűnő kifogások hozhatók fel, addig üzletrész-értékesítés kapcsán felmerül a kérdés, hogy a céltársaság varakozásoktól eltérő vagyoni helyzete adhat-e jogalapot szavatossági igény érvényesítésére. Ezt a különbséget enyhíti a befektetések előtt szokásos széleskörű átvilágítás, valamint az adásvételi szerződésekben alkalmazott kiterjedt felelősségvállaló nyilatkozatok (Bodor *et al.* [2007]).

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 zárasi feltételként előírja a Kft. céltársaság Zrt-vé alakulását.

#### 4.2.2. 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, amik a fentiekkel ellentétben a kettőnél több személyes korlátolt felelősségű társaság mellett szólhatnak. 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 tőkeegyesítést szolgáltat, ellenben a kockázati tőkebefektetések esetében, ahogy láttuk, ennél többről van szó. A vállalkozó nélkülözhetetlensége miatt sokszor nem is lenne hiteles a kizárással való fenyegetés, a korlátozás viszont adott esetben mégiscsak hátráltathatja a magánbefektetőt abban, hogy a tagok között megromlott viszony vagy az üzleti terv nemteljesülése esetén végső megoldásként kényszerrel 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, amik a jogosultságok és kötelezettségek összességéeként aposztrofált, absztrakt Kft. üzletész esetében nem merülnek fel (Sárközy [2009]). 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 194. § (1) bekezdése értelmében az alaptőke feléig), ami biztosítéki és ösztönző funkciót is ellát, Kft-nek erre nincs módja. A szavazati jogok megfelelő elosztása esetén Kft-nél is reprodukálható az átváltoztatható kötvény konvertálásával egyenrangú eredmény, a tranzakció költségei viszont valószínűleg magasabbak lesznek, és a megállapodás kikényszeríthetőségét illetően is kételyek merülhetnek fel. A részesedéshez fűződő többletjogok kérdését a következő pont tárgyalja.

#### 4.2.3. A részesedéshez 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 szabályozással szemben az az elvárás, 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 (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 (186. § (2) bekezdés). Az osztalékelsőbbségi részvény – azon túlmenően, hogy a többi részvény előtt vagy annál kedvezőbb mértékben jogosít osztalékra – a többi részvényre történő osztalékfizetést is képes akadályozni. Ha ugyanis egy adott évben nem kerül sor osztalékfizetésre, osztalék a következő évben is csak akkor fizethető, ha az osztalékelsőbbségi részvényre jutó elmaradt (kumulált) osztalékot maradéktalanul kifizették (Gt. 187. §). A likvidációs hányadhoz fűződő elsőbbség a társaság

jogutód nélküli megszűnésének esetére biztosít kedvezményes elbírálást a részvény tulajdonosának, kérdéses azonban, hogy ez a részvényosztály biztosíthat-e bármiféle érdemleges megtérülést.

Az említett elsőbbségi jogok egymással kombinálhatóak, emellett lehetőség van olyan elsőbbségi részvény kibocsátására is, ami később más elsőbbségi részvényre vagy törzsrészvényre cserélhető (Gt. 183. és 186. §). 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, amik limitálják azt, 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
- Szavazatelsőbbbségi részvény esetén az egy részvényhez kapcsolódó szavazati jog nem haladhatja meg a részvény névértékéhez igazodó szavazati jog tízszeresét, 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 rendelkezések 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 részvénytípusot kell kibocsátani, vagy pedig a Kft-hez hasonló módon a társasági szerződésben vagy a szindikátusi szerződésben kell az eltérő jogosultságokat részletesen szabályozni. Ezzel szemben előnye lehet a Kft-nek a Zrt-vel szemben, 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.

#### 4.2.4. *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 (Bodor *et al.* [2007]). 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 mennek végbe, így a korlátozás az ő esetükben kevésbé releváns. Figyelmen kívül azonban semmiképp sem hagyható, mivel nemcsak a kockázati tőkés beszállását nehezítheti meg, hanem a későbbi kiszállást is. Ha ugyanis a következő befektető, 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 társasági adóban elismert költségnek minősülnek. Ez utóbbi körülmény viszont kockázati tőkebefektetéseknél, ahol a portfóliótársaság eredményét is a további működés finanszírozására fordítják, ugyancsak kevésbé játszik szerepet.

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 (EVCA [2004b]). 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 (Ferran [2005]). A másik lehetőség, ha a részvénytársaság társasági formaváltással Kft.-vé alakul át, amire nem vonatkozik a korlátozás (EVCA [2004a]). Sokak szerint a pénzügyi segítségnyújtás korlátozása meghaladott és a hitelezői és kisebbségi érdekek érvényesítésére alkalmasabb eszközök is léteznek (Ferran [2005]). 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 célszerű lenne a szabály eltörlése vagy részleges enyhítése 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.

### **4.3. Kötelmi jog**

Tekintettel arra, hogy a társasági jog csak a társaság jogalanyiségéhez és működéséhez szorosan kapcsolódó szabályokat tartalmaz, a felek megállapodásának jelentős részére az általános polgári jogi szabályok vonatkoznak (Gt. 9. § (2) bekezdés).

#### 4.3.1. Szindikátusi szerződés

A befektetéssel kapcsolatos két legfontosabb jogi dokumentum a társasági szerződés és a szindikátusi szerződés. A nyilvános társasági szerződés a társaság működésének, valamint a társaság és a tagok viszonyának a legalapvetőbb szabályait tartalmazza, míg a tagok közötti viszonyt a bizalmas, szigorúan a szerződésben részes felekre kiterjedő hatályú szindikátusi szerződés szabályozza (Bodor et al. [2007]). A gyakorlatban a dokumentumok elkészítése általában úgy zajlik, hogy az ügyletben közreműködő ügyvéd a részletesen megtárgyalt szindikátusi szerződésből készíti el a cégbíróságnak benyújtandó társasági szerződést, átemelve a legfontosabb társasági jogi szabályokat.

A szindikátusi szerződésben foglaltak kikényszeríthetőségét bizonytalanság övezi a magyar joggyakorlatban. A szindikátusi szerződés nem lehet ellentétes sem a társasági törvénnyel, sem a társasági szerződéssel. Vita tárgyát képezheti azonban, hogy az ellentét mikor állapítható meg, a bírói gyakorlattól függ ugyanis, mennyire szűken vagy kiterjesztően értelmezi az ellentétességet. A társasági szerződéssel kapcsolatban a Gt. kimondja, hogy *„nem minősül a törvénytől való eltérésnek a törvényben nem szabályozott rendelkezés társasági szerződésbe való felvétele, ha a rendelkezés nem áll ellentétben a társasági jog általános rendeltetésével vagy az adott társasági formára vonatkozó szabályozás szellemével, illetve a jóhiszemű joggyakorlás elveivel”* (Gt. 9. § (1) bekezdés második mondat).

Bodor et al. [2007] szerint a bírói gyakorlat a szindikátusi szerződés jogellenességét szorosan értelmezi. Az olyan rendelkezések átcsúszhatnak a jogellenesség szűrőjén, amelyek tartalmilag kiüresítik ugyan a Gt. szabályait, formailag viszont megfelelnek a törvénynek. A szindikátusi szerződés ugyanakkor nem pótolhatja a társasági szerződést, mivel a szindikátusi szerződésben foglalt cselekmény kikényszerítése nem lehetséges, a károsult fél csak a szerződésszegéssel okozott károkat érvényesítheti (pl. szavazati jog szerződésbe ütköző gyakorlása esetén a bíróság nem változtathatja meg a tagi vagy részvényesi szavazás eredményét). A részvényes például kártérítési felelősséggel tarthat akkor, ha – a szindikátusi szerződést megszegve – meghatározott pénzüsszegnek a tőketartalékba vállalt befizetését jogos ok nélkül megtagadja (BH 2009.21).

A társasági szerződés és a szindikátusi szerződések tekintetében nagyon fontos, hogy a felek a lehető leghababban tudják szabályozni a kapcsolatukat. A befektetők védelmét szolgálná, ha a szindikátusi szerződés bírósági úton érvényesíthető lenne minden olyan esetben, amikor az nem mond kifejezetten ellen a társasági törvény valamely kógens szabályának vagy a társasági szerződésnek. Ez erősen összefügg azzal, hogy maga a társasági törvény mennyire rugalmasan, megengedően szabályozza a társasági szerződéseket. Minél rugalmasabb a törvényi szabályozás, annál kevésbé merül fel a szindikátusi szerződések kikényszeríthetőségének problémája.

A szindikátusi szerződésbe alkalmanként belefoglalják a felek, hogy a szerződésben foglaltakkal kapcsolatos bírósági jogérvényesítést kizárják, vagy feltételekhez kötik, ami összefüggésben lehet a korábbiakban vázolt gyakorlati bizonytalanságokkal. Teszik ezt annak ellenére, hogy a jogérvényesítés kizárása kétségkívül érvénytelen és ellentétben áll a társasági jogviták Gt.-ben biztosított jogérvényesítési lehetőségeivel. A gyakorlatban a szindikátusi szerződésben foglaltak akkor érvényesülnek, ha a felek önkéntesen betartják rendelkezéseit. Önkéntes jogkövetés hiányában viszont a befektető nehéz helyzetbe kerülhet, mert egyrészt kétséges a szerződés tartalmának megítélése, másrészt leginkább kártérítésre tarthat igényt, ami sok esetben nem jelent megfelelő kompenzációt, mert a vita esetleg azonnali intézkedést igényelne. Ami némiképp jobb helyzetbe hozhatja a befektetőt, az egyfelől az alacsonyabb szintű vállalkozói jogtudat lehet, másfelől pedig a vállalkozó félelme azzal kapcsolatban, hogy a szerződésben foglaltak nem teljesítése milyen egyéb hátrányos következményekkel



járhat. Az utóbbi faktor a piaci körülményektől és a vállalkozó alkupozíciójának erősségétől is függ.

A projektfinanszírozáshoz és általában a banki finanszírozáshoz hasonlóan a kockázati tőkebefektetésekre is jellemző, hogy a befektetők igyekeznek minél több garanciát, minden lehetséges biztosítékot beleépíteni a szindikátusi szerződésbe. Így szükség esetén a lehető legszínesebb palettáról lehet kiválasztani az adott helyzetben legmegfelelőbb eszközöket, még akkor is, ha azok közül egyesek érvényessége és kikényszeríthetősége kétségesnek mutatkozik. Az önkéntes jogkövetésben azonban valamilyen szinten így is lehet bízni, illetve abban, hogy a bíróság legfeljebb nem kényszeríti ki az érvénytelen rendelkezéseket a megállapodásból (például Györfi-Tóth [2010]). E megközelítés összhangban áll a kockázati tőke és az angyal-finanszírozás már említett jellegzetességével, hogy a szerződési struktúra nem feltétlenül a benne foglalt szabályok szigorú érvényesítését célozza, hanem sokkal inkább egy olyan közös keret meghatározását, ami tisztázza a felek egymással szembeni elvárásait (Kelly – Hay [2003]).

#### 4.3.2. Opció

A kötelmi jog sokat támadott rendelkezései közé tartoznak a Ptk. vételi jogra (opció) vonatkozó alábbi szabályai:

*375. § (1) Ha a tulajdonos másnak vételi jogot (opció) enged, a jogosult a dolgot egyoldalú nyilatkozattal megvásárolhatja. A vételi jogra vonatkozó megállapodást - a dolog és a vételár megjelölésével - írásba kell foglalni.*

*(2) A határozatlan időre kikötött vételi jog hat hónap elteltével megszűnik; az ezzel ellentétes megállapodás semmis.*

*(3) A bíróság a tulajdonost - törvény eltérő rendelkezése hiányában - a vételi jogból folyó kötelezettsége alól mentesítheti, ha a tulajdonos bizonyítja, hogy a vételi jog engedése után körülményeiben olyan lényeges változás állott be, hogy a kötelezettség teljesítése tőle nem várható el.*

*(4) Egyebekben a vételi jogra a visszavásárlási jog szabályait kell alkalmazni.*

A határozatlan időre alapított vételi jog időtartamát a törvény hat hónapban maximálja, ez azért jelent problémát, mert a határozott időre alapított opció maximális időtartama is ugyancsak korlátozott. A Ptk. ugyanis visszautal a visszavásárlási jog szabályára, ami szerint ilyen jogot legfeljebb öt évre lehet kikötni, az ezzel ellentétes megállapodás semmis (ld. Ptk. 374. § (2) bekezdés). A kockázati tőkebefektetéseknél a különböző opciók azért kiemelkedően fontosak, mert ösztönző hatásuk mellett biztosítékként is funkcionálnak, valamint a befektetés likviditását is segítik fenntartani. Egyik oldalról az ügyletek jellegzetessége, hogy a feleket megillető jogosultságok és a társasági részesedések aránya a cég teljesítményétől és a befektető döntésétől függően változhat, ez a vállalkozó motiválásaként a kockázatkezelés egyik alapvető eszköze. Másfelől a befektető érdeke az is, hogy saját kiszállási lehetőségei minél rugalmasabbak, a társaságbeli részesedések minél likvidebbek legyenek. Ehhez képest az ötéves határidő korlátozza a befektető lehetőségeit.

A felek gyakran fektetnek le előre szabályokat, amelyek lehetővé teszik, hogy az egyik fél a másik részesedésének megvásárlásával kizárólagos tulajdonossá váljon, ha megromlik köztük a viszony, vagy az üzleti tervben foglaltak nem teljesülnek az elképzeléseknek megfelelően. A vételi jog biztosította megoldás azért is juthat gyakorlati szerephez, mert a társasági jogi szabályok szerinti tagkizárással csak Kft. tagok esetében és akkor is csak kivételesen van lehetőség. Két tag esetén pedig kizárással cégformától függetlenül nem kerülhet sor. A portfóliótársaságok zártkörűsége miatt pedig a piacon viszonylag nehéz értékesíteni a részesedést. A felek esetenként igen kreatív megoldásokat alkalmaznak döntési patt-helyzetek

megoldására. Előfordult már, hogy két papírcetlire írt vételárjavaslat kicserélése döntött a cég sorsáról (ez az ún. orosz rulett eljárás). Van példa emellett olyan megoldásra is, hogy ha az egyik tag nem fogadja el a másik tag kivásárlásra tett ajánlatát, akkor ő köteles ugyanazon az áron kivásárolni az eredeti ajánlattevőt. A vételi jog jelenlegi szabályozásával azonban korlátok közé szorul az a lehetőség, hogy bármelyik fél egyoldalú döntésével a másik fél részesedését, vagy annak egy részét megszerezze, illetve a másik fél részére vételi kötelezettséget hozzon létre.

A törvényszöveg *a contrario* értelmezésével az eladási opcióra nem vonatkozik a korlátozás. Olyan jog alapítása tehát nem ütközik jogszabályba, hogy valaki öt éven túl egyoldalú jognyilatkozatával eladhasson valamit (egyúttal a másik félre vételi kötelezettséget hárítva). Ezzel szemben az a jog, hogy valaki egyoldalúan megvehessen valamit (vagyis az eladási kötelezettség alapítása), öt éven túli időtartamra nem köthető ki. A két hasonló jogintézmény eltérő kezelése feltehetőleg a szerződési tárgy tulajdonosának védelmét helyezi előtérbe és a tulajdonviszonyok stabilitását tekinti értéknek, a tanulmány tárgya szerinti befektetések szempontjából azonban jelentős korlátokat állít.

Mivel a vételi jog alapítása a visszavásárlási joggal ellentétben (amit csak az eredeti adásvételkor lehet kikötni) nincs konkrét időponthoz kötve, így az opciós szerződés bármikor megköthető. Emellett eltolható esetleg a szerződés hatálybalépése, az opció gyakorlására nyitva álló határidő kezdete, vagy maga a megállapodás később újraköthető, például amikor a társaság elér egy mérföldkövet és újabb tőkét kap. Ezek a lehetőségek adnak valamennyi mozgásteret a feleknek, de bírósági megítélésük bizonytalanságot is felvet, mivel a Ptk. szerint a jogszabályba ütköző, vagy a jogszabály megkerülésével kötött szerződés érvénytelen (Ptk. 200. § (2) bekezdés). A biztosítéki célú vételi jog kapcsán egy bírósági döntés értelmében például semmis a vételi jogot engedő szerződés, ha a felek a vételárat az adós aktuális tartozásának mértékéhez igazodóan állapítják meg oly módon, hogy a vevő a tulajdonos mindenkori kölcsöntartozása fejében – annak beszámítása mellett – megszerzi a dolog tulajdonát, ez ugyanis a zálogjog szabályainak megkerülését eredményezte volna (BH 2008.48). További problémát jelenthet, hogy a bíróság a nem kellően meghatározott vételár miatt, vagy feltűnő értékaránytalanságra hivatkozással érvénytelennek is nyilváníthatja az opció alapján megkötött ügyletet.

Újabb kérdést vethet fel a vételi jog átruházhatósága. A vételi jog szabályai ugyanis visszautalnak az elővásárlási jog azon korlátozására is, hogy a jogot átruházni nem lehet, gazdálkodó szervezet azonban a jog gyakorlását átengedheti (Ptk. 373. § (4) bekezdés, ld. pl. BH 2004.259, EBH 2004.1099). Ez a szabály tulajdonképpen még egyszerűsítheti is a *drag-along* jog alkalmazását, mert a befektető saját részére alapíthat vételi jogot, aminek gyakorlását ezután átengedheti az új befektetőnek. Magánszemélyek számára viszont ez a lehetőség nem áll rendelkezésére. A Ptk. 375. § (3) bekezdése szerint továbbá a tulajdonos a körülmények lényeges megváltozása esetén mentesíthető a vételi jogból eredő kötelezettsége alól, aminek kockázati tőkebefektetések során nem lenne szabad alkalmazást nyernie, a bírósági gyakorlat azonban e szabály tekintetében részünkről nem ismert.

Kockázati tőkebefektetéseknél előfordul, hogy az adott szerződési feltételt, vagy magát a külön opciós szerződést olyan külföldi jog alatt kötik meg, ami nem ismer időbeli korlátozást (ilyen például az osztrák vagy a holland jog). Ez a gyakorlat nyilvánvalóan jelzi, hogy a hazai szabályozás szuboptimális. Megjegyezzük végezetül, hogy az időbeli korlátozástól függetlenül is kétséges, hogy a bíróság hajlandó lenne-e egyáltalán kikényszeríteni egy olyan speciális feltételt tartalmazó szerződést, amely szerint az egyik fél rendelkezhet a másik fél társasági részesedése felett is.

#### 4.4. Jogérvényesítés

Az anyagi jogi szabályok mellett további kérdés, hogy mennyire felel meg a hazai környezet annak az elvárásnak, hogy a befektetők gyors és olcsó eljárás keretében érvényesíthessék igényeiket. A befektetési környezettel kapcsolatos egyik legáltalánosabb negatív jelenség, hogy a rendes bíróságok eljárása hosszadalmas és nélkülözi a szükséges pénzügyi és üzleti szaktudást (*Klonowski [2006]*). A piaci szereplők visszajelzései szerint egy korai fázisban lévő, innovatív vállalkozás életciklusa nem a magyar rendes bíróságok ügymenetéhez van szabva (*Czinkoczký [2010]*). Emiatt tőkebefektetések során a jogviták eldöntésére általában választottbíróság joghatóságát kötik ki a felek. Hazai befektetések esetében legtöbbször a Magyar Kereskedelmi és Iparkamara (MKIK) mellett működő Állandó Választottbíróság hatáskörét szokták kikötni, a tőkepiaci törvény értelmében pedig részvényesi jogokkal kapcsolatos jogvitákban a Pénz- és Tőkepiaci Állandó Választottbíróság eljárásának van helye (a tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvény 376. § (3) bekezdésének c) pontja szerint). Amennyiben a felek jogviszonyukra külföldi jog alkalmazását kötik ki, az gyakran összekapcsolódik külföldi választottbíróság hatáskörének kikötésével is.

A választottbírósági eljárás általában gyors és rugalmas (szabad megállapodás tárgya lehet például az eljárás nyelve és helye is), az eljárást például a kamarai választottbírósági tanács eljárási szabályzata szerint lehetőleg 6 hónapon belül be kell fejezni. Külön kérelemre lehetőség van gyorsított eljárás lefolytatására is. A választottbíráskodásról szóló 1994. évi LXXI. törvény (Vbt.) szerint a választottbírósági ítélet hatálya ugyanaz, mint a jogerős bírósági ítéleté, a döntés viszont nem megfellebbezhető. Az ítélet érvénytelenítése csak néhány kivételes esetben kezdeményezhető a rendes bíróságok előtt. Ilyen lehet a választottbíróság joghatóságát megalapozó választottbírósági kikötés érvénytelensége, egyes súlyos eljárási szabályok megsértése, vagy az ítélet közrendbe ütközése (Vbt. 55. §). A bíróság az érvénytelenítési per keretében azonban nem bírálhatja felül érdemben a választottbíróság döntését, csak az érvénytelenítési okok megvalósulását vizsgálhatja. A választottbíróság tartalmilag jogszabálysértő rendelkezése, valamint az a körülmény, hogy az ítélet nem követi a rendes bíróságok gyakorlatát, önmagában nem alapozza meg az ítélet közrendbe ütközésének megállapíthatóságát (ld. a Vbt. indokolása, EBH2006.1515, BH2007.59, BH2006.218). A fentiek mind olyan tényezőknek tekinthetők, amelyek biztonságot nyújtanak a befektetőnek a befektetéssel kapcsolatos vita gyors, hatékony és a piaci szokásokat figyelembe vevő eldöntésére.

A választottbírósági eljárás viszont a rendes bírósági úthoz képest meglehetősen költséges lehet. Fontos továbbá megjegyezni, hogy a választottbírósági határozatok korlátozott megismerhetősége a jogbizonytalanságot is növelheti. Nem minden bíróság teszi közzé határozatait és nem minden határozatot hoznak nyilvánosságra (ez jellemző például a MKIK választottbíróságára és annak eljárási szabályzatára).

Az állandó választottbíróságok költségvonzatával szemben alternatívaként merülhetnek fel az eseti választottbíróságok, valamint a különböző alternatív vitarendezési eszközök. Eseti választottbíráskodás alkalmazásakor a felek teljesen szabadon választhatják meg az eljáró választottbírókat (állandó választottbíróság esetén annak névjegyzékéből tudnak a felek bírót választani), valamint az eljárási szabályokat is, ez legkézenfekvőbben valamilyen kodifikált eljárási szabályrendszerre utalással történik. Mivel az eseti választottbíráskodás gyakorlata mögött nincs kiépített infrastruktúra, az adminisztrációval összefüggő költségek alacsonyabban tarthatók. Másfelől viszont ez az estlegesség a specifikus tudás felhalmozásának is gátját képezheti.

Érdeemes feltenni azt a kérdést, hogy a választottbíráskodás jelenlegi intézményrendszere ösztönöz-e a költséghatékonyságra (illetve a jó ítélkezési minőségre). Pozitív ösztönzőket

elsősorban az intézményi versenytől és a választottbírósági ítéletek jobb megismerhetőségétől várhatunk. Jelenleg a törvény csak a kamarák számára engedi választottbíróság felállítását (a külön nevesített kivételektől eltekintve). Noha a különböző ágazati kamarák az ügyek egy részéért versenghetnek egymással, a törvény alapvetően erősen korlátozza az ítélkezési fórumok versenyét. Természetesen indokolt a fórumok törvényi felügyelete, mégis érdemes lenne a szervezetek nevesítése helyett tetszőleges szervezetnek megengedni, hogy a (jelenleg is létező) törvényi előírásokat betartva szabadon választottbíróságot hozhasson létre.

## 5. Az új Ptk. tervezett szabályai

A 4. pontban írtak fényében érdemes áttekinteni a készülő új Polgári Törvénykönyv tervezetét, a Kodifikációs Főbizottság Javaslatát (Javaslat) ugyanis a vizsgált szabályok tekintetében számos változást helyez kilátásba.

A Javaslat szerint a társasági jog az új Ptk. harmadik könyvébe kerülne. A tervezet 3:4. §-a [A jogi személy létrehozásának szabadsága] a jelenlegi Gt-hez képest alapvetően megváltoztatná a társasági jog szabályozási koncepcióját.

*3:4. § (2) A jogi személy tagjai és alapítói az egymás közötti, a jogi személyhez fűződő viszonyaik és a jogi személy szervezetének és működésének szabályozása során a létesítő okiratban eltérhetnek a törvénynek a jogi személyre vonatkozó szabályaitól, kivéve, ha az eltérő rendelkezés a törvény alapján érvénytelen, az eltérés a létesítő okirat megalkotásában részt nem vevő személyek jogait vagy érdekeit sérti, az eltérés a tagok kisebbségének jogszabályban biztosított jogait csorbítja, vagy az eltérés a jogi személyek törvényes működése feletti felügyelet érvényesülését akadályozza.*

A jelenlegi szabályokhoz képest tehát egy, a tagok által a társasági szerződésben meghatározott szabály megítélésekor a Javaslat szerint már nem az lenne a kérdés, hogy van-e rá rendelkezés a Gt-ben, és amennyiben nincs, a szabály összhangban áll-e a társasági jog általános rendeltetésével, az adott társasági formára vonatkozó szabályozás szellemével, illetve a jóhiszemű joggyakorlás elveivel. Csak azt kellene vizsgálni, hogy a törvény vajon nem tiltja-e kifejezetten a szabály alkalmazását, és az nem hátrányos-e a létesítő okirat megalkotásában részt nem vevő személyek, a kisebbség vagy a törvényes működés felügyelete szempontjából. Az utóbbi értelmezési feltételek nyilvánvalóan csak a bírói gyakorlat kialakulása után lesznek értékelhetőek, mindenesetre a diszpozitivitást előtérbe helyező szabályozás a tőkebefektetések szempontjából üdvözlendő változásnak tartjuk. A Javaslat rövid indokolása is kitér arra, hogy a jelenlegi szabályozás *“elzárja az alapítók, a tagok autonóm döntési és cselekvési lehetőségét olyan esetekben is, amikor arra semmi szükség sincs, amikor a tilalmat sem a törvényes működési rend, sem a kisebbség védelme, sem a hitelezők és más harmadik személyek érdeke nem indokolja. Az ekként feleslegesen felállított törvényi tiltások elől menekülnek ki a felek az alapító ügyletből (tipikus esetben: a gazdasági társaságot alapító szerződésből), és „rejtik el” valóságos akaratukat – adott esetben teljesen indokolatlanul – mögöttes megállapodásokban: szindikátusi szerződésekben stb.”*

A koncepcióváltáson túlmenően egyes részletszabályokban is találunk változásokat. Így például lehetőség lesz Zrt. tagjának a kizárására is (3:90. §), ami a viták megoldásában nyújthat segítséget. Emellett Kft. a jelenlegi 10%-kal ellentétben a jegyzett tőkéjének 50%-áig szerezhetne saját üzletrészt (3:159. § (4) bekezdés, amely nem kógens rendelkezés, az eltérés tehát megengedett). A Javaslat az egyes többletjogosultságokra vonatkozó korlátozásokat is enyhíteni tervezi, ráadásul úgy értjük, hogy a tervezetben foglalt szabályoktól is lehetőség lesz eltérni. A vezető tisztségviselők megválasztására vonatkozó elsőbbségi részvény esetében például (a tisztségviselők maximum 1/3-ának megválasztására bocsájtható ki ilyen részvény)

nem találkozunk megszorítással, ettől a szabálytól tehát értelmezésünk szerint eltérhetnek majd a felek (3:217. §). Hasonlóan a visszaváltható részvény visszaváltásakor a tervezet szerint alaptőke-leszállítást kellene végrehajtani (3:223. §), itt sem kizárt viszont az eltérés lehetősége. Visszalépésként értékelhető azonban például, hogy a 3:207. § (1) bekezdése értelmében saját részvény megszerzésére Zrt. esetében az alaptőke 25%-áig van lehetőség, ettől a szabálytól a 3:211. § szerint nincs lehetőség eltérésre.

A kötelmi jog szabályozása kapcsán az alábbiakra érdemes felhívni a figyelmet. A Javaslat 6:227. §-ának (3) bekezdése alapján az elővásárlási, a visszavásárlási, a vételi és az eladási jog a keletkezésétől számított öt évig áll fenn. Kikerül viszont a jogszabálysövegből az a kitétel, hogy a felek ettől eltérő megállapodása semmis. Ebből értelmezésünk szerint az következik, hogy öt évnél hosszabb időtartamra is lesz lehetőség vételi vagy eladási jogot alapítani. Ez a tervezett változás jelentősen megkönnyítené a befektetési konstrukciók kialakítását, mivel a vételi és eladási jogok a befektető több kockázatkezelési funkciójában is fontos szerepet látnak el. Nem szabad figyelmen kívül hagyni azonban a Javaslat 6:100. §-át [Fiduciárius hitelbiztosítékok semmissége], amely szerint azonban „*semmis az a szerződés, amely követelés biztosítása céljából tulajdonjog, jog vagy követelés átruházására, vételi jog alapítására irányul*”. A bírói joggyakorlat feladata lesz annak kidolgozása, hogy a kockázati tőkebefektetések során alkalmazott vételi és eladási jogok vajon beleütköznek-e ebbe a korlátozásba. Véleményünk szerint, habár közvetetten követelés biztosítását is szolgálják e jogok, a felek kapcsolatának összetettségére tekintettel indokolatlan lenne e megállapodásokat is az érvénytelenség körébe vonni.

A változások összességében a befektető védelme szempontjából előnyösnek értékelhetőek, a pozitívumok remélhetőleg a Javaslatból készülő jogszabálysövegben is visszaköszönnek majd.

## 6. Összefoglalás

A cikkben említett jogszabályi korlátozások felülvizsgálata elősegítheti a magántőke-befektetők hatékonyabb kockázatkezelését, így ösztönözheti a befektetéseket és javíthatja a vállalkozások forrásbevonási lehetőségeit is. Érdemes azonban megjegyezni, hogy a jogszabályi módosítások kedvezhetnek ugyan a befektetési környezetnek, önmagukban azonban nem képesek kezelni a mélyebb gazdasági és bizalmi problémákat, amelyek a piacon jelentkezhetnek.

A Gt. egyes szabályainak felülvizsgálatával csökkenthetőek 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 üzlet rész, vagy feltételes tőkeemelés szabályozása. Enyhíteni lehetne továbbá a Zrt. esetében a pénzügyi segítségnyújtásra vonatkozó abszolút tilalmat. 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 kötelmi jog egyik leginkább vitatott szabálya a vételi és eladási jogok szabályozása. A vételi opciós megállapodások ötéves időkorláthoz kötése az ösztönzési, a biztosítási és a likviditási funkció szempontjából is hátrányos a befektető számára. Különböző szerződéses megoldások léteznek a szabály megkerülésére, ezek kikényszeríthetősége azonban bizonytalanságot okoz. Feltehetőleg növelné a befektetési hajlandóságot az is, ha a

szindikátusi szerződések kikényszeríthetősége teljesebb körű és egyértelműbb lenne – azokat az eseteket kivéve, amikor a társasági törvény kifejezett tiltásaiba ütköznek, vagy a társasági szerződéssel ellentétesen rendelkeznek. Ez erősen összefügg azzal, hogy maga a társasági törvény mennyire rugalmasan, megengedően szabályozza a társasági szerződéseket. Minél rugalmasabb a törvényi szabályozás, annál kevésbé merül fel a szindikátusi szerződések kikényszeríthetőségének problémája.

Az új Ptk. tervezete számos olyan változást helyez kilátásba, ami várhatóan pozitív hatással lesz a befektetők kockázatkezelésére. Akadnak azonban továbbra is olyan rendelkezések, amelyek hátrányosak lehetnek a befektetések szempontjából. Az új szabályok bírósági értelmezése nagyban befolyásolja majd a jogszabályi változások gyakorlati hatását.

## Irodalom

- BBA (BRITISH BUSINESS ANGEL ASSOCIATION) [2009]: *Business Angel Investing: A Guide to Legal, Tax & Regulatory Issues*. British Business Angels Association
- BIENZ, CARSTEN – HIRSCH, JULIA [2009]: *The Dynamics of Venture Capital Contracts*. EFA 2008 Athens Meetings Paper
- BODOR, MÁRIA ZSUZSANNA – GÁL, JUDIT – KISFALUDI, ANDRÁS – PETHŐNÉ, DR. KOVÁCS ÁGNES – SIMON, ISTVÁN – SZEGEDINÉ, DR. SEBESTYÉN KATALIN [2007]: *A gazdasági társaságok nagy kézikönyve*. Complex, Budapest
- CABLE, DANIEL M. – SHANE, SCOTT [1997]: A Prisoner's Dilemma Approach to Entrepreneur-Venture Capitalist Relationships. *The Academy of Management Review*, 22. évf., 1. szám, 142-176. o.
- CZINKOCZKY, ZOLTÁN [2010]: *Kockázatkezelési megoldások hazai kockázati tőkebefektetési megállapodásokban*. BCE Széchenyi István Szakkollégium. Kézirat.
- CZINKOCZKY, ZOLTÁN – HERCZEG, BÁLINT – MIKE, KÁROLY [2011]: *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)*. Kézirat.
- EVCA (EUROPEAN VENTURE CAPITAL ASSOCIATION) [2004a]: *Debt Financing Structures*. European Private Equity & Venture Capital Association
- EVCA (EUROPEAN VENTURE CAPITAL ASSOCIATION) [2004b]: *Company Law Across Europe*. European Private Equity & Venture Capital Association
- FERRAN, EILÍS [2005]: Simplification of European Company Law on Financial Assistance. *European Business Organization Law Review*, 6. évf., 93-99. o.
- GLADSTONE, DAVID [1988]: *Venture Capital Handbook*. Prentice Hall, New Jersey
- HARRISON, RICHARD T. – MASON, COLIN M. [2002]: Barriers to Investment in the Informal Venture Capital Sector. *Entrepreneurship & Regional Development*, 14. évf., 3. szám, 271-287. o.
- HVCA (HUNGARIAN VENTURE CAPITAL ASSOCIATION) [2008]: *Tőkebevonási kalauz*. Magyar Kockázati és Magántőke Egyesület, Budapest
- KAPLAN, STEVEN N. – STRÖMBERG, PER [2000]: Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts. *NBER Working Paper Series*, 7660. szám
- KELLY, PETER – HAY, MICHAEL [2006]: Business Angel Contracts: The Influence of Context. *Venture Capital*, 5. évf., 4. szám, 287-312. o.
- KISFALUDI, ANDRÁS [2007]: *Társasági jog*. Complex, Budapest
- KLONOWSKI, DAREK [2006]: Local Laws and Venture Capital Contracting in Transition Economies: Evidence from Poland. *Post Communist Economies*, 18. évf., 3. szám., 327-343. o.
- MAKRA, ZSOLT – KOSZTOPULOSZ, ANDREÁSZ [2004]: Az üzleti angyalok szerepe a növekedni képes kisvállalkozások fejlesztésében Magyarországon. *Közgazdasági Szemle*, 51. évf., 7. szám, 717-739. o.

- MAKRA, ZSOLT (szerk.) [2006]: *A kockázati tőke világa*. Aula, Budapest
- MASON, COLIN M. [2005]: *Informal Sources of Venture Finance*.
- NVCA (NATIONAL VENTURE CAPITAL ASSOCIATION) [2001]: European LBO-s: Key Issues for U.S. Sponsors. *The Venture Capital Review*, 9. szám (2001. ősz)
- NOFSINGER, JOHN R. – WANG, WEICHENG [2011]: Determinants of Start-up Firm External Financing Worldwide. *Journal of Banking & Finance*, 35. évf., 9. szám, 2282-2294. o.
- OSMAN, PÉTER [1996]: *Kockázati tőke a vállalkozás finanszírozásában*. CO-NEX, Budapest
- PAUL, STUART – WHITTAM, GEOFF – WYPER, JANETTE [1996]: *Towards a Model of the Business Angel Investment Process*. *Venture Capital*, 9. évf., 2. szám, 107-125. o.
- PROWSE, STEPHEN [1998]: Angel Investors and the Market for Angel Investments. *Journal of Banking and Finance*, 22. évf., 785-792. o.
- ROBINSON, MICHAEL J. – COTTRELL, THOMAS J. [2007]: Investment Patterns of Informal Investors in the Alberta Private Equity Market. *Journal of Small Business Management* 45. 1. 47-67.
- SAHLMAN, WILLIAM A. [1990]: The Structure and Governance of Venture Capital Organizations. *Journal of Financial Economics*, 27 évf., 473-521. o.
- SÁRKÖZY, TAMÁS [2009, szerk.]. *Társasági törvény, Cégtörvény 2006-2009*. HGV-ORAC
- SCHERTLER, ANDREA [2000]: Venture Capital Contracts: A Survey of the Recent Literature. *Kiel Working Paper Series*, 1017. szám
- SCHOLTENS, BERT [1999]: Analytical Issues in External Financing Alternatives for SBEs. *Small Business Economics* 12. 2. 137-148.
- TIROLE, JEAN [2006]: *The Theory of Corporate Finance*. Princeton University Press
- TRIAANTIS, GEORGE G. [2001]: Financial Contract Design in the World of Venture Capital Financing. *John M. Olin Law & Economics Working Paper Series*, 115. szám
- VAN OSNABRUGGE, MARK [2000]: A Comparison of Business Angel and Venture Capitalist Investment Procedures: An Agency Theory-based Analysis. *Venture Capital*, 2. évf., 2. szám, 91-109. o.