

# A KOCKÁZATI TŐKEBEFEKTETÉS JOGI INFRASTRUKTÚRÁJA<sup>1</sup>

Az elmúlt hat esztendőben a magyar vállalati befektetések piacán mind izmosabb versenytársként jelentek meg a kockázati tőkebefektetők. A kérdéskörhöz kapcsolódó jogi relevanciák elemzését megelőzően a szerző fel kívánja tárni a kifejezés jelentéstartalmát, s el kívánja azt határolni más típusú befektetési lehetőségektől. Ismerteti a kockázati tőke és a magyar jog kapcsolatrendszerét, a szindikátusi szerződés fogalmát és szerepét, valamint a kockázati tőkefinanszírozás korlátait.

*„Ha beszélgetni akarsz, határozd meg szavaidat!”*

A voltaire-i intelleme fényében – a magyar sajátosságokat szem előtt tartva – számba kell venni a kockázati tőkefinanszírozás legfontosabb ismérveit.<sup>2</sup> A pontos meghatározást nehezíti, hogy a kockázati tőkebefektetésnek nincs általánosan elfogadott nemzetközi definíciója, ami nem véletlen, hiszen az üzletág fejlődése még a hasonló gazdasági berendezkedésű országokban is eltérően alakult.

A nemzetközi szakirodalom szerint a kockázati tőkebefektetés jellemzően vállalkozói tőkével finanszírozott olyan közép- és hosszú távú – általában hat-nyolc évre szóló – befektetés, amelynek célpontjai a tőzsdén nem szereplő, magas növekedési potenciállal rendelkező vállalkozások (Coopers & Lybrand [1994]).

A kockázati tőkebefektető pénzügyi befektetőként olyan magas kockázatú vállalkozásokban szerez részesedést, amelyek a befektetés időtartamának lejártakor a tervezett hozammal növelt befektetett tőkét biztosítják. A cél tehát a profitmaximalizálás – ennek tipikus formája az osztalék típusú jövedelem. A befektető a vállalkozásban részesedést szerez,<sup>3</sup> befektetésének jőszerivel ez az egyetlen biztosítéka. A vállalkozó ugyanis rendszerint birtokában van a szükséges szakismereteknek, a tőkefinanszírozás a vállalkozásban rejlő növekedési lehetőségeket aknázza ki, de elősegítheti a hatékonyabb érté-

kesítési rendszer kiépítését, javíthatja a vállalkozás marketingmunkáját, erősítheti a vezetés és az irányítás pozícióit. A finanszírozásra a vállalkozás bármelyik fázisában sor kerülhet: alkalmazható az induló (start-up) társaságoknál, kezdeti fejlesztésnél (early development), terjeszkedésnél (expansion), a vállalat átszervezésénél (restructuring of a business), vállalatfelvásárlásoknál (acquisition), forgótőke növelésénél (expansion of working capital), vagy a vállalkozás adósságának csökkentésénél (reduction of a company's debt)<sup>4</sup>.

A többségében külföldi eredetű tőketulajdonosoknak az anyaországuk megszokott kockázati szintjéhez képest számolniuk kell néhány további kockázati tényezővel. A piacgazdaság intézményrendszerének kiépítésének folyamatában – a makrogazdasági viszonyok ismeretében – Magyarország tipikusan ún. feljövő piacnak számít, így a befektetéseknek fedezniük kell az elvárt 10–15 %-os nyereségen túl a relatíve magasabb országgockázatból származó további 5–10 %-ot, amihez hozzáadódik még az éves szinten 25–30 %-os infláció, amely a jelenlegi gazdasági körülmények között 40–50 %-os profittartalmat követelne. Ez a nyereség szinte elérhetetlen, hiszen a külföldi befektetők még az inflációt meghaladó éves nyereséget is nehezen termelik meg, így a kockázati befektető külföldi

tulajdonosainak elvárását GBP- vagy USD-alapon teljesíteni szinte lehetetlen.

A magyar kockázati tőke szektor számos tipikusnak nevezhető jellemvonással rendelkezik, amelyek részben eltérnek, részben egybeesnek a fejlett országok kockázati tőkebefektetőinek attitűdjeivel. A hazai viszonyok között egyes kockázati faktorok hatványozottabban vannak jelen, de meghatározó szerephez jut számos, más országokban kevésbé szignifikáns körülmény is. A kockázati tőke fogalma Magyarországon viszonylag ismeretlen, működési mechanizmusa és sajátosságai pedig még kevésbé tisztázottak a releváns piaci és szabályozói szinteken. A fogalmat beburkoló misztikus köd elapasztja a többségében családi, rokoni alapon szerveződő magánvállalkozások együttműködési kedvét, s ez kiegészül a privatizáció helyenként diszpreferáló hatásaival, a tőkepiac ellentmondásaival és a jogi háttér anomáliáival. Az egyes tényezők jótékonyan csak ironikusan nevezhető együttes következményeként az induló vagy korai fejlődési periódusban levő vállalkozások finanszírozása így válik a „kockázati“-nál is kockázatosabb befektetéssé. A kockázati tőkebefektető tulajdonosi jogosítványaival pozitívan befolyásolja a vállalkozás fejlődését, hiszen a profitot elsősorban a kilépéskor realizálja tőkenyeresség formájában. A hazai piacon azonban jellemző az osztalék formájában történő kifizetés is.

A kockázati tőkebefektetés újszerűségéből és a makrogazdasági körülmények változékonyságából fakadóan egyre gyakoribb a vállalkozások hands-on típusú menedzselése, amikor a befektető nem csupán de facto a tanácsaival, tapasztalataival, hanem de jure is részt vesz az irányításban a felügyelőbizottsági, igazgatósági pozíciók birtokában.

A hazai kockázati tőke szektor egyik legjellemzőbb sajátossága a több lábbon állás. Ennek fényében a befektetők a kockázati tőkebefektetésből eredő kockázat ésszerű terítése érdekében tőkéjük jelentős hányadát egyidejűleg tőzsdei cégek részvényeinek vásárlására fordítják. A sokszínűség a befektetési célpontok megválasztásában is tükröződik – a biztonságos üzletpolitikától vezérelve a befektetések szektorialisan tagoltak, nem korlátozódnak egy-egy gazdasági ágazatra. A „több lábbon állás“ további példaként említhető – elsősorban a hazai tőkét befektető cégekre vonatkozóan –, hogy korábban egy másik kockázati tőkebefektetőben szereztek részesedést, kitulva a nélkülözhetetlen mesterfogásokat, mielőtt önállóan megkezdtek volna e tevékeny-

ségüket. Az önálló működés megindulása után átmenetileg továbbra is megőrzik a korábban más kockázati tőkebefektetőkben szerzett tulajdoni hányadukat.

A kockázati tőke szektora Magyarországon alig több mint egy tucat elsődlegesen ilyen típusú finanszírozással foglalkozó céget foglal magában, így a kis számú, masszív piaci szereplő potenciálisan hatékonyabb erőt képvisel, az általuk kezelt tőke méreténél fogva kevésbé szétterjedt e piaci szegmens.<sup>5</sup>

### **Akik nélkül nincs magyar kockázati tőke piac**

Az elmúlt hét év első periódusában (1989–1991) – többségében külföldi tőkével – olyan ország-alapok jelentek meg, amelyek célpontjai döntően magyar vállalatok voltak. A befektethető tőkemennyiségük jelentős hányada azonban még mindig rendelkezésre áll, ami két okra is visszavezethető. A '80-as évek végén – képzett hazai szakemberek híján – külföldieket alkalmaztak, akik a magyar piacot kevésbé ismerték, másrészt a vállalkozók körében még ma is meglehetősen komoly ellenállást vált ki egy idegen tőketárs tulajdonosi mivoltának elfogadása. A következő két esztendőben (1992–93) nem alapítottak új befektetési társaságokat, illetve alapokat Magyarországon; az utóbbi időben (1994–96) pedig már elsősorban Közép-Kelet- és Kelet-Európára összpontosító regionális alapok jelentek meg.

A közel fél milliárd dollárból még befektethető 150 millió dollár arra utal, hogy a portfóliók bővítése akadályokba ütközik (Márkus [1996]). A korlátok közül némelyik adottságként kezelendő (pl. a hazai piac szűkössége), nem változtatható, más tényezők viszont reálisan csupán hosszabb távon javíthatóak (pl. alacsonyabb infláció, vállalkozásbarát gazdasági környezet). A jelzett tendencia azt mutatja, hogy a potenciális célvállalatok száma csökken, így a befektetőknek egymással és a privatizáció számukra hátrányos feltételeivel egyaránt meg kell küzdeniük.<sup>6</sup> Az elmúlt két évben a regionális alapok megjelenése szintén a magyar piac telítődését támasztja alá, másrészt jelzi azt is, hogy a környező országok kedvelt befektetési célpontokká válása fokozta a befektetőkért folytatott versenyt. Így a kockázati tőkebefektetés céljából felhalmozott – és jelentős részben már befektetett – tőke további „mozgósításához“ újabb lendületet rövid időn belül a jogi-szabályozási könnyítések, kedvezmények adhatnának.

A klasszikus meghatározás szerinti kockázati tőkebefektetés állami kezdeményezéssel a '80-as évek végén jelent meg, tradicionálisan a világszínvonalú, innovatív tartalmat hordozó magyar találmányok kifejlesztését elősegítve. E kategóriába sorolható az 1989-ben alapított Multinova kft., valamint az 1990-ben létrehozott Covent Ipari Kockázati Tőke Befektető Rt. – jogelődje az Ipari Kockázati Tőke kft. –, amelyre egyaránt jellemző a többségi közvetlen állami részvétel (a Multinova kft. esetében az Országos Műszaki Fejlesztési Bizottság, a Covent Rt. esetén az Ipari és Kereskedelmi Minisztérium révén). Az említett két társaság együttesen kb. hat millió USD tőkét kezel, amelyből hozzávetőlegesen 4,8 millió USD-t fektettek be. Az első néhány év után azonban nyilvánvalóvá vált, hogy kizárólag innovációs tartalmú befektetésekre kockázati tőkét investálni még e finanszírozási mód szokásos mértékű kockázati szintjéhez képest is túlságosan veszélyes. Ennek következtében az említett társaságok portoliójába a fejlesztési típusú befektetéseken túl társasági befektetések is bekerültek, bizonyítva az üzletág hazai fejlődésének egyik legfontosabb sajátosságát, a diverzifikációt.

A kockázati tőkebefektetés elsődleges célpontjai a hazai viszonylatban közép- és nagyvállalatoknak tekinthető cégek. E vállalati kör tőkeigényét főként a külföldön bejegyzett befektetési alapok tőkéje elégíti ki, amelyek tanács-adói, esetleg vagyongazdái a Magyarországon bejegyzett társaságok. A külföldi tőke dominanciája hat külföldi alapon összpontosul (First Hungary Fund Ltd., Hungarian Investment Company Ltd., Hungarian-American Enterprise Fund, Euroventures Hungary B.V., Hungarian Capital Fund, valamint a Hungary Private Equity Fund L.P.), amelyek együttesen mintegy 400 millió USD-t kezelnek (FHF [1993], [1994], [1995]; HIC [1994]; HAEF [1992], [1993], [1994], [1995]).

Az összes befektethető tőkéből 280 millió USD – a teljes összeg kb. 70 %-a – már be van fektetve, tehát megközelítőleg 30 %-a vár még befektetésre. A fenti adatok azonban két további megjegyzést igényelnek. Az említett összegből mindössze 190 millió USD-t fektettek be nem tőzsdei társaságokba, a másik részét tőzsdei részvényekben helyezték el. Másrészt hozzá kell tenni azt is, hogy a hét alpból kettő, a Hungarian Capital Fund és a Hungary Private Equity Fund L.P. csak 1994-ben, illetve 1995-ben alakult, így a kezelésükben levő 48 millió USD, valamint 15 millió USD tőkéjük felhasználására viszonylag

rövid idő állt rendelkezésükre. A még befektetésre váró tőke másik része a korábban alapított befektetési alapoknál található (a First Hungarian Fund Ltd.-nél kb. 30 millió USD, a Venture Capital B.V.-nél még kb. 15 millió USD, a Hungarian-American Enterprise Fund, valamint az Euroventures B.V. esetén még kb. 10–10 millió USD.).

Magyarországon az egyetlen befektetési banki tevékenységet folytató Magyar Befektetési és Fejlesztési Bank Rt.<sup>7</sup> (a továbbiakban MBFB Rt.) a regionális fejlesztési társaságain keresztül folytat kockázati tőkefinanszírozást. E társaságok a regionális központokban működnek, így országos lefedettséget biztosítanak, tőkeforrást kínálva a vidéki társaságok számára. A helyi önkormányzatok, vállalkozók bevonásával alapított, és az MBFB Rt. többségi tulajdonában levő társaságok a kezelésükben levő 25 millió USD-nyi tőkének kb. 20 %-át, mintegy 5 millió USD-t fektettek be (MBFB [1995]).

A kockázati tőkebefektetésre fordítható hazai magántőke többsége a sokféle pénzügyi-szolgáltató tevékenységet folytató Dunaholding Rt.-ben összpontosul, ennek nagysága 57 millió USD értékűre becsülhető (Dunaholding [1995]).

A kockázati tőke gyakorlati funkciója tehát a rendelkezésre álló, illetve a ténylegesen befektetett tőkenagyság alapján is lemérhető. Másrészt a viszonylag gyorsan változó makrogazdasági körülmények mellett lényeges hatást fejt ki a piac más szereplőire, amennyiben a hosszú távú tervezés és befektetés gondolkodásmódját képviseli.

### A kockázati tőke és a magyar jog

A különböző befektetési típusokhoz képest a hazai szabályozási környezet nem honorálja a kockázati tőkefinanszírozás speciális mivoltát; ellentétben más országokkal (pl. Nagy-Britannia, Hollandia stb.), ahol önálló társasági formákon, adókedvezményeken, illetve ezek összefüggő rendszerén keresztül támogatja a kormányzat az ágazat szereplőit. Az érem másik oldala azonban az, hogy az üzletág rövid hazai története mindaddig nem teremtett jogalkotási kényszert az adekvát jogintézmények megalkotása érdekében. A befektetések ösztönzésének államilag kiépített struktúrája azonban feltételezi a kockázati tőkebefektetés legalábbis viszonylagosan körülhatárolt fogalmát.

Tényleges jogi meghatározás hiányában a besorolás öndefiniáláson alapul – a tőkebefektetők ebbéli minőségükben sem kizárólag kockázati tő-

kések, s ugyanakkor számos önmagát annak tekintő befektető tevékenysége nem felel meg e finanszírozási forma követelményeinek. A kockázati tőketulajdonosok köréről áttekintést kaphatunk a Magyar Kockázati Tőke Egyesület (a továbbiakban: MKTE) összetétele alapján (MKTE [1995]). A belépés feltételei ugyanis alkalmasak arra, hogy ténylegesen kockázati tőkebefektetők váljanak az érdekképviselői szerv tagjaivá.<sup>8</sup>

A hatályos magyar jog és e befektetési forma kapcsolata néhány sarkalatos kérdés megválaszolását igényli:

- *Speciális jogintézmények hiányában a befektetők milyen jogi keretek között végezhetik tevékenységüket?*
- *Milyen eszközök állnak a befektető rendelkezésére a célvállalat ellenőrzésére, tevékenységének pozitív irányú befolyásolására?*
- *Melyek a kockázati tőkések leggyakrabban előforduló jogi nehézségei?*

A tőkepiacon működő vállalkozások a gazdasági társaságokról szóló 1988. évi VI. törvény (a továbbiakban: Gt.) tőkeegyesítő társasági formáiban működnek (korlátolt felelősségű társaság, részvénytársaság – a továbbiakban: kft., rt.), mint például az értékpapírforgalmazók, a biztosítók, a befektetési alapkezelők, a letétkezelők vagy a pénzügyintézetek. A két társasági forma azonban a befektető számára nem azonos. A kockázati tőkebefektetés szempontjából csak két szignifikáns eltérést említenék. Az rt.-ben a tagsági jogokat megtestesítő értékpapír a részvény, ezzel szemben a kft.-ben a társaság cégbírósági bejegyzését követően a tagok jogait, valamint a társaság vagyonából az őket megillető vagyoni hányadot az üzletrész testesíti meg, amely értékpapírként nem értelmezhető. Az üzletrésznek e tulajdonsága viszont jelentősen csökkenti az üzletrész forgalomképességét, mivel megnehezíti a társaság reális piaci értékének meghatározását. Ugyanakkor lehetetlenné teszi a társaság esetleges tőzsdéi értékesítését,<sup>9</sup> hiszen a BÉT-en üzletrészek nem foroghatnak.

A másik lényeges különbség a két társasági forma között a kockázati tőkések szempontjából az, hogy a Gt. a kft. esetén *expressis verbis* tiltja a tagok nyilvános felhívás útján történő összegyűjtését (Gt. 156. § (2) bek.), ellenben az rt. alapításánál a törvény főszabályként a nyilvános alapítást szabályozza, a zárt körű alapítást csak szubszidiárius jelleggel rögzíti (260. § (1)–(3). bek.)<sup>10</sup>. A befektetők tehát a hagyományos ke-

reskedelmi társaságok formájában működő vállalkozásokban szerezhetnek részesedést. A kérdés másik oldala az, hogy maguk a kockázati tőkések milyen társasági formák közül választhatnak?

A külföldi tulajdonosi háttérrel működők tipikusan valamelyik off-shore központban vannak bejegyezve, míg a hazai tulajdonúak a célvállalatokhoz hasonlóan – speciális jogintézmények hiányában – kft.-k, illetve rt.-k. A gazdasági társaságok jogi-szervezeti formájának súlyos hátránya, hogy a befektető a társaság saját tőkét él fel, ellentétben egy kockázati tőkealappal, ahol az alap elkülönült jogi személyként, önálló vagyontömegeként jelenik meg, s ehhez kapcsolódik egy szervezetenként különálló tanácsadó. A közeljövőben azonban várhatóan sor kerül a befektetési alapokról szóló 1991. évi LXIII. törvény módosítására, amely lehetőséget teremt majd a kockázati tőkealapok létrehozatalára – remélhetően számos számviteli, adózási nehézséget megoldva.

A másik kulcskérdés annak megítélése, hogy a befektetések védelme milyen garanciális szabályokkal bástyázható körül? A tőkeegyesítő társaságok két típusához – a kft.-hez és az rt.-hez – fűződő befektetői jogok ésszerűen a tulajdonosi jogosítványokat jelentik, amelyek három részre bonthatóak: a törvény által biztosított jogok – ezektől a szerződő partnerek nem térhetnek el –, a felek szabad és egyező akaratával meghatározott jogok és kötelezettségek, valamint a szindikátusi szerződésben rögzített rendelkezések. A vállalkozó és a befektető üzleti kapcsolatának részletszabályait tartalmazó szindikátusi szerződés egyes elemei beépíthetőek a társasági szerződésbe, de a szindikátusi szerződés és a társasági jog összhangjának megítélésében az egységes cégbírósági gyakorlat hiánya miatt célszerű előzetes, informális kontrollt kérni a cégbíróságtól. A másik lényeges, ám iratlan „követelmény” a szindikátusi szerződés megfelelő időzítése. A kockázati tőkések egybehangzó tapasztalata alapján a társasági szerződés megkötésekor a befektető lényegesen jobb tárgyalási pozíciót tud kialakítani, mint a szerződés esetleges későbbi módosításakor. Ennek egyik oka az, hogy a szindikátusi szerződés érvényesítése nehezebb, mint a társasági szerződésé,<sup>11</sup> másrészt a tényleges érvényesíthetőséget sajnálatos módon tompítják a jogalkalmazás buktatói (az eljárások elhúzódnása, a speciális szakismeretek hiánya stb.).

A hands-on típusú, aktív befektetői magatartás érvényesítése a vállalkozás nagyobb ki-

sebbségi – 25 %-ot meghaladó –, vagy többségi – 50 %-nál több – tulajdoni hányadának megszerzésében manifesztálódik. A kockázati tőkés többségi pozíció birtokában képes az üzletmenetet ellenőrizni és szükség esetén befolyásolni. Ezzel szemben a kisebbségi részesedést megszerző befektető helyzete aránytalanul kevesebb jogi biztosítékkal van övezve, így kényszerűen is nagy szerepet kap a törvényben lefektetett eszközrendszer kiegészítő szindikátusi szerződés.

A tulajdoni hányad nagyságán kívül a vállalkozás társasági formája a másik lényeges, a befektető jogviszonyait meghatározó tényező. A kft.-ben és az rt.-ben tulajdont szerzett befektetőt megilletik a tagok részére a törvény által biztosított, sui generis jogok – egyéni jogok, valamint a tagok meghatározott csoportjai által kollektíven gyakorolható jogok egyaránt. Az egyéni jogok egyik része a vagyoni jellegű – kft. esetén a nyereségből való részesedés és a veszteség viselésének joga, az rt.-nél pedig a részvényvel való rendelkezés joga, a likvidáció hányadhoz való jog és az osztalékhoz való jog –, mások viszont a szervezeti működés ellenőrzését szolgálják.

E szervezeti jogosítványok közül – a különböző strukturális felépítés ellenére – egyes jogok mindkét társasági formánál felfedezhetők, mint például a közgyűléshez, illetve a taggyűléshez kapcsolódó részvételi, szavazati és indítványtételi jog; míg mások híven tükrözik a kft. és az rt. megkülönböztető jegyeit – a társasági határozatok bíróság előtti megtámadásának joga a kft. tagja számára egyéni jogként, ellenben az rt. esetén csak kollektív jogként gyakorolható. Az egyes befektetőket megillető egyéni jogokon túl a befektetők törvényben meghatározott csoportjai számára biztosított jogokat a kollektív jogosítványok foglalják magukban – alkalmazásuk rendkívül széles körű, hiszen a Gt. taxatív meghatározza az egyes kérdésköröket aszerint, hogy azok egyhangú döntést, az alaptőke, illetve a törzstőke 10 %-át, minősített többséget, vagy egyszerű többséget igényelnek-e. A kockázati tőkékre jellemző kisebbségi részesedés nézőpontjából ezek a kategóriák a kisebbségi minőség különféle típusaiként aposztrofálhatóak. E kollektív jogokon keresztül a befektető csupán a stratégiai fontosságú kérdéseket képes korlátozottan befolyása alá vonni, és ez a befolyás csak meglehetősen formalizált módon, viszonylag hosszú átfutási idő elteltével érvényesíthető.

A legalapvetőbb üzleti érdekek tisztázását átfogó, egyhangú döntéssel módosítható tárgykörök a tagi pozíció egyoldalúan kedvezőtlenebb,

a többség számára biztosított jogok visszaélés-szerű alkalmazásával történő módosításának elhárítását célozzák (a befektető szerződésben rögzített kötelezettségei nem növelhetőek, új kötelezettségek részére nem állapíthatóak meg és külön jogai nem csorbíthatóak, az rt. szabályozásánál pedig az alapszabálytól való eltérés és a közgyűlésen nem szereplő kérdések elbírálása tartozik ide).

A törzstőke, illetve az alaptőke legalább tíz %-át képviselő tagok eszköztára az aktív tulajdonosi státust állítja előtérbe, amikor az előírt törvényi feltételek teljesítésével kezdeményezhetik a társaság legfőbb szervének összehívását, az üzletvezetés kontrollját, kártérítési igény érvényesítését, de javaslatot tehetnek indítvány előterjesztésére is.

A pénzügyi befektető aspektusából kényes pontnak számít a minősített, illetve az egyszerű többséggel elbírálható kérdések szétválasztása. A rendszerint szétaprózottabb befektető megakadályozhatja az alaptőke felemelését vagy leszállítását, útját állhatja a vállalat más társasággal történő egyesülésének, beolvadásának, de kizárólag a Gt. klauzulái alapján ugyanezen befektető megkerülésével érvényes és jogszerű határozat hozható olyan „jelentéktelen“ ügyekben mint a mérleg megállapítása, esetleg az éves nyereség felosztása. Egy artikulált jogi-szabályozási környezetben felcseperedő külföldi, aki kicsiny országunk éghajlatát – meggondolatlanul – kedvezőnek találja összekuporgatott tőkéjének fialtatására, nem kevésbé megdöbbentő helyzetbe kerülhet akkor, ha egy kft.-ben vásárol 30 %-os részesedést. Ennek birtokában legfeljebb szomorúan tudomásul veheti, hogy tulajdonostársa az ő megkérdezése nélkül dönt a törzstőke felemeléséről, leszállításáról, a mérleg megállapításáról, a nyereség felosztásáról, a tiszttségviselők bármelyikének anyagi felelősségre vonásáról, s rosszaló fejcsóválás helyett cselekvő partnerré akkor válhat, amikor – immár a jog áldásos támogatását élvezve – a többségi tulajdonossal szemben hozzájárulásának megtagadásával lehetetlenné teheti akár a társasági szerződés (alapszabály) módosítását, a vezető tiszttségviselők visszahívását, vagy akár a társaság megszüntetését.

Az előzőekben vázlatosan áttekintett törvényi jogok egy kockázati tőkésnek önmagában inkább obstrukciós ízű eszközöket ad a kezébe; e sajátos finanszírozási formát méltányoló jogi háttér nélkül a vállalkozó és a befektető napi együttműködése a diszpozitivitás elvének legfeljebb az alapjait rakhatja le. Ez az elv annyit jelent, hogy

a szerződést kötő felek – adott esetben a vállalkozó és a kockázati tőkés – a Gt. által meghatározott körben egyező akarattal eltérhetnek a megjelölt szabályoktól. A törvényalkotó így módon „lazít” a törvény szorításán, de ez a szabadság még falakkal van körbevéve. Olyan ez, mint ha egy az eddiginél kissé tágasabb terembe zárt oroszlánban egy pillanatra a szabadulás csalfa képzetét keltenék.

#### A játékszabályok gyűjteménye – a szindikátusi szerződés

A kockázati tőkebefektetés számára az ideális feltételeket a faltörő kosként szereplő, korábban már említett szindikátusi szerződés teremtheti meg. A szindikátusi szerződésben testet ölhetnek a társaság egyéni vonásai, speciális arculata – így tölthetőek meg valódi tartalommal a törvény tipikus esetekre szabott rendelkezései. Az alábbiakban megkísérlem összefoglalni – a befektetők gyakorlatának áttanulmányozása után – a szindikátusi szerződések legjellemzőbb elemeit.

A szindikátusi szerződés remélhetően két partner kölcsönös engedményekkel tarkított alkujának az eredménye. Ezen keresztül a befektető növelheti befolyását az ellenőrzés egyik – taggyűlés, illetve közgyűlés – vagy másik szervében – felügyelő bizottság – éppúgy, mint az operatív irányítás testületeiben. Az egyes pozíciók megerősítése a mindennapokban feltehetően kevésbé tekinthető stratégiai szempontoktól vezéreltnek, sokkal inkább annak a függvénye, hogy a vállalkozó mennyire ismeri fel a befektető egyes kikötéseinek jelentőségét. A kockázati tőkések szinte minden alkalommal legalább egy képviselővel részt vesznek a felügyelő bizottság munkájában. Bár az iratbetekintés jogával élve a befektető bárkikor betekintést kaphat a társaság működéséről, a folyamatos ellenőrzést ellátó szerv a pontos tájékoztatás lehetőségét intézkedésre felhatalmazó jogosítványokkal párosítja. Legalább egy felügyelő bizottsági tag delegálásakor a befektető képviselője a társaság legfőbb szerve elé terjesztendő valamennyi jelentést, továbbá a mérleget és a vagyonkimutatást átvizsgálhatja, a taggyűlésen hozzászólhat, a vezető tisztségviselőktől felvilágosítást kérhet és a társaság könyveit megvizsgálhatja vagy megvizsgáltathatja. A felügyelő bizottság elnökének vagy legalább két másik tag delegálásával a befektetőnek jogában áll elrendelni a felügyelő bizottság összehívását. A felügyelő bizottság összehívására vonatkozó lehetőség megszerzésének segítségével a fel-

ügyelő bizottságban könnyen elérheti a társaság legfőbb szervének összehívását. A vállalkozás alapításánál jelen levő befektető a társasági szerződésben – a törvény erejénél fogva – meghatározhatja a felügyelő bizottság tagjainak személyét az első három évre. Az rt. belső felépítésével összhangban állhat egy függetlenített belső ellenőr befektető általi kijelölésének kikötése, aki nagy szabadságfokkal rendelkezve a kockázati tőkés meghosszabbított karjaként tevékenykedhet – a felügyelő bizottság ellenőrzése alatt.

Az rt.-ben a közgyűlés tényleges súlya kicsi, a valóságban az igazgatóság által előterjesztett javaslatokat mérlegeli, valódi mozgástere ennél fogva meglehetősen csekély. A kft.-hez hasonlóan az rt.-nél is kijelölhetők olyan finomabb eszközök, amelyek legalábbis megkönnyítik a döntési folyamat kedvező irányban történő befolyásolását. A közgyűlés, vagy a taggyűlés üléseit levezető elnök személyének kijelölése az egyes döntéseknél az érdekeltség megállapítása szempontjából különösen fontos,<sup>12</sup> hiszen módosíthatja az eredetileg megállapított szavazati arányokat. A kft. taggyűlésének döntési kompetenciája tovább bővíthető a taggyűlés hatáskörének kiterjesztésével, más szervek hatáskörének jogszerű elvonásával, továbbá a szavazati jog mértékének meghatározásával.

A jelzett törekvéseken túl számos egyéb biztonsági klauzula erősítheti a befektető helyzetét. A jogtalan tőkekivonás elkerülése érdekében a törvény is nyújt garanciákat,<sup>13</sup> de előírható a befektetők hozzájárulását is igénylő beleegyezés vagy felügyelő bizottsági ellenjegyzés más társaságban ellátandó vezetői tisztségviselői megbízás elvállalásához, másrészt – általában a saját tőke 10–15 %-ában – ügyleti limit állítható fel, amely alatt az ügyvezető önálló döntési jogot kaphat. A kisebb összegű, folyamatos tőkekivonás az ügyletek nagyságának éves összesítésével kerülhető el. Az ellenőrzés fokozása céljából sűrítendő a kötelező jelentéstétel (havi vagy negyedéves), a könyvvizsgáló kiválasztásánál a kockázati tőkés egyetértési jogot gyakorolhat, kijelölheti a vállalkozás számlavezető bankját, érvényesítheti az ársziós befektetést,<sup>14</sup> vagy közreműködhet a komplex finanszírozásoknál. A kockázati tőkefinanszírozáson kívül a vállalkozás más finanszírozási igényeit (pl. eszközfinanszírozás, lízing, forgóeszközfinanszírozás) is kizárólag a befektető által meghatározott pénzügyi intézménytől veheti igénybe a vállalkozó.

## A kockázati tőkefinanszírozás korlátai

A kockázati tőkefinanszírozást körülvevő jogszabályi környezet olyan elemeket is hordoz, amelyek hátráltatják vagy egyenesen gátolják az üzletág további fejlődését. A szabályozórendszeren belül és azok között fellépő anomáliák részben a makrogazdasági változásokra vezethetők vissza, de ezek leküzdésével egyidejűleg az Európai Unióhoz történő csatlakozás érdekében vállalat jogharmonizációs kötelezettség is adekvát válaszokat követel a jogalkotóktól. A hazai jogi infrastruktúra kialakításának nehézsége abban rejlik, hogy egy belső gazdaságpolitikai-társadalmi átalakulással párhuzamosan egy globalizálódó kapcsolatrendszeren belül kell megfelelnünk az egységesülő Európa várakozásainak.

Az akadályok természetrajzukat illetően három különböző csoportba választhatók szét. Vannak olyanok, amelyek a társasági formától függetlenül valamennyi befektető számára nehézséget okoznak. Az 1992. január 1. óta hatályos gazdasági tevékenységek egységes ágazati osztályozási rendszerében (TEÁOR) a végezhető tevékenységek között nem szerepel a kockázati tőkebefektetés. Ezért a kockázati tőkebefektetők arra kényszerülnek, hogy az egyéb pénzügyi tevékenység, biztosítás és nyugdíjalap-kezelés nélkül, a pénzügyi tevékenység máshová nem sorolt kiegészítő szolgáltatásai, és a máshová nem sorolt gazdasági tevékenységet segítő tanácsadás mint tevékenységi ágak alatt működjenek.

A kockázati tőkebefektetés elterjedéséhez hozzájárulhatna az új típusú működési formák kialakítása. A kockázati tőkealapok már említett várható megjelenése dicséretes próbálkozás – értéke azonban a tényleges alkalmazhatósággal lesz mérhető. A társasági jogban áttörés kevésbé remélhető. A hatályos joganyag egyik vezérelve a társasági formák szigorú típuskényszere, amely csupán elvi lehetőséget kínál a különböző társaságok egyes elemeinek keveredésére.

Egy másik kérdés a társaságok vagyonával függ össze. A társaságok vagyona két részre bontható: megkülönböztethetünk vagyoni és nem vagyoni hozzájárulást. Ez utóbbi – közkeletű néven az apport – bármilyen vagyoni értékkel rendelkező, forgalomképes dolog, szellemi alkotás vagy vagyoni értékű jog lehet. A kft-re és az rt-re vonatkozó külön szabályok viszont apportként olyan végrehajtható dolgot, szellemi alkotást vagy vagyoni értékű jogot fogadnak el,

amely utóbb harmadik személy hozzájárulása nélkül ruházható át. A kft. esetén alapításkor a vagyoni hozzájárulás aránya nem lehet kisebb a törzstőke 30 %-ánál és 500.000 Ft-nál (ugyanaz az rt. esetén az alaptőke 30 %-a, és legfeljebb öt millió Ft.) Ebből következően kizárólag apporttal nem alapítható gazdasági társaság, de az apport aránya az alapítás után már felemelhető. A másik kérdés annak megítélése, hogy a kitapintható bírói gyakorlat miként ítéli meg az apportot? A kockázati tőkefinanszírozás részeként a befektető gyakran értékkel bíró ismereteket, vezetési-szervezési tapasztalatokat ad át a vállalkozónak – a tényleges tőkebevonáson kívül. A bírói gyakorlat – e tekintetben egységes állapotot képviselve – elfogadja a know how-t apportként. Az is elképzelhető, hogy a befektető például egy épület bérleti jogát apportálja; ennek előfeltételeként megfogalmazódik a forgalomképesség követelménye, azaz a bérleti jog tulajdonosa előzetesen és általánosan biztosítsa az átruházásra vonatkozó nyilatkozatát.

Az apport meghatározása mellett az objektív vagyonértékelés is nehézségekbe ütközik, mivel a törvény csak keretgaranciákat kínál. A nem vagyoni hozzájárulást alapításkor teljes egészében a társaság rendelkezésére kell bocsátani úgy, hogy a nem vagyoni hozzájárulást szolgáltató tag e szolgáltatás nyújtásától számított öt éven át felel azért, hogy vagyoni hozzájárulásának értéke a szolgáltatás idején a társasági szerződésben megjelölt értéknek megfelelő, a társaság többi tagja jogsértő közreműködésének elhárítása céljából a Gt. korlátlanul és egyetemlegesen felelősséggel sújtja őket minden olyan esetben, amikor valamely tag nem pénzbeli hozzájárulását tudomásuk ellenére a valódi értéket meghaladó értéken fogadtak el. Mindehhez hozzájárul még az a rendelkezés, amely az apport értékét a könyvvizsgáló által meghatározott értékben maximalizálja.

A vitatott kérdések újabb csoportja a kft-ben szerzett részesedéssel kapcsolatban merül fel. A vagyonértékelést – az apport megítélésén túl – eltorzíthatja, hogy a korlátozott forgalomképesség és az értékpapírosíthatóság tilalma miatt az üzletrész értéke a társasági jog segítségével nehezen határozható meg. Az üzletrész korlátozottan forgalomképes, hiszen a társaság tagjaira ugyan szabadon átruházható, de a kívülállóra történő átruházás előfeltétele, hogy az üzletrész tulajdonosa a törzsbetétben megtestesülő vagyoni hozzájárulását már korábban teljes egészében befizesse. Ilyen esetben a tagot, a társaságot és a társaság által kijelölt személyt elővásárlási jog

illeti meg. Ha a társaság gyakorolja az elővásárlási jogot, akkor az üzletrészt kizárólag a törzs-tőkén felüli vagyonából vásárolhatja meg.

A hazai befektetők személyes benyomásai alapján az egyik leggyakoribb problémát néhány vállalkozónak a kockázati tőkés mint tag ellen irányuló kizárási kísérlete jelenti. A tagok kizárájának a törvény két esetkörét különíti el, amelyek közül számunkra igazán az a kizárási jogcím releváns, amikor a vállalkozó megítélése szerint a befektetőnek a társaságban maradása a társaság céljának megvalósulását nagymértékben veszélyezteti. Ez ugyanis a vállalkozót arra a kísértésre indíthatja, hogy a tőkebevonást követően megszabaduljon partnerétől. A Gt. szerint ez az indok – szemben a kizárási másikkal – nem igényel bizonyítható mulasztást és nincs előzetes, írásbeli felszólításhoz kötve, másrészt fennállhat az a veszély, hogy a tagkizárási minősített többséget igénylő kérdésében az érdekeltség miatt nem szavazó befektetőt így a határozatképesség –, valamint az ennek alapján számított szavazati arány – megállapításánál is figyelmen kívül kell hagyni. A visszas helyzet feloldására a bírói gyakorlat a kizárási határozat harminc napon belüli megtámadására nyújt lehetőséget.

Végül érdemes röviden összefoglalni, hogy a részvénytársaságba tőkével belépő kockázati tőkés milyen problémákkal találkozhat szemben magát. A társaság részvényfajtainak kialakítása a közgyűlés feladata, az egyes részvényfajták azonban jónéhány apróbb kérdés tisztázását igénylik. Az osztalékelsőbbségi részvények tulajdonosai a Gt. szerint más részvényfajtákat megelőzően jogosultak osztalékra, miközben az ehhez kapcsolódó szavazati jog korlátozható vagy kizárható. Az osztalékelsőbbségi részvényre azonban osztalék csak akkor fizethető, ha a társaságnak az adott évben van felosztható nyeresége, és az osztalék kifizetéséről az igazgatóság határozatot hozott. Ha azonban a szavazati jogot korlátozzák vagy kizárják és a biztosított osztalékot valamelyik évben nem vagy nem teljes egészében fizették ki, és azt a következő évben sem pótolhatják az arra az évre esedékes osztalékkal együtt, akkor az elsőbbségi részvényesek szavazati jogot kapnak, amelyet mindaddig gyakorolhatnak, amíg az elmaradt osztalékot meg nem kapják. Ezzel viszont felborul a szavazatok számára, arányára és a határozatképességre vonatkozó alapszabályi rendelkezés. A másik eldöntetlen kérdés, hogy egy részvényfajta belül kiköthető-e többféle elsőbbségi jog (pl. likvidáció és osztalékelsőbbség egy-

szerre), és ez igényli-e valamely egyéb jog korlátozását vagy kizárást (pl. szavazati jog). Így ugyanis bizonyos részvényesek valódi szerepükhez képest erősebb befolyást szerezhetnek.

Az elsőbbségi részvények mellett egy másik részvényfajta, a kamatozó részvény birtokában a társaság köteles a kamatláb alapján megállapított kamatot a részvény tulajdonosának kifizetni akkor is, ha az rt.-nek az adott évben nincs nyeresége. Mivel az alaptőke leszállítását kivéve tilos a részvényes részére kifizetést teljesíteni, ezért a kamatot az alaptőkén felüli vagyonból lehet kifizetni.

Ha az rt.-nek nincs alaptőkén felüli vagyona, vagy az nem fedezi a kamatok összegének kifizetését, akkor az rt. csak az alaptőke leszállításával teljesíthetné e kötelezettségét, minthogy a törvény nem biztosít más lehetőséget. Ezzel viszont megfordul a kötelezettség teljesítésének és az alaptőke leszállításának viszonya. A kamatfizetés előfeltételeként szereplő alaptőke-leszállítás ekkor már a kifizetés teljesítésének indokává válik.

\*

E tanulmány nem egy széles körű, aprólékos munka kívánt lenni, sokkal inkább arra irányult, hogy az ismeretlentől való félelemmel megbabonázottak számára emberközeli tegye a kockázati tőkefinanszírozást.

A Magyarországon kockázati tőkeként rendelkezésre álló tőke nagysága legkevesebb fél milliárd dollárra tehető, s ez a közép-kelet európai régióban a piacgazdaság kiépítésében élen járó országokhoz viszonyítva rendkívül magas. Az üzletág fejlődésének újabb lökést adhat az ésszerűen kidolgozott és remélhetően a tervezett céloknak megfelelően kidolgozott jogszabályok módosítása.

A vállalkozásbarát kormányzati filozófia megvalósításának – a közvetlen támogatások szűkülő rendszere mellett – ésszerű kiegészítése lehetne egy olyan finanszírozási forma deklarált támogatása, amely a vállalkozások fellendítésében nem csupán részben, hanem teljes mértékben piaci alapon érdekelt. Nem kizárt azonban, hogy az esetleges változtatásokat a rövid távú fiskális érdekek megfojtják, vagy a felelős szemléletben az elmúlt évek eredményei olyan meggyőződést alakítanak ki, amely a „mostohább” körülmények között helyt állt kockázati tőkések számára szükségtelennek ítéli a jövőbeli segítséget. A megközelítés mechanizmusa ugyanis éppen ellentétes. A befektetések legfejlettebb típusaként jellemzett kockázati tőkefinanszírozás



még nem aknázhatta ki a potenciális piaci lehetőségeit, s a hazai kis- és középvállalatokba befektetett tőke addicionális gazdasági hatásai – hosszabb távon – hozzájárulhatnak a nagy becsben tartott makrogazdasági mutatók javításához.

### Lábjegyzet

- 1 A tanulmány alapjául az Európai Unió PHARE Programja és az Európai Kockázati Tőke Egyesület (European Venture Capital Association – a továbbiakban: EVCA) irányműveivel a Magyar Kockázati Tőke Egyesület (a továbbiakban: MKTE) felkérésére összeállított országtanulmány szolgál.
- 2 A kockázati tőkebevonás témakörében értékelhető hazai szakirodalom szűkösen áll rendelkezésre, így a tanulmány forrásaként a magyar kockázati tőke üzletág releváns piaci szereplőivel és néhány szervezettel (Magyar Kockázati Tőke Egyesület – a továbbiakban: MKTE, Állami Értékpapír- és Tőzsde Felügyelet) vezetőivel készített személyes interjúk, valamint a kockázati tőkebefektető társaságok, illetve alapok éves jelentései szolgáltak. A kutatást az a szándék vezérelte, hogy az egyes befektetők auditált jelentéseiből és személyes tapasztalataiból első alkalommal születessen egy ne csupán becslésekre, hanem konkrét adatokra támaszkodó munka, amely pontos és hiteles képet festhet a befektetési forma méltánylandó hazai eredményeiről.
- 3 Klasszikusan a kockázati tőkék kisebbségi részesedéssel rendelkeznek, de a sikeres üzletmenet és az elvárt megtérülés megalapozása gyakran megkívánja a többségi részesedés megszerzését.
- 4 Nagy-Britanniában 1994-ben a kockázati tőkével finanszírozott vállalkozások alig 1,6 %-a ún. vetőmag tőke volt (seed capital) – e korai szakaszban a befektető egy ígéretesnek tűnő ötletet támogat – 5,9 %-a induló vállalkozás, 45,3 %-a fejlődő cég finanszírozása, 9,2 %-a ún. kiváltási tőke (replacement capital), ahol egy-egy részvényes kivásárlására fordították a befektetést, 38 %-a pedig vezetői kivásárlás (management buy-out – MBO) (EVCA [1995]).
- 5 A kockázati tőkebefektetők rendelkezésére álló tőkemennyiség nem tartalmazza a regionális alapok, valamint a hazai kereskedelmi bankok kezelésében levő vállalati portfóliót. A regionális alapok esetén ennek indoka az, hogy a célszörök vállalkozásaiba befektetett tőkénagyság folyamatosan változik, így számbavételük mindössze a vizsgálat időpontjában mutatna hiteles befektetési arányokat. A kereskedelmi bankok szinte mindegyike kezel vállalati portfóliót, de ennek pontos nagysága az üzletpolitika és az alkalmazott jogi konstrukciók függvénye. A bankok egyes esetekben szükséges kényszerbefektetésként, máskor a szolgáltatások (hitelezés, számlavezetés) kiegészítéseként érvényesítik, de gyakran az alaposabb banki ellenőrzés motiválja a befektetést. A portfóliót befolyásolják a pénzügyi befektetők tehát háttérbe szorulnak a szakmai befektetőkkel szemben. A kockázati tőkék számára azonban elérhetőek a tőke- és a kívánatos szakismeretek hiányával küszködő, gyakran kedvezményes privatizációs programok keretében megvásárolt vállalatok (pl. MRP-k, E-hitel konstrukciók, privatizációs lízing igénybevételével megvalósított vásárlások). Másrészt a befektetők aspektusából tovább bővítheti a kínálatot a kereskedelmi bankok kényszerbefektetéseinek és túlzott vállalati portfólióinak megszerzése. A fejlett magánszektorttal rendelkező országokban a kedvező makrogazdasági körülményekre támaszkodva a magánvállalkozások számának folyamatos növekedése biztosít elsőd-

leges befektetési lehetőségeket. Magyarország gazdasági helyzetének ismeretében az utóbbi kör hosszú ideig csak harmadlagos célpontként jelentkezhet.

7 A hatályos jogszabályok szerint befektetési bankként bejegyzett másik pénzintézet, a Nomura Bank ténylegesen nem folytat ilyen tevékenységet. A sors furcsa fintora, hogy ezeknek a jogi követelményeknek kizárólag egy állami tulajdonú és kissé torz, kettős arculatú – befektetési és fejlesztési – bank, az MBFB Rt képes megfelelni.

8 Az MKTE-t felvette tagjai sorába az EVCA is, de néhány egyesületi tag közvetlenül is teljes jogú tagja az európai szervezetnek.

9 A tőzsdei eladás – mint a befektetés értékesítésének egyik lehetséges formája – külföldön gyakorta alkalmazott kilépési mód. Magyarországon a tőzsde anomáliái (nem érvényesül a kockázati felár szisztémája, a likviditás alacsony szintje, a tőzsdei cégek alacsony száma stb.) mellett nem elhanyagolható az a tény sem, hogy a forgalom közel 70 %-át külföldiek bonyolítják le. Így a BÉT működése erősen függ – a hazai makrogazdasági körülményeken túl – a befektetők anyaországainak gazdasági változásaitól.

10 A gyakorlat később nem igazolta az előzetes várakozásokat, mivel az rt-k esetén a zárt körű alapítás vált dominánssá.

11 A társasági szerződéssel szemben a szindikátusi szerződés nem mint társasági jogi, hanem csupán magánjogi igényként érvényesíthető.

12 Az érdekelteknek minősített tag a Gt rendelkezései szerint az adott kérdésben nem szavazhat, sőt a határozatképesség megalapításánál is figyelmen kívül kell hagyni.

13 Például az ügyvezető a társasági tevékenységi körébe eső üzleti tevékenységet saját nevében nem folytathat, illetve hasonló tevékenységet folytató más társaságban nem lehet vezető tisztségviselő. Más társaságban a vezető tisztségviselővé választása előtt pedig a társaságot erről előzetesen tájékoztatni kell.

14 Az áziós befektetés esetén a befektetés teljes keretéből csak a ténylegesen felhasználható összeg hívható le, így a közvetlenül fel nem használt tőke más célokra nem fordítható.

### Hivatkozások

- COOPERS & LYBRAND [1994]: a BVCA megbízásából a Coopers & Lybrand által az angol kockázati tőke üzletágról készített tanulmány
- CSFB [1994]: a Credit Suisse First Boston kezelésében működő Central-European Growth Fund kibocsátási tájékoztatója
- EBRD [1995]: az Európai Újjáépítési és Fejlesztési Bank Transition Report-ja
- EVCA [1995]: az Európai Kockázati Tőke Egyesület 1995-ös évkönyve
- FIRST HUNGARY FUND [1992], [1993], [1994]: az alap 1992-es, 1993-as és 1994-es éves jelentése
- HUNGARIAN-AMERICAN ENTERPRISE FUND [1992], [1993], [1994], [1995]: az alap 1992-es, 1993-as, 1994-es, 1995-ös éves jelentései
- HUNGARIAN INVESTMENT FUND [1994]: az alap 1994-es éves jelentése
- MBFB [1995]: a Magyar Befektetési és Fejlesztési Bank 1995-ös éves jelentése
- MÁRKUS, Cs. [1996]: a Magyar Kockázati Tőke Egyesület felkérésére az EVCA-PHARE koordinációja mellett működő Central and Eastern European Programme keretében készített country report
- MKTE [1995]: a Magyar Kockázati Tőke Egyesület 1994-es évkönyve