

# Ösztönzők és korlátozások a kockázati tőkés szerződésekben

Lovas Anita – Perczes János – Rába Viktória

A kockázati tőkepiacon a befektetők és a vállalatok között létrejött szerződések speciális ösztönzőket és korlátozásokat tartalmaznak a magas fokú információs aszimmetria kezelésére, a befektetői kockázat csökkentésére, valamint a kilépés (exit) sikeresebb megvalósítására. Tanulmányunk célja a kockázati tőkepiacon kötött szerződések nemzetközi szakirodalmának bemutatása, elsősorban empirikus szempontból, valamint az eredmények összevetése a hazai gyakorlattal, melynek megismerését a kockázati tőkealapok számára kiküldött kérdőívekre alapoztuk. Vizsgálatunk során a menedzsment kontroll jogokra, az átváltoztatható kölcsön alkalmazására, a cash flow jogokra, a szavazati jogokra, valamint az értékesítéshez kapcsolódó jogokra (drag-along, tag-along) fókuszálunk. Cikkünkben bemutatjuk a kockázati tőkepiacon kötött szerződések legfontosabb sajátosságait, a kiválasztott szerződéses elemek jellemzőit és hatását a vállalati működésre, illetve a szerződő felekre. Az egyes elemek megismerését követően összegyűjtöttük a nemzetközi tanulmányok vonatkozó empirikus eredményeit, majd levontuk a következtetéseket a hazai szerződéses gyakorlat ismeretében.

**Journal of Economic Literature (JEL) kódok:** G24, G32, D86

**Kulcsszavak:** kockázati tőke, szerződés, menedzsment kontroll, átváltoztatható kölcsön, szavazati jog

## 1. Bevezetés

A kockázati tőkebefektetők legegyszerűbben úgy jellemezhetők, mint a magas hozamú, így jellemzően a magas kockázatú projektekre specializálódott befektetők (Sahlman 1990), akik előre meghatározott időtávra fektetnek be (Karsai 2012). A legnagyobb különbség a kockázati tőkés és az egyéb pénzügyi közvetítő között az, hogy a tőkén felül szakmai segítséget is nyújtanak a kiválasztott vállalkozások számára, így aktív tulajdonosi szerepet vállalnak (Hellmann–Puri 2002).

---

Lovas Anita a Budapesti Corvinus Egyetem tanársegédje. E-mail: anita.lovas@uni-corvinus.hu.  
Perczes János egyetemi a Budapesti Corvinus Egyetem hallgatója. E-mail: pereczja@gmail.com.  
Rába Viktória a MOL NyRt. finanszírozási szakértője. E-mail: rabaviki@gmail.com.

A tanulmány a Pallas Athéné Domus Scientiae Alapítvány támogatásával készült.

A befektetés során, illetve a befektetést előkészítő kiválasztási és szerződéskötési szakaszban aszimmetrikus információs helyzetről beszélhetünk, mert a befektető és a vállalkozó általában nem ismerik pontosan egymás termékét<sup>1</sup>, valamint nem tudják ellenőrizni egymás tevékenységét, csak annak eredményét. Az első probléma miatt kontraszelekció alakulhat ki, az utóbbi miatt az erkölcsi kockázat jelenléte okoz gondot. A kontraszelekció és az erkölcsi kockázat nagyobb mértékű a kockázati tőkebefektetéseknél, mert jellemzően innovatív, magas kockázatú és bizonytalan kimenetű projekteket finanszíroznak. A problémák ezen felül kétoldalúak lehetnek, azaz nem egyszeres, hanem kettős erkölcsi kockázat áll fenn, mert nemcsak a vállalkozó, hanem a kockázati tőkés is aktív szerepet vállal, így mindkét szereplő tekinthető ügynöknek<sup>2</sup>.

A kockázati tőkés alaposan felépítik a szerződési struktúrát, valamint ezt követően is folyamatosan ellenőrzik a vállalatot (*Sahlman 1990*), hogy időben felismerjék és megfelelően tudják kezelni az aszimmetrikus információs helyzeteket. A 2000-es évek nemzetközi szakirodalmában a kockázati tőkepiac témáján belül is egyre gyakrabban találkozunk a kockázati tőkés és a vállalkozó viszonyát, a befektetés részleteit rögzítő szerződések elemeivel, azok megkülönböztető jegyeivel, valamint hatásukkal a projekt későbbi sikerességére. A tanulmány ehhez a szakirodalomhoz kíván hozzájárulni a korábbi nemzetközi empirikus eredmények átfogó bemutatásával és azzal, hogy hozzájárul annak az űrnek a kitöltéséhez a hazai szakirodalomban, amely a folyamatosan fejlődő magyarországi kockázati tőkés és vállalkozói világ sajátosságainak elemzésével foglalkozik. A hazai gyakorlat megismeréséhez szerződéses adatbázis hiányában kérdőíves vizsgálatot alkalmaztunk. A tapasztalatok 15 magyar tőkealap-kezelő válaszait tükrözik, kiegészítve 32 szindikátusi szerződés teljes tartalmának megismertetésével.

## 2. A felhasznált nemzetközi kutatások bemutatása

A kockázati tőkepiacon kötött szerződések empirikus elemzése az elmúlt 10 évben került kifejezetten előtérbe. Kutatásunk során összegyűjtöttük azokat a tanulmányokat, amelyek a kockázati tőkés szerződések elemeinek empirikus vizsgálatával foglalkoztak.

Az 1. táblázat foglalja össze, hogy milyen adatbázist használtak fel az általunk vizsgált empirikus kutatások. Az eredmények többsége az amerikai befektetői gyakorlatot tükrözi, a legtöbb kutató amerikai szerződések elemzésével foglalkozott. Ez egyrészt a kockázati tőke iparág múltjával magyarázható, hiszen Amerikában te-

<sup>1</sup> A termék kifejezést itt átfogó értelemben használjuk. A vállalkozó terméke lehet maga a projekt, valamint a menedzseri képességei. A kockázati tőkés termékét jelenheti a szakmai kapcsolatai, a befektetői tapasztalata.

<sup>2</sup> Az ún. „megbízó-ügynök” probléma leírása magyarul (*Rees 1985*).

kinthető a legidősebbnek, másrészt a transzparenciával, illetve annak hiányával. A legtöbb országban nehéz hozzáférni a kockázati tőkés szerződésekhöz, mert az alapkezelők vonakodnak annak bemutatásától. Amerikán kívüli területekről kivételt képez Németország, ahol Hirsch és Walz imponáns adatbázist állított össze a németországi kockázati tőkealapok befektetési alapján, valamint Olaszország, ahol Caselli és szerzőtársai az olasz befektetések adatainak szinte teljes körű összegyűjtését végezték el.

<b>1. táblázat</b>				
<b>A feldolgozott empirikus kutatások összefoglaló táblázata</b>				
<b>Szerző, dátum</b>	<b>Időszak</b>	<b>Befektetési terület</b>	<b>Vállalatok száma</b>	<b>Szerződési fázis<sup>3</sup></b>
<b>Trester, 1998</b>	n.a.	Egyesült Államok	kb. 100 <sup>4</sup>	n.a.
<b>Kaplan–Strömberg, 2003</b>	1992–2001	Egyesült Államok	119	első és további körös szerződések
<b>Kaplan–Strömberg [2004]</b>	1992–2001	Egyesült Államok	67 <sup>5</sup>	első és további körös szerződések
<b>Kaplan et al., 2007</b>	1998–2001	23 ország <sup>6</sup>	145	első és további körös szerződések
<b>Cumming, 2008</b>	1996–2005	Európa	223	n.a.
<b>Bengtsson, 2011</b>	2006–2007	Egyesült Államok	182	első körös szerződések
<b>Hirsch–Walz, 2013</b>	1990–2004	Németország	290	első körös szerződések
<b>Caselli et al., 2013</b>	1999–2005	Olaszország	563 <sup>7</sup>	első és további körös szerződések

*Forrás: Saját szerkesztés a feldolgozott tanulmányok alapján.*

A felhasznált tanulmányok arra nem tértek ki részletesen, hogy milyenek a vizsgált vállalatcsoportok egyéb jellemzői, például a célvállalatok mérete és a bevont tőke vállalatmérethez viszonyított aránya. Ezért az eredményeket általánosan értelmezzük a kockázati tőke-piacra vonatkozóan. Az állami szerepvállalás és így az állami források aránya országonként eltérő. *Brander et al. (2015)* adatai szerint (25 ország

<sup>3</sup> Az első körös finanszírozás alatt a szerzők a korai fázisú (early stage) befektetéseket vizsgálják, ahol a vállalkozások még a bevételtermelés és a működés tényleges megkezdése előtt állnak. A további körös finanszírozás, általában egy második körös finanszírozást takar, ahol későbbi fázisban (later stage) történik a beszállás, amikor a céltársaság már bevételtermelő és akár már növekedési fázisban van.

<sup>4</sup> A pontos adatot a szerző nem közölte a cikkben.

<sup>5</sup> A minta a *Kaplan–Strömberg (2003)* almintája.

<sup>6</sup> Többségében országonként 1–5 szerződés, kivétel Izrael (15), Anglia (10), Németország (14), Svájc (27) és Svédország (23).

<sup>7</sup> A tanulmányban az ügyletek száma az ismert, a szerzők nem közölték a vállalatok számát a cikkben.

több mint 22 ezer befektetése) míg az Egyesült Államokban inkább a magánfinanszírozású alapok a jellemzőek, Németországban és több európai államban is az állami jelenlét nagyobb mint 30% és akár az 50%-ot is elérheti. Magyarországon, különösen most, a Jeremie-program<sup>8</sup> elindulását követően, jelentős<sup>9</sup> az állami társfinanszírozású alapok jelenléte, így a mi kutatásunk elsősorban a Jeremie-alapokra terjed ki.

A fent bemutatott empirikus kutatások során a szerzők számos kérdésre keresték a választ, többek között arra, hogy milyen arányban alkalmaznak egyes ösztönzőket és korlátozásokat a szerződésekben, illetve milyen hatása van a kilépésre (exit) és így a kockázati tőkés profitjára az egyes korlátozásoknak. A továbbiakban ezekből emeljük ki a tipikus eredményeket.

### 3. Menedzsment kontroll és irányítási, igazgatósági jogok

A kontrolljogok kockázati tőkés szerződésekben betöltött szerepe rendelkezik a cash flow jogok mellett az ösztönzők közül a legkiterjedtebb szakirodalommal. Az empirikus eredményekből látható, hogy ez nem véletlen, hiszen a kontrolljogok és a cash flow jogok a szerződéskötés folyamatának szerves és elválaszthatatlan részét képezik. A kontrolljogok a legtöbb ösztönzőhöz hasonlóan a megbízó–ügynök problémát hivatottak enyhíteni, és beleszólást biztosítanak a vállalat működésébe a befektető számára, akinek kifizetése teljes egészében kötődik a vállalat sikeréhez.

A *menedzsment kontroll* jog a vezető tisztségviselők (ügyvezető (CEO), pénzügyi vezető (CFO)) kinevezésére, illetve leváltására vonatkozó jogot jelenti. A menedzsment kontroll értelmében a felek között előzetesen egyetértett, a szerződésben rögzített, objektív mérőszám nem teljesülése esetén a befektetőnek joga van az ügyvezető leváltására (*Fried–Hisrich 1995*). Az ügyvezető teljesítményének mérőszáma például a szerződéskötéskor megállapodott üzleti tervtől történő jelentős eltérés (bevétel elmaradás, költség túllépés, adózott eredmény jelentős elmaradása). A pénzügyi vezető befektetői oldalról történő kinevezése biztosíthatja a pénzügyileg felügyelt üzletmenetet. A kockázati tőkés célja alapvetően az üzleti stratégiába, valamint a működésbe történő beleszólás, a pénzügyi folyamatok felügyelete és a befektetett tőke megfelelő felhasználásának biztosítása és kevésbé az operatív szinten történő beavatkozás.

Az *igazgatósági kontroll* arra biztosít jogot a befektetőnek, hogy kinevezhesse a felügyelő bizottsági vagy az igazgatósági tagokat, illetve delegálja őket, akiken keresztül a befektető befolyásolni tudja a vállalat stratégiáját és működését (*Sahlman 1990*).

<sup>8</sup> Az európai Jeremie-programról és az ennek keretében létrejött ún. Jeremie-alapokról lásd részletesen *Lovas–Rába (2013)*.

<sup>9</sup> Magyarországon 2009 júniusában jelentek meg az első Jeremie-programok, amelynek keretében az Európai Unió társfinanszírozásával mára 28 kockázati tőke-alap jött létre, ami a körülbelül a piac 70 százalékát képviseli most (*MNB 2015*).

A kockázati tőkebefektetőnek a felügyelő bizottságban, igazgatóságban delegált útján történő részvétele magasabb kockázatú befektetések esetén jellemző, illetve nagyobb kitettség esetén az üzletmenetre történő nagyobb rálátást és a döntések kontrollálását biztosítja.

### 3.1. Nemzetközi tapasztalatok

Az igazgatósági kontroll jogok általánosan alkalmazott eszközök a kockázati tőkések részéről a *Bengtsson (2011)* által vizsgált első körös szerződésekben. A vizsgált mintában a kockázati tőkebefektetők nemcsak egy, hanem átlagosan 2,1 igazgatósági pozícióval rendelkeznek. Sőt, az esetek közel ötödében (18%) a befektető teljes mértékben kontrollálja a döntéseket az igazgatóságban elfoglalt többségi pozíciója révén. Az amerikai szerződések alapján *Bengston (2011)* szerint a vétőjogokkal összefüggő korlátozó kovenánsok<sup>10</sup> kevésbé jellemzőek, amikor a befektetők gyengébb kontrolljogokat kötnek ki, és gyakoribbak, amikor nagyobb, hitelkonstrukcióhoz hasonló kitettségük van, és akkor is alkalmazzák őket, amikor a befektető többségben van a döntéshozásban.

*Cumming (2008)* a menedzsmentkontroll esetében az ügyvezető leváltásával foglalkozik, az igazgatósági kontroll esetében pedig a befektető igazgatóságban (irányításban) elfoglalt többségi pozíciójával.<sup>11</sup> Az általa vizsgált vétőjogok az eszközértékesítés, eszközvásárlás, tőkeemelés és a szavazati jogok megváltozásának marginális hatásait mutatja be a többváltozós logit-modellje. Statisztikailag szignifikáns kapcsolatot talált a menedzsment/igazgatósági kontroll és a vétőjogok kikötése, valamint a felvásárlással történő kiszállás között.

Az ügyvezető leváltásához való jog kikötése önmagában 38,6 százalékkal növeli a felvásárlás valószínűségét, de további korreláló változók együttes figyelembe vételével, mint a board kontroll, vétőjogok, drag-along jog és felhívulás elleni védelem, ez az arány 23,6 százalékra csökken.

A befektető igazgatóságban elfoglalt többségi pozíciója, illetve többségi szavazati joga 23,7 százalékkal növeli a felvásárlással történő kiszállás valószínűségét a többi változó változatlansága mellett. Az előbbihez hasonlóan *Cumming* itt is vizsgálja a már említett korreláló változók hatását, miszerint minden egyes változó további 12,2 százalékkal növeli az akvizícióval történő lezárás valószínűségét.

A befektetés leírásának 31,7 százalékkal kisebb az esélye az (alapító tulajdonos) ügyvezető leváltásához való jog kikötése esetén, illetve 18,2 százalékkal kisebb

<sup>10</sup> A kovenánsok kötelezettségvállalások, melyek feladata a finanszírozó és a vállalkozó érdekeinek összehangolása, valamint a biztosítékok védelme. Bővebben lásd *Walter (2014)*.

<sup>11</sup> Itt fontos megjegyezni, hogy a magyar és angol-szász irányítási gyakorlat eltér egymástól. Míg a hazai gyakorlatban a lényeges döntések a közgyűlésen, illetve taggyűlésen dőlnek el a tulajdonosok beleszólásával, az angol-szász rendszerben a döntéshozatal az igazgatósági üléseken zajlik, ahol amennyiben valaki nem képviselteti magát, kimarad a döntéshozatalból.

a valószínűsége a kontrolljogok (drag-along és felhígulás elleni védelem) kikötése esetén. Mindamelllett hogy az ügyvezető leváltásához való jog kikötése és a kontrolljogok közötti korreláció mértéke 0,54 Cumming modelljében, ez lényegesen nem befolyásolja a kontrolljogok kikötésének az akvizícióra gyakorolt pozitív hatásának szignifikanciáját és a leírásra gyakorolt negatív hatását.

Összességében *Cumming (2008)* eredményei megmutatják, hogy fenti jogok kikötése nagyobb valószínűséggel vezet akvizícióhoz, és a gyenge kontrolljogok nagyobb valószínűséggel IPO-hoz (elsődleges nyilvános részvénykibocsátás), vagy a befektetés sikertelen lezárásához, azaz leírásához vezetnek.

*Kaplan és Strömberg (2004)* azt vizsgálta, hogy milyen kapcsolat van a kontrolljogok használata és a befektetés körüli egyes kockázati faktorok között. A kockázatokat három csoportba sorolták. Az első csoport a belső kockázatok, amelyek az aszimmetrikus információs helyzet miatt jelentkeznek, mint például a monitoringozás nehézsége vagy a vállalkozó tőkefelhasználási szokásai. Ezzel szemben a külső kockázatok mindkét fél számára egyenlő bizonytalanságot jelentenek, ilyen például a versenytársak válasza, vagy a jövőbeli kereslet a vállalat termékei iránt. A harmadik csoportot a végrehajtási kockázatok adják, előfordulhat ugyanis, hogy a vállalkozó és a befektető közötti kapcsolat súrlódásmentes, mindkét fél magasra értékeli a várható keresletet, mégsem sikerül végrehajtani a stratégiát. Az empirikus eredmények megerősítették a várakozásokat abban, hogy mind a belső, mind a külső kockázati faktorok erősödése egyenes arányban van a befektetői kontroll növekedésével. Minél kockázatosabb környezetben működik a vállalat, annál erősebb befektetői kontroll várható. A végrehajtási kockázatok nem mutattak kapcsolatot a kontroll mértékével, és más szerződéses mechanizmusokkal vannak csak összefüggésben, úgy mint vesting-struktúrák és likvidációs jogok<sup>12</sup>.

*Caselli és szerzőtársai (2011)* 834 magántőke-befektetést vizsgáltak abból a célból, hogy kapcsolatot keressenek az igazgatósági tagság összetétele és a várható hozam között. A minta 563 kockázati tőkés szerződést is tartalmazott, így eredményeik a magántőke ezen szegmensében is relevánsak. Negatív kapcsolatot találtak a befektető által egyidejűleg és korábban több vállalatban vállalt tagságok, valamint a teljesítmény között, ezenkívül a kockázati tőkés belső csapatából kinevezett igazgatósági tagok és a teljesítmény között. Számos magyarázat létezhet a kapcsolatra, de a tanulság egyértelmű a kockázati tőkések számára: a cég teljesítményét jobban növeli, ha a kockázati tőkéshez kevésbé kötődő, iparági szakembereket neveznek ki igazgatósági tagoknak.

<sup>12</sup> A vesting-struktúrát „fokozatos részesedésszerzésnek” lehet nevezni, a likvidációs jogok szerint a kockázati tőkebefektetők nem a tulajdonosi részesedésük alapján jutnak bevételhez a vállalat eladásakor, illetve felszámolásakor, hanem elsőbbséget élveznek. Bővebben lásd *Zsembery (2014)*.

### 3.2. A hazai piaci tapasztalatok

A hazai szokások vizsgálatakor alapvetően két dolgot vizsgáltunk meg: fontosnak tartják-e a hazai alapkezelők, hogy lehetőségük legyen a vezető tisztségviselők visszahívására, valamint gyakorolnak-e befolyást a portfólióvállalataikra igazgatósági tagságon keresztül. Kiinduló hipotézisünk szerint a nemzetközi empirikus eredmények alapján hazánkban is fontos ez a két mechanizmus, amelyet az eredmények megerősítettek.

A válaszadó alapok többsége (15-ből 13-an) biztosít magának igazgatósági tagságot a szerződésekben, míg szinte mindenki (1 kivételével) megtartja magának a vezető tisztségviselő (CEO/CFO) visszahívásának és új kinevezésének lehetőségét. A hazai gyakorlatban azonban az igazgatóság szerepe eltér az angolszász gyakorlattól, miszerint a lényeges döntések a közgyűlésen, illetve taggyűlésen történnek. Caselli és társai elemzésére reflektálva – melyt vizsgálja, hogy külső munkatársakat bíz-e meg az alapkezelő, vagy saját munkatársait ülteti az igazgatósági székbe – a hazai válaszadók közel fele (15-ből 6-an) szokott külső munkatársakat is alkalmazni, és az esetek nagy részében saját, alapkezelőn belüli, sok iparággal és befektetéssel foglalkozó munkatársai vesznek részt az igazgatósági munkában. Erre egy lehetséges magyarázat a hazai alapkezelők méretbeli elmaradása nemzetközi társaiktól, melyből kifolyólag kevesebb erőforrással és kapcsolattal rendelkeznek, ami a megfelelő külső szakemberek, munkatársak felkutatásának alapja. Magyarázatként szolgálhat az is, hogy hazánkban a szóban forgó szakemberi körből csak kevesen engedhetik meg maguknak, hogy alacsonyabb fizetésért egy nagy kockázatot rejtő, kezdő vállalkozásnál helyezkedjenek el, illetve a másik oldalról megközelítve kevés az a szakember, aki nemcsak multinacionális vállalati tapasztalattal rendelkezik, és alkalmas lehet egy kisvállalkozás menedzselésére.

## 4. Szavazati jogok

A *szavazati jogok* elosztása, valamint a *vétőjog* biztosítása bizonyos kérdésekben a befektető számára szintén a befektetői kontrollhoz kapcsolódik (Sahlman 1990). A társaság taggyűlésében, illetve közgyűlésében a szavazati jogok megfelelő elosztásával kontrollpozícióba kerülhet, de a szavazati többségi pozíció elérése nélkül is a befektető számos kérdésben (többek között a vezető tisztségviselők megválasztása vagy visszahívása, új tag belépése, más vállalkozásban történő tulajdonszerzés, üzleti terv elfogadása) törekszik vétőjog kikötésére (társasági szerződésben, alapszabályban), így nélküle bizonyos kérdésekben nem születhet döntés.

### 4.1. Empirikus eredmények a nemzetközi szakirodalomban

Bengsston (2011) szerint a szavazati jogok elosztása (kisebbség vs többség) összefügg a szerződésbe foglalt kovenánsok (pl. eszközvásárlás-, forrásbevonás korlátozása, menedzsment kinevezése) számával. A befektető többségi részesedése

esetén átlagosan 2,45 kovenánst alkalmaznak, kisebbségi részesedés esetén 3,06 kovenánst, mely eredmény rávilágít a kisebbségi részesedéssel vállalt magasabb kockázatra.

A német szerződéseket elemezve az empirikus eredmények azt mutatták, hogy a szavazati jogok elosztása jelentősen függ attól, hogy milyen típusú a kockázati tőkebefektető, azaz független magánbefektetők vagyonaival gazdálkodik-e, vagy egy intézmény tőkéjével (bank vagy állam). Az első esetben a szavazati jogoknak átlagosan több mint 50 százalékát kapják a kockázati tőkebefektetők, az utóbbi esetben 25 százalék alatti ez az arány (Hirsch–Walz 2013).

A Kaplan és Strömberg (2003) által vizsgált első körös amerikai szerződésekben a kockázati tőkések szavazati aránya legalább 41 százalék, de van olyan eset, ahol a 69 százalékot is eléri. Az USA-n kívüli szerződésekben hasonló arány tapasztalható, átlagosan a szavazatok 37 százalékával rendelkeznek a befektetők.

#### 4.2. A hazai piaci tapasztalatok

Az angolszász területeken gyakran találkozhatunk olyan részesedésekkel (Kft-nél üzletrésszel), amelyek nem biztosítanak szavazati jogot, illetve igazgatósági tagságot. Ezzel szemben Magyarországon a tulajdonosi és a szavazati jogok szinte mindig együtt járnak, ritkán válnak el egymástól. A szavazati jogok (és így a tulajdonosi jogok) arányának széles skálája jellemző a hazai gyakorlatban, kisebbségi és többségi részesedés egyaránt jellemző, 25 százalék +1 szavazattól akár 75 százalékig is. Ez összhangban van Kaplan és Strömberg eredményeivel is. Bengtsson következtéseihez kapcsolódóan azonosítottuk a már említett kovenánsokat, adatbázisunk kis mérete miatt azonban a befektetői részesedéssel nem találtunk kapcsolatot. A magyar kockázati tőkés piacon – mivel többségben olyan alapokat vizsgáltunk, ahol független magánbefektetők nyújtják a tőkét vegyes modellben, európai uniós forrás mellett – Hirsch és Walz kutatását nem tudtuk a hazai piaci gyakorlatra vonatkoztatni.

#### 5. Cash flow jogok

Egy olyan világban, ahol nincs információs aszimmetria, nem lenne szükség a cash flow jogok használatára. A valóságban azonban a vállalat tevékenységének kimene- te a vállalkozó akaratán és képességein múlik, ezt azonban nem tudja a befektető teljes körűen megfigyelni és ellenőrizni (vagy csak nagyon magas költséggel), így jött létre az a szándék a befektetők részéről, hogy megvédjék magukat a sikertelen kimenetektől. Holmstrom (1979) elméleti síkon megmutatta, hogy korlátolt felelős- ség és kockázatkerülő befektetők mellett az optimális szerződés maximális védel- met biztosítana a befektető számára negatív kimenetek esetén, a pénzáramok 100 százalékát hozzárendelve. A kockázati tőkés szerződések valós világában azonban



nem ez a megfigyelhető, ugyanis a legtöbb záradék biztosít valamekkora kifizetést sikertelenség esetén is a vállalkozó számára.

A vállalati pénzáramból történő részesedésért a tulajdonosi arányoktól eltérített cash flow jogok azonban nemcsak a sikertelen kimeneteket kezelik. Különösen az innovatív, induló vállalkozások esetén van kiemelt szerepe a cash flow jogok további funkciónak, hiszen ezek a vállalkozások nem is rendelkeznek likvidálható vagyonelemekkel bukás esetén. A cash flow jogok hármas célt szolgálva, nemcsak a „menthető” cash flowból való elsőbbségi részesedést biztosítják a befektetők számára, hanem védik a befektető részesedését az alacsonyabb finanszírozás melletti hígulástól, valamint a kilépéskori kifizetések sorrendjét is megszabják, biztosítva a befektetői elvárt hozam elérését.

A leggyakrabban használt cash flow jogok (*Bengtsson–Sensoy 2011 csoportosítása szerint*) hét kategóriába sorolhatóak. Szerepük szerint a *kumulált osztalékjogok*, a *likvidációs elsőbbségi és részvételi jogok* a gyenge teljesítmény mellett biztosítanak a befektető számára magasabb részt a vállalati pénzáramokból, de akár annak egészét is biztosíthatják. A *hígulás elleni jogok* további részesedést biztosítanak a befektető számára, ha az új részvények kibocsátása alacsonyabb értékelésen történik, mint amin ő befektetett a vállalatba. Ezzel biztosítható, hogy a kockázati tőkés részesedése ne csökkenjen túlzott mértékben, és egyúttal duplán büntetik a rosszul teljesítő vállalkozót, akinek így a részesedése még jobban csökken a vállalatban. A *visszafizetést biztosító jogok* egy put opciót juttatnak a befektetőnek, aki gyenge teljesítmény mellett eladhatja részesedését a vállalatnak, illetve az eredeti tulajdonosoknak. Az előző cash flow jogokkal szemben a vállalkozót védi az ún. *fizess-ha-játszani-akarsz jog* (pay-to-play rights), amely megszabja, hogy milyen jogokat veszít el a befektető, ha nem száll be a következő finanszírozási körökbe. A *hozamelsőbbségi jog* a kiszállási árból való részesedés nagyságát és sorrendiségét szabja meg a legtöbb hazai kockázati tőkés szerződésben a megtérüléstől (IRR) függően.

Az átváltható kölcsön és az átváltható elsőbbségi részvény (convertible debt and convertible preferred equity) formájában történő befektetés – mely a cash flow jogok endogén módon történő elosztására ad lehetőséget – az induló, start-up vállalkozások finanszírozásánál gyakran használt forma (*Hellmann–Puri 2002*). Az átválthatóság révén a hitel és a részvény tulajdonságai ötvöződnek egy értékpapírban, mely a kockázati tőkésnek biztonságot nyújt a vállalkozás rosszul teljesítése esetén, többek között felszámolás során a hitelezők kielégítési sorrendben elfoglalt helyének köszönhetően. Amennyiben a vállalkozás sikeres, a tőkés az átváltással élve további hasznokból részesül a hiteltörlesztéshez képest<sup>13</sup>.

---

<sup>13</sup> A mezzanine típusú finanszírozás cash flow hatásairól és kockázatairól, lásd bővebben *Kőszegi–Walter (2014)*.

## 5.1. Nemzetközi tapasztalatok

*Bengtsson és Sensoy (2011)* a cash flow jogok, azok közül is különösen a befektetői hozamelvárást védő jogok (downside protection rights) és a befektetői képességek kapcsolatát vizsgálták. Fő eredményük, hogy a nagyobb tapasztalattal rendelkező kockázati tőkések kevesebb ilyen jogot alkalmaznak. Ezeknél a kockázati tőkéseknél hangsúlyosabb lesz a board és szavazati kontroll használata, amelyeken keresztül biztosítani tudják a portfólióvállalat minél nagyobb sikerét.

*Kaplan és Strömberg (2003)* megerősítették a fejezet első részében felvezetett állítást, miszerint a cash flow jogok nagysága függ a vállalat teljesítményétől és a projekt életrésztől. Mintájukban a befektetők a pénzáramok átlagosan 8,8 százalékkal nagyobb részére voltak jogosultak a legrosszabb kimenet mellett, mint a legjobb mellett. Ami még jelentősebb megfigyelés, hogy annak ellenére, hogy a kockázati tőkések általában kisebbségi tulajdonosok a portfólióvállalatban, a mintában közel felét kontrollálták a pénzáramoknak. Ebben a mintában az alapítók a harmadára, míg egyéb érdekeltek az ötödére voltak jogosultak. Az is kitűnik eredményeik közül, hogy a kockázati tőkések kiemelt kérdésként kezelik befektetésük védelmét, ha a vállalatot eladják vagy rosszul teljesít. A 213 befektetési döntési mintából mindössze egyben nem szerepelt az alapítók követeléseit senioritásban megelőző befektetői követelés, és ezen követelések 98 százaléka legalább akkora volt, mint az eredetileg befektetett összeg. A befektetők tehát nem mutatnak egyelőre hajlandóságot abban, hogy osztozzanak a sikertelenségen a vállalkozóval. A likvidációs elsőbbségi joghoz hasonló gyakorisággal tartalmaznak a szerződések hígulás elleni védelmet is (95%).

A törzsrészevény formájában történő tőkebefektetés *Cumming (2008)* kutatásában kevesebb, gyengébb kontrolljoggal jár együtt, mint az átváltható formában történő befektetés esetében. A törzstőkébe történő befektetés esetén 12 százalékkal nagyobb a valószínűsége a tőzsdei bevezetéssel történő lezárásnak. A felvásárlással történő lezárás pedig sokkal valószínűbb a kockázati tőkés átváltható formában történő befektetése esetén.

Az átváltható értékpapírok aránya a finanszírozási szerkezetben országonként különbséget mutat. *Kaplan és Strömberg (2003)* eredménye szerint a szerződések 96 százaléka átváltható értékpapírt alkalmaztak, az esetek 79 százaléka pedig kizárólag átváltható értékpapír szerepelt az amerikai szerződésekben. Szintén az átváltható értékpapírok jelentőségét igazolta egy pár évvel későbbi amerikai kutatás (*Bengtsson 2011*), de Bengtsson már csak 58 százalékos arányt talált. Összehasonlítva a más országok esetében kialakult finanszírozási szerkezettel, a nem-USA befektetéseknek csak az 54 százaléka alkalmaztak átváltható elsőbbségi részvényeket (*Kaplan et al. 2007*).

A kutatási eredmények szerint az átváltható értékpapírok aránya összefüggésben van azzal, milyen erős az aszimmetrikus információ miatti probléma. A vállalatok korai életszakaszában, amikor az információk aszimmetria valószínűsége nagyobb, az elsőbbségi részvények használata sokkal jellemzőbb<sup>14</sup>. A vállalati életkor előrehaladásával és az érettség elérésével a vállalat ellenőrzésének egyszerűsödésével párhuzamosan a hiteljellegű finanszírozás kerül előtérbe (Trester 1998).

## 5.2. A hazai piaci tapasztalatok

Bengtsson és Sensoy (2011) szerint összességében elmondható, hogy a teljesítmény javulásával a cash flow jogok hatása csökken, és végül teljesen eltűnik. Ez az állítás azokon a piacokon igaz, ahol a tőzsdei kibocsátás reális cél egy vállalat számára, Magyarországon azonban az alacsony likviditás, a magas kibocsátási költségek, a kis vállalati méret és a tőzsde által megkövetelt transzparencia hiánya miatt ez a kimenet jelenleg még nem jellemző. A sikeresség „csúcának” a vállalat magánpiaci eladása tekinthető, ahol még nagy jelentősége van a hozamelsőbbségi jogon keresztül a cash flow jogoknak.

Míg Bengtsson és Sensoy a negatív kimenetektől való védelemre helyezték a hangsúlyt vizsgálatukban, addig mi a 32 hazai szindikátusi szerződés elemzése során megállapítottuk, hogy a likvidációs elsőbbség már elmaradhatatlan része a szindikátusi szerződéseknek. A kérdőíves felmérésünk során a pozitív kimenetek (upside) melletti pénzáramokból való osztozkodásra fókuszáltunk.

A hozamelsőbbségi jogok alapvetően úgy működnek, hogy a kilépési árból a befektető elvárt hozamának eléréséig a tulajdonosi aránynál (pro rata) nagyobb arányban részesedik, majd ha a tulajdonosi arányok szerint őt megillető rész is biztosítaná számára az elvárt hozamot, a vállalkozó és a befektető együtt részesednek a maradék összegből, egy előre meghatározott aránynak megfelelően.

A felmérés során arra voltunk kíváncsiak, hogy egy esetleges kiszálláskor a befektetők átengednek-e valamekkora összeget a vállalkozók számára addig, amíg el nem érik elvárt hozamukat az adott befektetésen, valamint ha az elvárt hozam túlszárnyalásra kerül, arányaiban hajlandók-e a befektetők a sikert elérő vállalkozó számára a tulajdonosi arányoktól eltérített nagyobb kifizetéseket biztosítani.

A megkérdezett 15 alapkezelő közül 13-an alkalmaznak befektetéseiknél kizárólagos hozamelsőbbséget a befektetés egy elvárt hozammal növelt összegéig. Mivel a kérdőív nem egyes szerződéseket vizsgált, hanem alapkezelői gyakorlatokat, ez nem azt jelenti, hogy a befektetések nagy részénél kizárólag az alapkezelő részesül a kiszállási árból az elvárt hozamának teljesüléséig, ám mutatja, hogy a magyar kockázati tőkés

---

<sup>14</sup> Az elsőbbségi részvény saját tőkés finanszírozásnak tekinthető, ezért az átváltható kötvényekhez képest nem növelik a tőkeáttételt. A tőkeáttételes finanszírozásról részletesebben lásd Berlinger et al. 2012.

gyakorlatban bevett szokás a vételár eltérítése a befektető védelme érdekében. Az alapkezelők több mint fele (15-ből 9-en) az elvárt hozam felett is a tulajdonosi arányoknak megfelelő részesedést kötött ki. Előbbi nem meglepő, hiszen az elvárt hozam teljesítése a minimum cél egy befektetőnél, utóbbi eredmény azonban elgondolkodtató üzenetében. Egyik interpretációjában azt is jelenti, hogy a befektető a sikerért megtett erőfeszítést a tulajdonosi arányokban értékeli a vállalkozó, ugyanis elegendően nagy összeg mellett (elérve a kritikus szintet) a tulajdonosi arányokban kíván osztozkodni a sikerekből.

## 6. Értékesítési jogok

A drag- és tag-along jogok már-már együtt járnak a kockázati tőkés szerződés fogalmával, annyira elterjedt a használatuk. A potenciális cégeladás során érdekellentétek merülhetnek fel a befektető és a vállalkozó részéről egyaránt. Az ún. hold-up probléma akkor jelentkezik, amikor az egyik fél értékesíteni kívánja a tulajdonrészét, de a másik fél ezt ellehetetlenítheti például azzal, hogy nem adja el a saját tulajdonrészét, a vevő pedig csak 100 százalékos tulajdon szerzésében érdekelt. Erre született meg az ún. „co-sale”, illetve ún. drag-along jog, azaz együtt értékesítési kötelezettség, aminek keretében a befektető kényszerítheti a vállalkozót tulajdonrészének azonos feltételek melletti eladására (Berglöf 1994; Zsembery 2014). Az ún. tag-along jogok, azaz együttértékesítési jogok annyiban különböznek, hogy ha a vállalkozó kívánja eladni a részesedését, akkor a befektetőnek is legyen lehetősége ugyanolyan feltételek mellett értékesíteni tulajdonrészét és viszont (Feld–Mendelson 2012).

A kisebbségi és többségi tulajdonosi státusz a kockázati tőke világában nem a legfontosabb kérdés éppen a különböző szerződéses mechanizmusok következtében, amelyek a tulajdonosi arányoktól eltérítik az egyes kontroll és cash flow jogokat, és erre kiváló példa a drag- és tag jogok használata tulajdonosi arányoktól függetlenül. Bár a tanulmány külön nem tér ki rá, fontos megemlíteni, hogy azon kívül, hogy a befektető rendelkezik ezen jogokkal, általában az összes részvényes rendelkezik tőkeemelési és értékesítési elsőbbségi jogokkal, ami lehetőséget biztosít számukra egy esetleges drag-along érvényesítés esetén a befektető részvényeinek megvásárlásán keresztül a társaság további tulajdonlására, természetesen ehhez legalább a harmadik fél vevő ajánlati összegét fel kell ajánlani.

### 6.1. Nemzetközi eredmények

A drag- és tag-along jogok használatának vizsgálata eddig kevés empirikus kutatás fókuszában volt. Talán éppen azért, mert használata szinte mindennappossá vált, és természetesnek veszik ezen jogok beépítését a szerződésekbe. Erre a feltételezésre utal Caselli et al. (2013) megállapítása, miszerint ez a két jog a leggyakrabban használt kovenáns a kockázati tőkés szerződésekben, mintájukban a szerződések

87 százalékában szerepelt. Ugyanezen tanulmány vizsgálta a hozamokkal való összefüggésüket, és a szerzők azt állapították meg, hogy nem korrelál használatuk a későbbi hozamokkal és a projekt sikerességével, amely megállapítások szintén az alapértelmezettségre utalnak.

Mivel egy esetleges értékesítéskor van jelentőségük, intuitíven azt gondolhatjuk, hogy lehet összefüggés a projekt kimenete (leírás, felvásárlás, IPO) és használatuk között. *Cumming (2008)* Európára épített adatbázisában a vizsgált kontrolljogok közül a drag-along jog hatását vizsgálta az IPO és a felvásárlással történő lezárás összehasonlítása során. Hozzá kell tenni, hogy Cumming a drag-along jogot együtt kezeli további kontrolljogokkal, úgy mint a befektető eladási opciója és felhívulás elleni védelme (extra kontrolljogok). Modelljében a már bemutatott menedzsment, board kontroll és vétójogok mellé beépítette a drag-along jogot, az eladási opciót és a felhívulás elleni védelmet, és azt tapasztalta, hogy minden egyes változó további 12,2 százalékkal növeli a felvásárlással történő lezárás valószínűségét és a befektetés leírásának 18,7 százalékkal csökkenti az esélyét az említett extra kontroll jogok. A drag-along jogok a többi vizsgált extra kontrolljogokhoz képest sokkal fontosabbnak és meghatározóbbnak bizonyultak, kikötésük esetén az IPO valószínűsége 15,8 százalékkal csökkent, a felvásárlással történő lezárás valószínűsége 31,5 százalékkal nőtt.

## 6.2. Értékesítési jogok használata Magyarországon

A 32 szindikátusi szerződés elemzése során megfigyeltük, hogy habár az alapkezelők minden esetben rendelkeznek drag- és tag-along jogokkal, nem minden esetben élhettek ezekkel korlátlanul<sup>15</sup>. A legtöbb esetben feltételekhez kötötték a drag-jogok alkalmazását, amely feltételeket négy csoportra osztottuk. Az első csoport az eredményességhez köthető, amely nem jelent mást, mint hogy a vállalkozót védve csak akkor élhettek ezen jogokkal a befektetők, ha a vállalat 100 százalékára vonatkoztatott vételár eléri egy bizonyos eredményességi mutató (legtöbbször EBITDA) többszörösét. A második csoport ezen vételárnak egy nominális értékhez kötése. A harmadik csoportban az üzleti terv teljesítésének vizsgálata van a középpontban, és csak annak alulteljesítése esetén élhet a befektető a drag-along joggal. Az utolsó korlátozás a drag használatát időponthoz kötötte, amely szintén a vállalkozót védi annak érdekében, hogy elég időt kapjon a bizonyításra, és ne kényszerüljön a projektből való kilépésre idő előtt. Ez az idő jellemzően a befektetéstől számított három év volt. Legtöbbször az említett feltételek kombinálása volt megfigyelhető.

---

<sup>15</sup> Itt a hazai gyakorlat szempontjából fontosnak tartjuk megjegyezni, hogy a korlátozott felelősségű társaságok esetében több jogász szerint is kérdéses ezen jogok bírósági kikényszeríthetősége.

**2. táblázat**

**A drag-along jogok használatának korlátozásai a megkérdezett magyarországi befektetések körében**

Korlátozás	Használatának aránya az alapkezelők körében
EBITDA	27,30%
Nominális	36,40%
Üzleti terv	9,10%
Időkorlát	100%
Egyéb	18,20%

*Forrás: Saját szerkesztés a felmérés alapján.*

A 2. táblázatban látható eredményekből következik, hogy sokszínű korlátozásokhoz kötik a magyar alapkezelők a drag-jog használatát szerződéseikben. Fontos kiemelni, hogy mindegyik alkalmaz időbeli korlátot, ami a vállalkozónak biztosítja, hogy ne kényszerüljön idő előtt feladni vállalkozását.

## 7. Összefoglalás

A befektetők számára széles eszköztár áll rendelkezésre a kontraszelekció és az erkölcsi kockázat kezelésére, úgy mint irányítási jogok, az eredményből való részesedéshez kapcsolódó jogok, valamint az értékesítéshez kapcsolódó jogok. Az eredmények azt mutatták, hogy területtől, befektetői típusoktól és a projekt kockázatosságától függően eltérő az alkalmazott ösztönzők és korlátozások száma. A kiszállásra (exit) és így a vállalkozások eredményességére gyakorolt hatásuk is meghatározó, például nagyobb valószínűséggel történik IPO erősebb befektetői jogok mellett.

A tanulmány eredményei szerint a hazai kockázati tőke világa nemzetközi piacokéhoz hasonló mechanizmusokat alkalmaz, és azokat hasonló módon használja szerződéseiben. Vannak azonban érdekes megfigyelések, például hogy a hazai alapkezelők kisebb része alkalmaz külső igazgatósági (board)tagokat portfólióvállalataik irányítása során, valamint hogy a hazai alapkezelők számára kiemelten fontos a társaság eredményessége (EBITDA) az egyes jogok érvényesítése során.

Mindkét eset magyarázata ugyanaz lehet: a hazai alapkezelők kisebb mérete. Egyrészt kevesebb erőforrásuk van arra, hogy külső igazgatósági tagokat kutassanak fel és alkalmazzanak, másrészt nem hagyatkozhatnak statisztikai mintákra a portfólióvállalataik kezelése során, és minden vállalatnál előtérbe kell helyezniük az eredményességet, hogy biztosítsák a saját befektetőik számára az elvárt hozamot.

A hazai piacon kilépésre, illetve a befektetések lezárására vonatkozó eredményeink még nincsenek, hiszen a – kutatásunkban jellemző – Jeremie-alapok a tőkekihelyezés szakaszában vannak, a sikeresség így még nem értékelhető.

## Felhasznált irodalom

- Bengtsson, O. – Sensoy, B. A. (2011): *Investor Abilities and Financial Contracting: Evidence from Venture Capital*. Journal of Financial Intermediation, 20(4), pp. 477–502.
- Bengtsson, O. (2011): *Covenants in Venture Capital Contracts*. Management Science, 57(11), pp. 1926–1943.
- Berglöf, E. (1994): *A Control Theory of Venture Capital Finance*. Journal of Law, Economics, Organization, 10(2), pp. 247–267.
- Berlinger Edina – Horváth Ferenc – Vidovics-Dancs Ágnes (2012): *Tőkeáttétel-ciklusok*. Hitelintézési Szemle, 12. évf., 6. szám, pp. 1–23.
- Brander, J. A. – Du, Q. – Hellmann, T. (2015): *The Effects of Government-Sponsored Venture Capital: International Evidence*. Review of Finance, 19(2), pp. 571–618.
- Caselli, S. – Garcia-Appendini, E. – Ippolito, F. (2013): *Contracts and Returns in Private Equity Investments*. Journal of Financial Intermediation. 22(2), pp. 201–217.
- Cumming, D. (2008): *Contracts and Exits in Venture Capital Finance*. The Review of Financial Studies, 21(5), pp. 1948–1982.
- Czinkoczkó Zoltán – Mike Károly (2012): *Befektetővédelem – Társasági jogi szabályok a kockázati tőkebefektetések tükrében*. Pázmány Law WorkingPapers, Nr. 2012/20. kötet.
- Feld, B. – Mendelson, J. (2012): *Venture Deals: Be Smarter Than Your Lawyer and Venture Capitalist*. New Jersey: John Wiley - Sons.
- Fried, V. H. – Hisrich, R. D. (1995): *The Venture Capitalist: A Relationship Investor*. California Management Review, 37(2), pp. 101–113.
- Hellmann, T. – Puri, M. (2002): *Venture Capital and the Professionalization of Start-up Firms: Empirical Evidence*. The Journal of Finance, 57(1), pp. 169–197.
- Hirsch, J. – Walz, U. (2013): *Why do Contracts Differ Between Venture Capital Types?*. Small Business Economics, 40(3), pp. 511–525.
- Holmstrom, B. (1979): *Moral Hazard and Observability*. The Bell Journal of Economics. 10(1), pp. 74–91.
- Kaplan, S. N. – Strömberg, P. (2003): *Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts*. Review of Economic Studies, 70(2), pp. 281–315.
- Kaplan, S. N. – Strömberg, P. (2004): *Characteristics, Contracts, and Actions: Evidence from Venture Capitalist Analyses*. The Journal of Finance, 59(5), pp. 2177–2210.

- Kaplan, S. N. – Martel, F. – Strömberg, P. (2007): *How do Legal Differences and Experience Affect Financial Contracts?*. Journal of Financial Intermediation, 16(3), pp. 273–311.
- Karsai Judit (2012): *A kapitalizmus új királyai*. Budapest, Közgazdasági Szemle Alapítvány, p. 250.
- Kószegi Eszter – Walter György (2014): A mezzanine finanszírozás. In: Walter György (szerk.) *Vállalatfinanszírozás a gyakorlatban: lehetőségek és döntések a magyar piacon*. 244 p. Budapest: Alinea, pp. 161–171.
- Lovas Anita – Rába Viktória (2013): *Állami szerepvállalás a start-up vállalatok finanszírozásában*. Hitelintézeti Szemle, 12(5), pp. 353–370.
- MNB (2015): *Elemzés a hazai kockázati tőkealap-kezelők és alapok működéséről*. Elérhető: [http://felugyelet.mnb.hu/data/cms2428377/Elemzes\\_a\\_kovkazati\\_tokealapkeze\\_loi\\_szektorrol\\_0202.pdf](http://felugyelet.mnb.hu/data/cms2428377/Elemzes_a_kovkazati_tokealapkeze_loi_szektorrol_0202.pdf). Letöltve: 2015. február 4.
- Rees, R. (1985): *A megbízó és az ügyvivő elmélete 1-2. rész* (ford. Király Júlia). Szigma, 18. évf., 3–4. szám, pp. 165–186 és 279–297.
- Sahlman, W. A. (1990): *The Structure and Governance of Venture-Capital Organizations*. Journal of Financial Economics, 27(2), pp. 473-521.
- Trester, J. J. (1998): *Venture Capital Contracting under Asymmetric Information*. Journal of Banking and Finance, 22(6–8), pp. 657–699.
- Walter György (2014): *A bankszektor és a bank*. In: Walter György (szerk.) *Vállalatfinanszírozás a gyakorlatban: lehetőségek és döntések a magyar piacon*. 244 p. Budapest, Alinea, pp. 29–62.
- Zsembery Levente (2014): *A sajáttőke-finanszírozás*. In: Walter György (szerk.) *Vállalatfinanszírozás a gyakorlatban: lehetőségek és döntések a magyar piacon*. 244 p. Budapest, Alinea, pp. 173–210.