

Ösztönzők és korlátozások a kockázati tőkés szerződésben*

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).

* Jelen cikk a szerző nézeteit tartalmazza, és nem feltétlenül tükrözi a Magyar Nemzeti Bank hivatalos álláspontját.

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 termékét¹, 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 ügynöknek².

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 úrnek 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-

¹ 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.

² 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 szerződésekhez, 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.

1. táblázat				
A feldolgozott empirikus kutatások összefoglaló táblázata				
Szerző, dátum	Időszak	Befektetési terület	Vállalatok száma	Szerződési fázis³
Trester, 1998	n.a.	Egyesült Államok	kb. 100 ⁴	n.a.
Kaplan–Strömberg, 2003	1992–2001	Egyesült Államok	119	első és további körös szerződések
Kaplan–Strömberg [2004]	1992–2001	Egyesült Államok	67 ⁵	első és további körös szerződések
Kaplan et al., 2007	1998–2001	23 ország ⁶	145	első és további körös szerződések
Cumming, 2008	1996–2005	Európa	223	n.a.
Bengtsson, 2011	2006–2007	Egyesült Államok	182	első körös szerződések
Hirsch–Walz, 2013	1990–2004	Németország	290	első körös szerződések
Caselli et al., 2013	1999–2005	Olaszország	563 ⁷	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

³ 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.

⁴ A pontos adatot a szerző nem közölte a cikkben.

⁵ A minta a *Kaplan–Strömberg (2003)* almintája.

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

⁷ 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-program⁸ elindulását követően, jelentős⁹ 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).

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

⁹ 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 kovenánsok¹⁰ 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.¹¹ 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 felhígulás 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

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

¹¹ 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. Mindamellettt 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 információk helyzete 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 jogok¹².

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 létezik 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.

¹² A vesting-struktúrákat „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 hármast 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 képest¹³.

¹³ 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 szenioritásban 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 törzsrészcseré 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 tőzsdéi 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 jellemzőbb¹⁴. 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

¹⁴ 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 mellett 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 korlátlanul¹⁵. 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.

¹⁵ 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.
- Kőszegi 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. 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.