

Eötvös Loránd Tudományegyetem Állam- és

Jogtudományi Kar

Állam- és Jogtudományi Doktori Iskola

- dr. Pintér Attila LL.M. -

konzulens: Dr. Kisfaludi András

## **A KOCKÁZATI TŐKEBEFEKTETÉSI**

### **SZERZŐDÉSEK**

összehasonlító jogi tanulmány

az Amerikai Egyesült Államok, Németország és  
Magyarország alkalmazott jogi megoldásainak

elemzésével

Budapest, 2021. március 13.

Ph.D. értekezés tézisei

## 1. Bevezetés

A kockázati tőkebefektetések a vállalatfinanszírozás egyik eszközét jelentik. Azon, tipikusan korai fázisban lévő vállalkozások esetében, amelyek még nem rendelkeznek kellő fedezettel a banki finanszírozáshoz, ugyanakkor mind gyorsabban kívánnak fejlődni, működésükhöz szükséges finanszírozási igényt tőkebefektetésekkel tudják fedezni.

Tőkebefektetési szerződéseket tipikusan induló, innovatív vállalkozásokban hajtanak végre, amelyek képesek a tőkebefektető – banki kamattal összevetve – nagyon magas hozamelvárását kitermelni. Ezek a befektetések extrém magas kockázatot jelentenek a befektetőkre nézve, mivel a vállalkozások korai fázisában nincs olyan előzményi adat, amely alapján következtetéseket lehetne levonni a későbbi vállalati fejlődésre, profitabilitásra. A kockázatok sorában egyik kockázati elem a jogi kockázatok köre.

A tőkebefektető csak egy tag lesz a befektetéssel érintett vállalkozásban (a továbbiakban:

céltársaság), ezért az általános társasági jogi intézményeken túl speciális jogokkal igyekszik megvédeni a saját jogi érdekeit és befektetésének értékét. Ez lesz a kockázati tőkebefektetési szerződés.

A kockázati tőkebefektetési szerződés nem tipikus szerződés, nincsenek Polgári Törvénykönyvben rögzített szabályai. Az első kockázati tőkebefektetési szerződések csak a '90-es években kezdtek Magyarországon terjedni, majd a JEREMIE programot követően a 2000-es években mind gyakoribbak lettek,<sup>1</sup> a 2010-es évektől pedig nagy tömegben jönnek létre az állami tőkebefektető társaságoknak köszönhetően.<sup>2</sup>

Ezzel együtt a kockázati tőkebefektetési szerződések jogi tartalmi elemei feldolgozatlanok a magyar jogirodalomban. Tömegével kötnék

<sup>1</sup> Karsai Judit: A kockázati tőke-finanszírozás nyílt és rejtett esatormái Magyarországon; Kftgazdaság, 1995/10., 17. o.

<sup>2</sup> Pénzügyi eszközök értékelése 2007–2013, készítette: Századvég Gazdaságtudató Zrt., 2016. november 30., 41-72. o., URL: <https://www.palyazati.gov.hu/download.php?objectid=71209> (2018. július 1.)

kockázati tőkebefektetési szerződéseket dollár milliók vonatkozásában a felek, de a szerződésekben magyarra nehezen fordítható, angol nyelvű kifejezések szerepelnek, sok esetben valamely amerikai szerződés tükörfordításaként. Ezen fordításoknak nem csak a szövegezése aggályos, de felveti a common law jogrendben alkalmazott jogtechnikai megoldások, romai-pandekta jogi területen történő jogdogmatikai alkalmazhatóságának kérdését is.

A dolgozat a kockázati tőkebefektetési szerződések részletes vizsgálatát tűzte célul.

A dolgozat a megvizsgált szerződések tipikus felépítésének logikája mentén építkezik. Előbb azt vizsgálja, hogy kik a befektetési szerződések alanyai, mi az ügylet tárgya. Majd, arról szól, hogy hogyan épül fel egy gazdasági társaság vállalatirányítási rendszere (corporate governance) egy befektetést követően. Végül a dolgozat sorra veszi, hogy milyen speciális, jellemzően csak a kockázati tőkebefektetési szerződésekben

előforduló elsőbbségi jogok illetik meg a befektetőket.

A dolgozat ugyanakkor nem vizsgálja a vállalati korai befektetési fázisokat (early stage), azaz az anygal befektetéseket, vagy a nagyon korai seed befektetéseket. A dolgozat nem vizsgálja a vállalati later stage befektetéseket, tehát az ún. private equity tranzakciókat, és főleg nem dolgozza fel az első részvénykibocsátási (IPO) és azt követő fázisban teljeseésbe menő szerződések.

## 2. Alkalmazott módszerek

A dolgozat tudományos megközelítése empirikus, a napi gyakorlatomban felmerült jogi kérdésekre fókuszált, a megismerés módja induktív, mivel az egyedileg megismert szerződésekkel próbál meg következtetni az általános gyakorlatra. Az értekezés végső célja pragmatikus, a gyakorlat számára kíván elméleti mélységgel válaszokat adni a felmerült jogkérdésekkel kapcsolatban. Tematikáját tekintve az értekezés összehasonlító jogi jellegű, mivel a magyar, a német és az amerikai

alkalmazott joggyakorlatot hasonlítja össze, egyben az amerikai alkalmazott jogtechnikai megoldásokat mutatja be a magyar jogi környezetben. A dolgozat nemzeti összehasonlító jogi tanulmány, mivel arra koncentrálna, hogy más jogrendszerek tanulmányozása alapján milyen következtetéseket kell levonni a magyar jogra vonatkozólag.<sup>3</sup> A disszertáció elkészítésének közvetett célja, hogy a nemzetközi tőkeáramlások ismert jogi akadályait kísérelje meg összegyűjteni és azokra lehetőség szerint megoldási javaslatokat adjon.

Gyakorló ügyvédként, azt a megközelítést alkalmaztam, hogy a saját praxisból felszívott tapasztalatokat mutatom be, minden egyes új jogintézménynél egy tételes jellemzést adva az új jogfogalmakról. Ezért legelőször megnéztem, hogy az általam szerkesztett tőkebefektetési szerződésekben mely jogintézmények fordulnak elő a legnagyobb gyakorisággal és ezen jogintézmények

<sup>3</sup> Konrad Zweigert, Hein Kötz: Introduction to Comparative Law, 3. ed., Oxford University Press, NY, 1998, 46. o.

mely 3 magyar szerződésben a leggyakoribbak. Úgyanezt a munkamódszert alkalmaztam az összehasonlított szerződések forrását jelentő német és amerikai ügyvédi irodákban is. A LUTZ | ABEL Rechtsanwalts PartG mbB, München és a Foley & Lardner LLP, Boston ügyvédi irodákban folytatott több hónapos kutatómunka során a német és az amerikai ügyvédkollégákhoz azt a kérést intéztem, hogy szeretném tőlük elkérni és a kutatómunkához felhasználni az általuk készített és szerintük legtipikusabb 3-3 kockázati tőkebefektetési szerződést. Webley azt a kutatási módszert, amivel a kutató előbb más szaktekintélyeket kérdez meg, hogy ajánljanak neki további kutatási anyagot, hógolyó-mintavételi technikának nevezi.<sup>4</sup> Így végső soron, mindösszesen 9 szerződés képezte a kutatás tárgyát, a magyar, a német és az amerikai szerződési gyakorlatból.

<sup>4</sup> Lisa Webley: Qualitative Approaches to Empirical Legal Research, in: Cane, Kritzer (eds.): Oxford Handbook of Empirical Legal Research, Oxford University Press, 2010., 7. o.

A szerződésekben leírt jogi tartalmi elemek felállítását követően elvégeztem az egyes jogintézmények összehasonlító jogi elemzését. Ennek során a hagyományos jogirodalmi és bírósági jogelmezéseket hajtottam végre, a német és az amerikai vonatkozó irodalomban a legjelentősebb tartalmi elemekre fókuszálva, míg a magyar irodalomban a teljességre törekedve.

A dolgozat megállapításai, a kutató módszertani megközelítése és a kutatás módszertana is kvalitatív.<sup>5</sup> A tőkebefektetési szerződések szerkezeti felépítésére nincsenek kötött jogszabályi cogens előírások, a szerződések tartalma rendkívül heterogén, mint térben, mind időben nagy változatosságot mutat. Ezért a kutatás eredménye más mintát használva, vagy más időben elvégezve, bár hasonlóságokat bizonyára mutatna, teljes egyezőségről aligha beszélhetnénk. A dolgozatban mindvégig hangsúlyozom, hogy a 9 alapul vett

szerződést mutatom be és sehol sem állítom azt, hogy az így bemutatott szerződéses rendelkezéseknek mindig és minden körülmények között e szabályoknak kell megfelelnie.

### 3. Tézisek

#### 3.1. Szerkezeti felépítés

A magyar jogirodalomban nem ismert olyan munka, amely a kockázati tőkebefektetési szerződéseket a teljesség igényével kívánja feldolgozni. Nem tudok olyan magyar dolgozatról sem, amely a teljességre törekedve sorra veszi a kockázati tőkebefektetési szerződések jellemző, vagy sajátos tartalmi elemeit.

A dolgozat célul tűzte ki, hogy ezt a jogelméleti hiányt pótolja. A dolgozat a megvizsgált szerződések alapján a lehető legteljesebb körben mutatja be a kockázati tőkebefektetési szerződések felépítését, sajátos jogi logikáját és az alkalmazott jogtechnikai megoldásokat.

#### 3.2. Felek

<sup>5</sup> Corbin Juliet, Strauss Anselm: A kvalitatív kutatás alapjai, L'Harmattan, 2015., 51-52. o.

A dolgozat a kockázati tőkebefektetési szerződések szerződő felei vonatkozásában korábban még nem alkalmazott csoportosítási szempontot alkalmaz, amely szerint a feleket az alábbi csoportokba lehet sorolni, az alábbi definíciók szerint:

- a) a befektetési szerződések konstans alanyai:
  - i. Céltársaság, amely olyan nem nyilvánosan működő, innovatív termékkel, vagy szolgáltatással rendelkező, vagy azt fejlesztő, a tagok korlátozott felelősségével működő gazdasági társaság, amelyet az alapító(k), vagy az alapító(k) más személyekkel közösen alapítottak, és amelyben a befektető legalább részben pénzbeli vagyoni hozzájárulás teljesítésével megvalósuló tőkeemeléssel tagként vagy részvényesként üzletrészt, vagy részvényt szerez.
  - ii. Alapító, aki(k) a céltársaság első tagja(i), részvényes(ei), vagy olyan később csatlakozó személy, akinek közreműködése

nélkülözhetetlen a céltársaság működése szempontjából, akár az alapító által szolgáltatott szellemi alkotás, akár személyes közreműködése miatt.

- iii. Befektető, az a természetes, vagy jogi személy, amelynek elsődleges szolgáltatása pénzbeli vagyoni hozzájárulás teljesítése a céltársaság részére azzal a céllal, hogy üzletrészenek vagy részvényének értékesítésekor a lehető legnagyobb hozammal lépjen ki a céltársaságból, és amely esetlegesen további szolgáltatásokat is teljesíthet a céltársaság részére.
- b) a befektetési szerződés további, lehetséges alanyai:
  - i. Tulajdonosok, azok akik a céltársaság azon tagjai vagy részvényesei, akik jogaikat, kötelezettségeiket tekintve az alapítótól elkülönülnek, de nem befektetők, és nem ESOP jogosultak.

ii. ESOP jogosultak a céltársaság olyan munkavállalói, akik a céltársaság érdekében elvégzett munkájukért a céltársaságban üzletrészt, vagy részvényt szereztek, de nem alapítók és tulajdonosok.

iii. Convertible note jogosultak, a céltársaság olyan hitelezői, amelyek valamilyen feltétel bekövetkezése esetén kölcsönkövetelésüket a céltársasággal szemben tőkeköveteléssé tudják átalakítani.

A dolgozat részletesen elemzi az egyes szerződéses felek megvizsgált szerződésekben talált jogi jellemzőit.

Megállapításra került, hogy a céltársaságok valamennyi megvizsgált jogrendszerben korlátozott felelősséggel működő gazdasági társasági formában működnek. Ez a társasági forma az Egyesült Államokban az INC, vagy az LLC volt, még Németországban minden esetben a GmbH, Magyarországon pedig a kft. A dolgozatban részletesen kitérek e társasági formákat szabályozó

nemzeti joganyag bemutatására. Ezzel együtt más társasági formák részletes elemzését a dolgozat további részében, a téma feldolgozásának zártsága érdekében, mellőzöm.

Az alapítók minden megvizsgált szerződés esetében természetes személyek voltak.

A befektetők vonatkozásában megállapítottam, hogy jogi jellemzőik, valamint az általuk megvalósításra kerülő befektetések attól függően változnak, hogy a céltársaság melyik vállalatfejlesztési szakaszában lépnek be a céltársaságba. Más irodalomban eddig nem rögzített alábbi csoportosítást használtam, amely vonatkozásában a csoportképző szempont a jogi szabályozottság szintje, ágazatspecifikus jellege képezte:

a) Korai fázisú befektetők, ezen belül pedig

- i. FFF
- ii. inkubátorok
- iii. crowdfunding

- iv. üzleti angyalok
- b) Nem intézményi befektetők (gazdasági társaságok)
  - v. korlátolt felelősségű társaságok
  - vi. részvénytársaságok
- c) Intézményi befektetők (kollektív befektetési formák)
  - vii. VC alapok
  - viii. PE alapok

#### **ad a) Korai fázisú befektetők**

A korai fázisú befektetők rendszerint a céltársaság első befektetői, kis összegű befektetéseket hajtanak végre, speciális jogi szabályozottságuk nincs, vagy az nagyon alacsony.

A szakmai zsargonban használt FFF mozaikszó, és a „Family, Friends and Fools” jelenti a feloldását. Azaz az általánosan bevett vélekedés szerint, az igen korai fázisban az alapítókön kívül a „család, a barátok és a bolondok” támogatják csak a

céltársaságot. Nem jogi kategória, nehezen kezelhető jogi és tudományos eszközökkel, így közelebbi jellemzésükbe én sem bocsátkoztam.

Az inkubátor (business incubations) nem, vagy csak kis összegű pénzt folyósít a céltársaságnak, de ennél sokkal fontosabb, hogy olyan egyéb szolgáltatásokat nyújt, amelyek a vállalkozás kezdeti szakaszában nagyon nehezen finanszírozhatók. Ilyen lehet például a székhely, közműszolgáltatások, üzleti és technológiai szolgáltatások (pl. könyvelő, internet és telefon elérhetőségek), asszisztencia, stb.

A crowdfunding-gal kapcsolatban bemutatom az Európai Parlament és Tanács (EU) 2020/1503 Rendeletét, az európai közösségi finanszírozási üzleti szolgáltatókról, valamint az (EU) 2017/1129 rendelet és az (EU) 2019/1937 irányelv módosításáról, amelyet 2021. november 10. napjától kell alkalmazni.

Az üzleti angyalok (business angels) vonatkozásában elfogadom Peter Cowley meghatározását, aki az üzleti angyalokat „invested



investor”-nak nevezi. Könyvében így jellemzi az üzleti angyalokat: „Az invested investor nem csak pénzt ad, de segít a vállalkozóknak felépíteni az üzletüket. Van pénzüik, így tudják és képesek vállalni a veszteség kockázatát, van gyakorlatuk a célársaság által megcélzott üzletágban, vannak kapcsolataik, amelyekkel tudják segíteni a célársaságot új ügyfelek megszerzésében, beszállítók megtalálásában és a cég vezetésében. Az invested investort arról is fel lehet ismerni, amikor ismételt befektetést hajt végre, vagy amikor nagyobb befektetés érdekében befektetőt keres, vagy befektetőket von be a célársaságba.”<sup>6</sup> Ezt követően bemutatom és vitatom a korai fázisú vállalkozások és a korai fázisú vállalkozásokat támogató vállalkozások nyilvántartásba vétel iránti eljárásának részletes szabályairól szóló 331/2017. (XI. 9.) Korm. Rendelet üzleti angyalokról szóló szabályainak életszerűségét, használhatóságát.

<sup>6</sup> Peter Cowley: The Invested Investor, közzétette: Invested Investor Limited, 2018, 5-6. o.

#### **ad b) Nem intézményi befektetők**

Nem intézményi befektetőknek neveztem el azokat a befektetőket, amelyeknek ugyan valamilyen társasági jogi szabálynak meg kell felelniük, de nem vonatkoznak rájuk speciális befektetési, szervezeti, vagyoni, vagy befektetővédelmi szabályok. A nem intézményi befektetőknek meg kell felelniük pl. a társasági jogi szabályoknak, de nem vonatkoznak rájuk a különféle alapokra irányadó normák. Ilyenek például Magyarországon azok a gazdasági társaságok, amelyek rendszerint „befektetési és tanácsadó kft.”-ként működnek, és semmilyen különös ismertetőjegyük nincs sem a tevékenységi körük között, sem pedig a tőkeszerkezetükben.

A dolgozatban részletesen bemutatásra kerül a megvizsgált szerződésekben megfigyelt befektetési formákra vonatkozó mögöttes társasági jogi normaanyag, és megállapításra kerül, hogy ezt meghaladóan speciális szabályok nem szabályozzák e társaságok működését.

#### **ad c) Intézményi befektetők**

Az intézményi befektetőket az különbözteti meg a befektetési szerződés minden más alanyától, hogy van valamilyen, csak rájuk jellemző olyan speciális normatív előírás, ami befektetési tevékenységük miatt kötelezi őket.

Az intézményi befektetők kivétel nélkül olyan jogi személyek, vagy jogi személyiség nélküli vagyontömegek, amelyek egy, vagy több befektetőtől gyűjtenek tőkét, azért, hogy azt céltársaságokba fektessék az elérhető legnagyobb hozam érdekében és amelyeket – elkülönült, vagy el nem különült – professzionális vagyongazdálkodó gazdasági társaságok kezelnek.<sup>7</sup> Ebbe a csoportba tartoznak a befektetési alapok, vagy „fund”-ok. A kapcsolódó szabályozás vonatkozásában bemutatom

a) az Egyesült Államok 1933-as Securities Act releváns szabályozását, de különösen a befektetési alapok (VC) legfontosabb

---

<sup>7</sup> Timothy Spangler: *A Practitioner's Guide to Alternative Investment Funds*, 3. Ed., Thomson Reuters, London, 2015., 48-51. o.

jogszabályi alapját, az úgynevezett private placements kibocsátásokat („Regulation D”)<sup>8</sup>

- b) a német szabályozás vonatkozásában
- i. elemzem az irányadó közösségi szabályozás keretében az Európai Parlament és a Tanács 2011/61/EU irányelvét (2011. június 8.) az alternatív befektetési alap-kezelőkről, valamint a 2003/41/EK és a 2009/65/EK irányelv, továbbá az 1060/2009/EK és az 1095/2010/EU rendelet módosításáról, amely az alternatív befektetési alapok (a továbbiakban: ABA) európai uniós alapszabályozásának
  - ii. bemutatam a közösségi jogi alapon felépülő német alternatív befektetési alapokat, a német Sondervormögen, azaz (nem speciális) befektetési alapot, valamint

---

<sup>8</sup> John Hempill, Michael Renneck, Bruce Johnson, Christopher Arana: *Private Placements And Securities Law Issues*, in: Dror Futter, Issac J. Vaughn: *Venture Capital*, 2004, Practising Law Institute, 85-125. o.

a Spezial-Sondervermögen, azaz speciális befektetési alapot, <sup>9</sup> továbbá a német alternatív befektetési alapkezelőket az Investment AG-t és az Investment KG-t.<sup>10</sup>

c) A magyar ABA szabályozásának alapja a kollektív befektetési formákról és kezelőikről, valamint egyes pénzügyi tárgyú törvények módosításáról szóló 2014. évi XVI. törvény, valamint a kollektív befektetési formák befektetési és hitelfelvételi szabályairól szóló 78/2014. (III. 14.) Korm. rendelet. Elemzsem a releváns törvényi definíciókat, úgy mint a kockázati tőkealapot (VC) és a magántőkealapot (PE), továbbá a kockázati tőkealap-kezelőket alapvető szabályait.<sup>11</sup>

<sup>9</sup> Wolfgang Wehnauer: Handbuch Venture Capital, München, C.H. Beck, 2019, 6. ed. (e-book), Rn. 1-11.

<sup>10</sup> Dirk A. Zetzsche (ed.): The Alternative Investment Fund Managers Directive, 2. kiadás, Wolters Kluwer, Croydon, 2015, 825-826. o.

<sup>11</sup> Glavanits Judit: A kockázati tőkebefektetések egyes jogi kérdései, UNIVERSITAS-GYÖR Nonprofit Kft. Győr, 2015, valamint Karsnai Judit: Válság után: változó állami szerep a kockázati-tőke ágazatban, in Külgazdaság, 2013/4-5., p. 12-34.

A kockázati tőkebefektetési szerződések felelnek bemutatásáról szóló fejezet zárásaként az alábbi megállapításokat teszem:

a) Megállapítom, hogy a céltársaság minden megvizsgált szerződésben az általános társasági jogi szabályok szerint működik (ide nem értve a következőkben elemzésre kerülő corporate governance szabályokat), még akkor is, ha gazdasági szempontból egy rendkívül innovatív technológia piacravitelére hozzák létre.

b) Megállapítom azt is, hogy az ABA szabályozás rendkívül bonyolult és minden bizonytalanság nélkül indokolatlan adminisztratív feladatokat ró a befektetőkre. Javaslatot teszek a szabályozás egyszerűsítésére a német és amerikai minták alapján, amelynek lényege, hogy a professzionális befektetőkre, akik képesek és tudják is vállalni az induló vállalkozásokba történő befektetések kockázatát, egyszerűbb szabályok kerüljenek alkalmazásra.

c) A jelenlegi ABA definíció vonatkozásában pedig sürgető jogszabályi változtatásokat javaslok:

i. Egyrészt, az ABA definitív eleme, hogy több befektetőtől gyűjt tőkét, noha a Felügyelet rendszeresen engedélyezi az egy befektetővel működő ABA-k alapítását is. A Felügyelet gyakorlatát figyelembe vevő jogalkotás időszerű és szükséges lenne.

ii. Másrészt, az ABA csak akkor nyújthat kölcsönt, ha már van tagi, részvényesi jogviszonya a céltársaságba. Bár a szabály jogdogmatikailag a hitel és tőkepiacok szétválasztása miatt indokolhatónak tűnik, gazdaságilag elavult és nem követi a nemzetközi trendeket. Indokolt lenne engedélyezni a befektetés megvalósítása előtti kölcsönkihelyezést is (úgynevezett convertible loan ügyletek). Ezen műveleteknek észszerű korlátja lehetne, egyben ez adná az elhatárolási szempontot a

hitelpiacokon működő speciális formákhoz képest, ha az ABA saját tőkéjének csak kisebb részét használhatná egyidejűleg kölcsön tranzakciókban.

### 3.3. A szerződés tárgya

A kockázati tőkebefektetési szerződések tárgya a tőkebefektetés. A tőkebefektetés jogilag mindig a céltársaság tőketartalékának felemelésével valósul meg. Ez az úgynevezett ázsíós tőkeemelés. Ebben a kérdésben nem találtam különbséget a megvizsgált szerződésekben. A dolgozatban bemutatom mindhárom jogrend, tőkeemeléssel kapcsolatos mögöttes joganyagát, és külön részletesen kitérek a magyar Ptk.<sup>12</sup> és a Számviteli törvény<sup>13</sup> releváns rendelkezéseinek elemzésre.

Kettő, a gyakorlatban rendkívül fontos jogkérdéssel is foglalkozom, amelynek során bebizonyítom, hogy feltételesen is lehet döntést hozni az ázsíós

<sup>12</sup> A Polgári Törvénykönyvről szóló 2013. évi V. törvény (a továbbiakban: Ptk.) 3:198. §

<sup>13</sup> A számvitelről szóló 2000. évi C. törvény (a továbbiakban: Számviteli törvény) 36. § (1) b) pont

tökemelésről és indoklom azt is, hogy miért téves az a bírósági döntés<sup>14</sup>, amely szerint kft. esetben a tökélemelés során csak a változásbejegyzéstől lehetne gyakorolni a felemelt jegyzett tőkével kapcsolatos tagi jogokat.

### 3.4. Corporate Governance (vállalatirányítási rendszer)

A fejezet központi kérdése, hogy hogyan épül fel a céltársaság belső döntéshozatali struktúrája, milyen szervezeti egységek milyen kérdésekben dönthetnek. Végül soron ez a fejezet arra a kérdésre keresi a választ, hogy a befektetést követően ki irányítja a céltársaságot?

A dolgozatban részletesen bemutatom a megvizsgált szerződések vállalatirányítási rendszereit, amelyben jogrendszerenkénti bontásban összesítem egyrészt a legtöbb szerv és a társaság ügyvezetésének hatáskörébe tartozó hatásköri listákat, másrészt bemutatom az egyes jogrendszerek mögöttes,

<sup>14</sup> A Fővárosi ítéletábla GF.40199/2019/8. számú határozata

releváns joganyagát. Megállapítottam, hogy a felek ügyleti akarata valamennyi szerződésben igen hasonló jellegzetességeket mutat, és a döntések túlnyomó többsége (egy magyar szerződés kivételével) az ügyvezetés hatáskörébe tartozik.

A fejezet központi témája az ügynevezett egységes és kétszintű vállalatirányítási rendszerek<sup>15</sup> elméleti modelljeinek elemzése a kockázati tökebefektetési szerződések vonatkozásában. Mint ismeretes, az egységes vállalatirányítási rendszerek inkább a common law jogrendszerekben jellemzőek, míg a kétszintű vállalatirányítási rendszerek inkább a német jogi megoldásokat követő országokban, így többek között hazánkban is.<sup>16</sup> Ahogy arról már volt

<sup>15</sup> Carsten Gerner-Beuerle, Michael Schilling: *Comparative Company Law*, Oxford University Press, Oxford, 2019, 284-291. o.

<sup>16</sup> Bob Tricker: *Corporate Governance, principles, policies and practices*; Oxford University Press, Oxford, 2009, 64. o., valamint Jean J. du Plessis, Bernhard Großfeld, Claus Lüttermann, Ingo Saenger, Otto Sandrock: *An Overview of German Business or Enterprise Law and the One-Tier and Two-Tier Board Systems Contrasted*, in.: Jean J. du Plessis, Bernhard Großfeld, Claus Lüttermann, Ingo Saenger, Otto Sandrock, Mathias Casper: *German Corporate Governance in International and European Context*, Springer, Third Edition, 2017, 8-13. o.; Mette Neville & Karsten Engsig Sorensen (eds.): *Company Law and SMEs*, Thomson Reuters, København, 2010, 67-80. o.;

szó, a kockázati tőkebefektetések gyakorlata az amerikai jogi sémákat követi, így a dolgozat azt a kérdést vizsgálja, hogy az egységes irányítási rendszer miként tud érvényesülni a német és magyar jog hatálya alatt. Megállapítottam, hogy – egy magyar szerződés kivételével – a gyakorlat az amerikai mintákat követi, azaz a német és a magyar szerződésekben is a felek létrehozhatnak egy, a Ptk. szóhasználatára szerinti „egyéb szervezet”,<sup>17</sup> amit változatos elnevezésekkel illetnek, de leggyakrabban a „board” kifejezést használják rá.<sup>18</sup> A board egy olyan testületi szerv, amelynek befektetési szerződésben és társasági szerződésben meghatározott, igen széleskörű jogköre van, amelyek vonatkozásában hozott döntései a társaság más társasági szerveire kötelezőek. A board tagjai

---

Andreas M. Fleckner, Klaus J. Hopt (eds.): *Comparative Corporate Governance, a Functional and International Analysis*, Cambridge University Press, Cambridge, 2013. 29-33. o.; valamint Carsten Gerner-Beuerle, Michael Schilling: *Comparative Company Law*, Oxford University Press, Oxford, 2019., 303-307. o.

<sup>17</sup> Ptk. 3:152. §

<sup>18</sup> Dornseifer Frank (szerk.), *Corporate Business Forms in Europe*, Sellier. European Law Publisher GmbH, München, 2005. 103-186 (Frank Dornseifer)

általában az alapítók és a befektetők képviselői, néhány esetben pedig külső szakértők, akik nem is feltétlenül rendelkeznek tagi jogviszonnyal. Azt is megállapítottam, hogy a céltársaságok vezető tisztségviselője (chief executive director) a megvizsgált szerződésekben mindig valamely alapító volt, míg a befektetők képviselői rendre képviselő nélküli tisztségviselők (non-executive directors).<sup>19</sup>

Vizsgáltam a céltársaságokon belüli egyes döntéshozatali mechanizmusokat, azaz azokat az „erőtereket”, amelyek ténylegesen meghatározzák, hogy ki irányít egy céltársaságot. Azt találtam, hogy a befektetők mindig rendelkeznek vétőjoggal. A vétőjogukat „destruktív vétőnek”<sup>20</sup> neveztém el,

---

<sup>19</sup> Jean Jacques du Plessis, Anil Hargovan, Jason Harris: *Principles of Contemporary Corporate Governance*, Cambridge University Press, IV. ed. Cambridge, 2018., 96. o.

<sup>20</sup> Shariqzadeh Azin, *Venture Capital and Corporate Governance*, Inaugural-Dissertation zur Erlangung des Doktorgrades des Fachbereichs Wirtschaftswissenschaften der Johann Wolfgang Goethe-Universität Frankfurt am Main, 2010., 57-58. o., továbbá vö.: Neil J. Beaton: *Valuing Early Stage and Venture-Backed Companies*, John Wiley & Sons, Inc., 2010, New Jersey, 27. o

mivel a befektető egymaga ezzel a vétőjoggal döntéseket nem tud kikényszeríteni, de döntéseket tud blokkolni. Mivel a befektető – vagy a legfőbb szerv ülésén, vagy a board-ban – minden esetben destruktív vétőjoggal rendelkezett a kulcsfontosságú, igen nagyszámú kérdés vonatkozásában a megvizsgált szerződésekben, ezért arra jutottam, hogy bár az alapítók az első számú vezető tisztségviselői a társaságnak, az operatív, napi szintű irányítást ők gyakorolják, de a befektetők határozzák meg a célrasságok stratégiai irányait. A dolgozatban elemzem a befektetők e döntésekkel kapcsolatos, úgynevezett árnýékiigazgatói felelősségét,<sup>21</sup> és megállapítom azt, hogy ugyan a magyar jogban vannak e felelősségi alakzattal kapcsolatos normatív szabályok, és a kérdés a modern jogtudomány egyik igen vitatott

<sup>21</sup> „A vezető tisztségviselők hitelezőkkel szembeni felelőssége” tárgyú körben felállított joggyakorlatelemző csoport összefoglaló véleménye”, a Kúria joggyakorlat-elemző csoportja által 2017. január 12-én, A Kúria Polgári Kollégiuma által 2017. február 6-án elfogadott összefoglaló vélemény, 13. o. URL: [https://kuria-birosag.hu/sites/default/files/joggyakorlatosszefoglalok\\_velemeny\\_6.pdf](https://kuria-birosag.hu/sites/default/files/joggyakorlatosszefoglalok_velemeny_6.pdf) (2018. 07. 06.)

témáját jelenti, mégis a pontos szabályok egyelőre hiányoznak. Véleményem szerint csak – igen rövid – idő kérdése, hogy a jogalkotó is állást foglaljon az árnýékiigazgatói felelősség részletesebb kidolgozásával kapcsolatban.

### 3.5. Befektetői elsőbbségi jogok

Ebben a fejezetben a kockázati tőkebefektetési szerződésekre jellemző speciális, rendszerint a befektetőt védő elsőbbségi jogokat elemzem. Ez nem azt jelenti, hogy semmilyen más szerződésben ezek a rendelkezések nem fordulhatnak elő, csak azt gondolom, hogy ezek a szabályok, ilyen formában önmagukban is meghatározóak a kockázati tőkebefektetési szerződésekben. A dolgozatban továbbra is a megvizsgált amerikai, német, magyar szerződéses gyakorlatból indulok ki, és ezekben a szerződésekben talált speciális jogokat elemzem a mögöttes nemzeti joganyag és jogirodalom szempontjából. A továbbiakban csak a legfontosabb ilyen szabályokat emelem ki a dolgozathól.

#### 3.5.1. Információs jog

Megfigyeltem, hogy különbség van a jogszabályban rögzített információs jog<sup>22</sup> és a befektető által kért adatszolgáltatási kötelezettség között. Ez utóbbi több, részletesebb és a megvizsgált szerződésekben csak a befektetőt illető elsőbbségi jog.<sup>23</sup>

### 3.5.2. Társasági részesedés átruházásának korlátozása

#### a) Általános korlátozások

Ebben a csoportban azokat a korlátozásokat gyűjtöttem össze, amelyek a céltársaságok létesítő okiratai külön elnevezés nélkül tartalmazzák. Ilyen volt például, hogy az alapítók versenytársnak nem értékesíthették a társasági részesedéseiket, vagy hogy az IPO-t követő bizonyos ideig csak nagyon szűk körben

<sup>22</sup> DGCL 220. §, GmbH törvény 51a.§ (2) és Ptk. 3:23. § (2)

<sup>23</sup> Beat A. Brechbühl, Bob Woeder: Global Venture Capital Transactions, A Practical Approach (a Németországról szóló fejezet szerzője: Marco Goedsche), Kluwer Law & ALJ, Hága, 2004, 164. o., valamint George, G. Triantis, Financial contract design in the world of venture capital, in The University of Chicago law review, 2001, 305-316. o.; továbbá Elizabeth Pollman: Startup Governance (2019), Faculty Scholarship at Penn Law, 2135., 172-173. o., URL: [https://scholarship.law.upenn.edu/faculty\\_scholarship/2135](https://scholarship.law.upenn.edu/faculty_scholarship/2135) (2020. szeptember 5.)

lehetett részvényeket átruházni,<sup>24</sup> de ide lehet sorolni a Ptk. szerinti „kivülálló személy részére történő”<sup>25</sup> átruházási korlátot is.

#### b) Elővásárlási jog

Valamennyi megvizsgált szerződésben találtam elővásárlási jogot, de az egyes szerződésekben más-más célt szolgált. Míg az amerikai,<sup>26</sup> német szerződésekben inkább az alapítók terhelő kötelezettség volt a befektetőkkal szemben, addig egy magyar szerződésben épp az alapítóknak volt elővásárlási joga arra az esetre, ha a befektető értékesítené az üzlet részét.

#### c) Opciók

<sup>24</sup> Susanne Espenlaub, Marc Goergen, Arif Khurshed: Governance implications of locked-in venture capitalists (VCS) and founder owners in newly floated UK companies, in.: Igor Filatochev, Mike Wright: The Life Cycle of Corporate Governance, Edward Elgar Publishing, Inc., Northampton, MA, USA, 2005, 99-122. o.

<sup>25</sup> Ptk. 3:167. § (6)

<sup>26</sup> Jerry W. Markham, Thomas Lee Hazen: selected Materials and Statutes on Corporate Finances, 2004 Edition, Thomson West, 170. o., továbbá Mark T. Bettencourt, Mary Bevelock, Patrick Jhon Cammarata: Venture Capital and Private Equity Financing, MICLE, 2008, 47-71. o.



Egyik megvizsgált amerikai szerződésben sem találtam opciót (ide nem értve a ESOP-ot, amiről később lesz szó). Minden német és magyar szerződésben találtam vételi és eladási jogot is. Az opciók mindkét fajtáját használják a szerződések, de teljesen eltérő célokra. A német szerződések mindegyikében az alapítóknek volt vételi joga, a befektetők – hozzámmal?<sup>27</sup> növelt – kivásárlására.<sup>28</sup> A magyar szerződések mindegyikében a vételi jog biztosítéki szerződés volt, arra az esetre, ha a befektetők kívüli tagok megszegnék a befektetési szerződést. Ebben az esetben a befektető jogosult volt jelképes vételáron (pl. névérték, vagy 1.000,- Ft) gyakorolni a vételi jogát.

A német szerződésekben az eladási jogot, mint egy speciális szavatossági, biztosítéki jogot

<sup>27</sup> Brealey, Myers, Allen, Principles of corporate finance, 10. edition, McGraw-Hill/Irvin, New York, 2011. 107-115., valamint Karsai Judit: A kapitalizmus új királyai, Budapest, 2012, o. 34-48.

<sup>28</sup> Ezt találtam a vonatkozó irodalomban is: Christoph Winkler: Rechtsfragen der Venture Capital Finanzierung, Duncker & Humblot, Berlin, 2004. 203-204. o.

találtam arra az esetre, ha a befektetéseket megelőző átvilágítások<sup>29</sup> során az alapítók nem, vagy nem teljes körben tártak volna fel valamilyen, későbbi károkozó tényállást. A magyar szerződésekben az eladási jog, hasonlóan a német szerződésekhez, szintén biztosítéki eleme a szerződésnek, azonban ezekben a szerződésekben az alapítók súlyos szerződésszegése esetén a befektető volt jogosult eladni az alapítóknek az üzletrészt, hozzámmal növelt vételáron.<sup>30</sup>

#### d) Drag along jog

Egyik megvizsgált jogrendszerben sem találtam teljeskörű drag along szabályozást, de valamennyi szerződés tartalmazta a klauzulát.

<sup>29</sup> Alan S. Guterman: Technology-Driven Corporate Alliances, a Legal Guide for Executives, Quorum Books, London, 1994, 61-85. o.

<sup>30</sup> Ehhez nagyon hasonló az amerikai „redemption right”, ami a befektetői exit egyik eszköze. Vö.: Neil J. Beaton: Valuing Early Stage and Venture-Backed Companies, John Wiley & Sons, Inc., 2010, New Jersey, 23-24. o

A drag along (talán, legközelebbi szabad fordításban: „eladásra kényszerítés joga”) azt a célt szolgálja, hogy a többségi tulajdonos vagy esetünkben a befektető egészében el tudja adni a társaságot.<sup>31</sup> Azaz ne fordulhasson elő olyan eset, hogy érkezik egy kedvező felvásárlási ajánlat, de valamelyik kisebbségi tulajdonos, vagy tulajdonosok köre ellenáll az ajánlatnak, és nem akarja eladni a saját részesedését, ezért végső soron a befektető sem tud kilépni a céltársaságból (un. hold-up problem).<sup>32</sup> A dolgozatban bemutatom a drag along konstans elemeit, majd az egyes speciális szabályokat veszem sorra. A speciális szabályok felsorolását itt most mellőzöm, de a konstans elemeket itt is érdemes rögzíteni. Valamennyi szerződésben közös elem volt, hogy a céltársaság valamekkora

<sup>31</sup> Dick Costolo, Brad Feld, Jason Mendelson: *Venture Deals, Be Smarter Than Your Lawyer and Venture Capitalist*, 2nd Edition, Jhon Wiley&Sons, 2012, 68-69. o.

<sup>32</sup> Carsten Bienz and Uwe Walz: *Venture Capital Exit Rights*, 2008, CFS Working Paper No. 2009/05

mértékű üzletrészenek, részvényének átruházása esetén egyes tagok, részvényesek vagy ezek meghatározott csoportja tudta eladásra kényszeríteni a céltársaság többi tagját, részvényesét azok üzletrészei, részvényei vonatkozásában, mégpedig ugyanolyan feltételekkel, mint ahogy az értékesítő tag, részvényes is átruházta az üzletrészt, részvényeit.

#### e) Tag along jog

Valamennyi megvizsgált szerződésben találtam tag along jogot, de egyetlen jogrendszer sem tartalmazott rá explicit szabályozást.

Legtöbbször úgy írják le a tag along jogot, mint az a jog, ami lehetővé teszi a jogosult részére, hogy egy üzletrész, vagy részvényátruházási művelethez csatlakozzon, mégpedig ugyanazokkal a feltételekkel, mint ahogy az eladó teszi, pro rata arányban. Amennyiben pedig a tranzakció ebben a formában már nem kívánatos a vevőnek, úgy az eredeti ajánlat

szerinti vételi ügylet is meghiúsul. A tag along-ot így alkalmaznak tartják arra, hogy a tulajdonosok maximalizálják a cégértéket, és a célrasság akkor és annak a vevőnek kerüljön eladásra, amikor és amely vevő a legnagyobb vételárat fizeti érte.<sup>33</sup>

A dolgozatban a tag along magyar polgári jogi gyökereit részletesen vizsgáltam és bebizonyítottam, hogy tulajdonképpen a tag along-ot le lehet írni egy feltételtől függő elidegenítési korlátként.<sup>34</sup>

<sup>33</sup> v.ö.: Simon Witney: The corporate governance of private equity-backed companies, a thesis submitted to the Department of Law of the London School of Economics for the degree of Doctor of Philosophy, London, April 2017, 85. o., valamint Beddow S., The Equity Deal, in C. HALE, Private Equity: a Transactional Analysis (Globe Business Publishing, 2007), 51. o, valamint Bartlett J.W., Equity Finance: Venture Capital, Buyouts, Restructurings and Reorganizations, Aspen Publishers, 231. o., továbbá Gilles Chemla, Michel A. Habib, Alexander Ljungqvist: An Analyses of Shareholder Agreements, Journal of the European Economic Association, Volume 5, Issue 1, 1 March 2007, 103-111. o., valamint Isabel Sáez Lacave and Nuria Bermejo Gutiérrez: Specific Investments, Opportunism and Corporate Contracts: A Theory of Tag-along and Drag-along Clauses, in: European Business Organization Law Review, 2010, 423-458, 430-433. o.

<sup>34</sup> Ptk. 5:31. §

### 3.5.3. Dilution protection (anti-dilution clause)

A dilution protection, vagyis a hígulás elleni védelem azt a célt szolgálja, hogy amennyiben a későbbi befektető kisebb cégértéken fektet be a célrasságba, mint a korábbi befektető (ezt hívjuk „downside-nak”, vagy „downside protection-nek”), akkor a részvényeket újraosztják („pool”) a korábbi és a későbbi befektető között valamilyen elv alapján, ami képes kiegyensúlyozni, vagy csökkenteni a két befektetés közötti különbségeket.<sup>35</sup>

A dolgozatban bemutatom, hogy milyen formulák használatában szoktak megállapodni a felek a korábbi körös befektetési szerződésekben. E formulák a későbbi körös befektetéseknél az alapítók üzletrészeinek, vagy részvényeinek csökkenését eredményezhetik, a korábbi körös befektető javára.

<sup>35</sup> Dick Costolo, Brad Feld, Jason Mendelson: Venture Deals, Be Smarter Than Your Lawyer and Venture Capitalist, 2nd Edition, John Wiley&Sons, 2012, 55-59. o.,

### 3.5.4. ESOP

Részletesen vizsgálom a dolgotban az egyes ESOP (Employee Stock Option Plan) rendszereket. Az ESOP rendszereknek két elemét mutatom be:

- a) Vesting-nek nevezik az ESOP programoknak azt a részét, amelyben a munkavállalókat (vagy vezető tisztségviselőket) a céltársaságban történő maradás érdekében, az idő múlása okán vagy bizonyos feltételek teljesülése esetén többlet részvényekhez, vagy üzletrészekhez juttatják.<sup>36</sup>
- b) A reverse vesting során a korábban megszerzett társasági részesedéseket a munkavállaló valamilyen ütemezésben elveszíti, vagy azok mértéke csökken. A reverse vesting kiváltó oka (trigger event), az ha a munkavállaló céltársasággal fennálló munkaviszonya megszűnik.

---

<sup>36</sup> David R. Skeie: Vesting and Control in Venture Capital Contracts, FRB of New York Staff Report, No. 297., 1-5. o.

Megállapítom, hogy a vesting és reverse vesting klauzulákra a magyar kft. társasági és munkajogi szabályozás nincs felkészítve. A felek által kívánt joghatást csak rendkívül bonyolult, és nehezen alkalmazható vételi, eladási jogos és visszavásárlási joggal biztosított szerződésekkel lehet elérni. Szintén megállapítom, hogy a vesting, reverse vesting záradékok a céltársaságok dinamikus gazdasági fejlődésének hatékony eszköze, amit a jogalkotónak a megfelelő szabályozás kidolgozásával támogatnia kell.

### 3.5.5. Exit és liquidation preference

Az exit a legfontosabb esemény a befektető szempontjából. A tőkebefektetések során gazdasági alapelv, hogy a befektető száll ki először a céltársaságból, de alapvető szinten kell azt is kimondani, hogy a befektető térül először.<sup>37</sup> Ez lesz a likvidációs sorrend, azaz, hogy egy likvidációs

---

<sup>37</sup> Ellen B. Corenswet: Formation and Financing of Start-ups, in: Dror Futter, Issac J. Vaughn: Venture Capital, 2004, Practising Law Institute, 664-665. o.

esemény esetén milyen sorrendben kapják vissza a befektető, a tulajdonos és az alapító a befektetéseiket, valamint hogy milyen elvek alapján osztják fel a felek a likvidáció során jelentkező hozamot. Angolul ezt szokták liquidation preference-nek nevezni.

A különféle likvidációs eljárásokat 3 csoportba szokás osztani, az alábbiak szerint:<sup>38</sup>

- a) részvény vagy üzletrész átruházó ügyletek, amelyek lehetnek:
- egy másik pénzügyi befektető általi kivásárlás (secondary buy-out)
  - szakmai befektető általi kivásárlás

- a céltársaság által végrehajtott saját üzletrész, vagy részvényvásárlás
- alapítók és tulajdonosok által végrehajtott kivásárlás
- leveraged recapitalization, vagy leveraged buy out
- management buy-out vagy management buy-in<sup>39</sup>

- b) a második eset a – jogi értelemben vett – likvidációs esemény (végszámlolás, felszámolás)
- c) a harmadik pedig az IPO, azaz az első részvénykibocsátás.

<sup>38</sup> Judit Glavanits, A kockázati tőkebefektetések egyes jogi kérdései, Győr, 2013, o. 138-147., valamint Karsai Judit: A kapitalizmus új királyai, Budapest, 2012, 26-34. o., valamint Phillip D. Torrence, Richard A. Walawender: Legal Considerations in Exit Strategies: IPO vs. Sale, in.: Private Equity, History, Governance, and Operations, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2008, 357-399. o., valamint Beeskyné Nagy Patricia, Biczók Sándor: A kockázati tőke-befektetések történetéről, in.: Makra Zsolt: A kockázati tőke világa, Aula, 2006, 53-75. o.

<sup>39</sup> Egy másik csoportosítás szerint a kivásárlást az alábbi csoportokba lehet sorolni: acquisition, debt financing, equity financing. In.: Jack S. Levin, Donald E. Roca: Structuring Venture Capital, Private Equity, and Entrepreneurial Transactions, Wolter Kluwer, 2018., 5-15 – 5-17. o.

A dolgozatban bemutatom azt is, hogy a szerződő felek milyen technikákkal térítik el az exit esemény során elérhető hozamot:

- a) a befektető számára kedvezőbb hozamosztzkodás, amikor a befektető visszakapja a befektetésének nominális összegét, és az elvárt hozamot is, vagy
- b) az alapítókra nézve kedvezőbb megoldás, amikor valamilyen módon az alapítók a befektető teljes hozamának térülése előtt részt vesznek a hozamosztzkodásban (exit participation, catch-up).

#### 4. A jelölt dolgozat témájában megjelent további publikációinak jegyzéke

- a) A Ctv. nyilvántartási szabályainak és a Btk. gazdasági adatszolgáltatási kötelezettség elmulasztása tényállásának kollíziója (Céghírnök, 2014/6)

- b) A tagsági jogviszony megszűnése a vagyoni hozzájárulás teljesítésének elmulasztása miatt (Gazdaság és Jog, 2015/4)
- c) A tagsági és a részvényesi jogviszony keletkezéséről (Gazdaság és Jog, 2015/6)
- d) Az üzletész-átruházási szerződésről (Gazdaság és Jog, 2016/5)
- e) Az üzletészen alapított zálogjog, mint a kockázati-tőkebefektetések biztosítéka (Gazdaság és Jog, 2017/7-8)
- f) Corporate governance in venture capital contracts, A German-Hungarian comparative law study (ELTE LAW JOURNAL 1/2019)
- g) Drag Along Right in Hungarian Venture Capital Contracts (ELTE LAW JOURNAL 1/2020)