

# A növekvő vállalkozásoknál tapasztalható befektetési exit átfogó értékelése társasági jogi és számviteli aspektusokból

Sisa Krisztina Andrea<sup>1</sup> – Siklósi Ágnes<sup>2</sup> – Bárczi Judit<sup>3</sup>

**ABSZTRAKT:** A tanulmány a társasági szerződés és a szindikátus szerződés dogmatikai elhatárolásából kiindulva mutatja be gyakorlati példákon keresztül a komplex tulajdonosi érdekek érvényre juttatásának lehetőségeit a társasági és a kötelmi jog komplementer intézményrendszereiből levezetve. A társasági jog a részvénytársaságoknál maga is sokrétű eszköztárat definiál az alapítók hosszútávú tulajdonosi-részvényesi együttműködésének életszerű szabályozására (részvényfajták, részvénytársaságok), amelynek következtében a részvénytársasági forma hordozza magában azt a széles spektrumú immanens biztosítérendszerrel, amely a kkv-szektorban történő tőkebefektetések szempontjából legalkalmasabb társasági formává teszi a zrt.-ket (különösen start-up cégek esetében). A társasági jog intézményrendszerén túl azonban a gyakorlat számtalan kötelmi jogi típusú szabályozási formát is kimunkált a szindikált irányítás hatékony lemodellezésére (call- és put opciók, drag-along és tag-along jogok stb.), előtérbe helyezve a befektetési exit eseményrendszerének részletszabályait. A pénzügyi befektetőknek biztosítandó jogi garanciák mellett a befektetést élvező vállalkozás vagyoni, pénzügyi és jövedelmi helyzetének folyamatos mérése is szükséges a felek által előre rögzíthető mutatószámrendszerre alapozva az optimális kilépés időpontjának meghatározása céljából. Ezen mutatószámrendszer elsődleges információs bázisát a számviteli beszámolók biztosítják, ezért a megbízható és valós képet tükröző számviteli beszámolók kiemelt szerepet töltenek be ebben a döntési és értékelési szituációban.

---

1 Budapesti Gazdaságtudományi Egyetem, Számvitel Tanszék, főiskolai docens, 1149, Budapest, Magyarország [sis.krisztina@uni-bge.hu](mailto:sis.krisztina@uni-bge.hu)

2 Budapesti Gazdaságtudományi Egyetem, Számvitel Tanszék, főiskolai docens, 1149, Budapest, Magyarország [siklosi.agnes@uni-bge.hu](mailto:siklosi.agnes@uni-bge.hu)

3 Neumann János Egyetem, egyetemi docens, 6000, Kecskemét, Magyarország [barczy.judit@nje.hu](mailto:barczy.judit@nje.hu)

**KULCSSZAVAK:** kilépési terv, pénzügyi befektető, részvényesi érték

**JEL-KÓDOK:** K22, G30

**DOI:** [https://doi.org/10.35551/PFQ\\_2025\\_1\\_3](https://doi.org/10.35551/PFQ_2025_1_3)

## Bevezetés

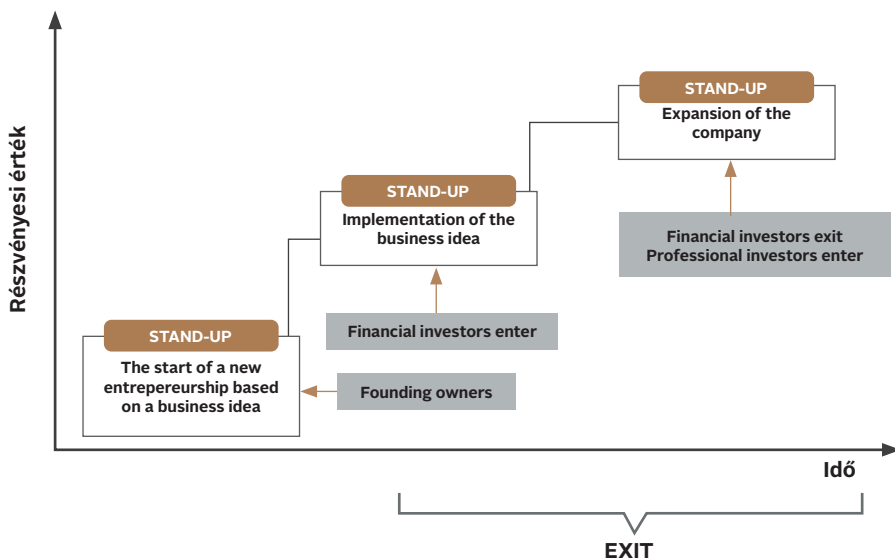
A gazdasági társaságok tulajdonosi irányítását alapjaiban a társasági jog határozza meg. A társaság működésének jogi kereteit a tagok/részvényesek a társasági jog által definiált jogi intézményrendszer nyújtotta keretek között, a létesítő okiratban (társasági szerződés, alapító okirat, alapszabály) fektetik le. Vannak azonban esetek, amikor a társasági jog (a létesítő okirat) nyújtotta jogi keretek nem alkalmasak a tulajdonosok bonyolult üzleti-jogi viszonyrendszerének teljeskörű le szabályozására. Ebben az esetben jut jelentőséghez a szindikátusi szerződés, amely kötelmi alapon (a létesítő okiratban foglaltakat komplementer módon kiegészítve) szabályozza a társaság működtetését és a tagok (tipikusan az eredeti alapítók és a pénzügyi befektetők) közötti viszonyrendszert, különös tekintettel a befektető részére nyújtott kiszállási garanciákra (ún. exit-szabályozás). (DeTienne 2010)

A fenti szabályozási szükséglet a gyakorlatban széleskörűen jelenik meg különösen start-up vállalkozásokba történő külső pénzügyi befektetés esetén, ahol a társasági jog eszközszerkezere bár részben alkalmas az ellentétes gazdasági érdekek összehangolására, mindazonáltal a szindikátusi szerződés alkalmas olyan komplementer-szabályok bevezetésére, amely a tagok (alapítók és befektetők) egymás közötti jogi viszonyrendszerét komplexebb módon fed le, mint amilyen mélységű szabályozásra a társasági jog eszközszerkezere játékteret nyújt. A hazai befektetők az európai átlaghoz hasonlóan befektetéseiket 3–5 éves időtartamra tervezik, és 35–40%-os éves hozamot várnak el. A befektetők megfelelő védelme kulcsfontosságú kérdés a gazdasági növekedés szempontjából. Ezzel a kérdéssel több szerző is foglalkozott tanulmányaiban. (Bennedsen, Nielsen, és Nielsen 2012) (Beck, Levine, és Loayza 2000) (Bennedsen és Nielsen 2010)

Korábbi tanulmányok rámutatnak arra, hogy a befektetők védelme az adott ország szintjén az ország intézményi struktúrája, a jogi rendszere által meghatározott. (Benkraiem és mtsai. 2023) (Fu és mtsai. 2022) (Huang, Li, és Wei 2021)

Tanulmányunkban a pénzügyi befektetőknek biztosítható jogi garanciák lehetőségeit járjuk körbe és felvetjük az exit point meghatározásának gazdasági szempontjait is a tulajdonosi érték elemzés elméletéből kiindulva, ahogy azt az 1. ábrán láthatjuk.

1. ábra: Vállalati életciklusok a pénzügyi befektető szemszögéből



Forrás: Saját szerkesztés (Pisoni és Onetti 2018) alapján

## A létesítő okirat és a szindikátusi szerződés dogmatikai elhatárolása

### A társasági jogviszonyok rendszertani sajátosságának bemutatása

A létesítő okirat (társasági formától függően: társasági szerződés, alapító okirat, alapszabály) jog sajátosságait tekintve eltér a klasszikus polgári jogi szerződésektől: nem a szerződő felek egymással szembeni kötelezettségeit és jogait szabályozza, hanem a szerződő felek személyétől elkülönülő, új jogalany (a társaság) létrehozására és működtetése jogi feltételeinek meghatározására irányul. A társasági szerződésben szabályozott kötelezettségvállalások megszegése esetére a társasági jog biztosít megfelelő jogi szankciórendszert (pld. a jegyzett tőke/alaptőke rendelkezésre bocsátása elmaradásának jogkövetkezményei). (Janku 2014)

### A kötelmi jogviszonyok szubszidiárius szerepe a társasági jogi szabályozásban

A létesítő okirat nyújtotta jogi keretek nem zárják ki ugyanakkor, hogy a társaság alapítói/tagjai ne szabályozhassák egymás viszonylatában ezen kereteket meghaladóan is a jogi és üzleti kapcsolatrendszerüket. A szindikátusi szerződés – a társasági szerződéstől eltérően – klasszikus polgári jogi kötelelem, amelyben a társaságot létrehozó majd működtető tagok (tipikusan az eredeti alapítók és a későbbi pénzügyi

befektetők) szabályozzák a befektetés üzleti kereteit és adnak garanciákat a kockázati befektetőnek a profit-realizálásra, majd az azt követő exit-re. Fontos jellemzője a szindikátusi szerződésnek, hogy

1. olyan háttérmegállapodás, amelynek tartalmát a gazdasági társaság alapítói nem kívánják nyilvánossá tenni,
2. tartalmazhatja a következő bekezdésben szereplő befektetői garanciákat, DE lehet más tartalma is, pl. alapítók védelme, stratégiai, versenytilalmi, titoktartási vagy információ- megosztási kötelezettség, tőkebefektetések jövőbeli ütemezése. A létesítő okirat tartalma a kötelező elemeken kívül szinte szabadon bővíthető (diszpozitív), pl. az előző mondatban szereplő befektetővédelmi elemekkel is, amik így a társasági jog eszközeivel egyszerűbben kikényszeríthetők, mint a szindikátusi szerződés teljesítése. Mivel a szindikátusi szerződésben olyan jogviszonyokat szabályoznak a felek, amelyre a társasági jog nem nyújt adekvát szankciókat, a szindikátusi szerződés önmagában nem lenne kikényszeríthető társasági jogi alapokon. Így szükségessé válik jogi természetét tekintve kötelmi jellegű jogi szankciók kikötése (tipikusan: kötbérfizetés) a felek szerződésszerű teljesítésének b (végső soron: bíróság előtti) kikényszeríthetősége érdekében. Ez az út a látszattal ellentétben nem hatékonyabb, ugyanis a létesítő okiratban rögzített megállapodások kikényszerítése hatékonyabb, ezért minden nem titkos megállapodást érdemes inkább a létesítő okiratban szerepeltetni.

A létesítő okirat (zártkörűen működő részvénytársaság alapító okirata) tehát magának a tagokétól eltérő jogi személyiségű társaság létesítésének (és működtetésének) szabályrendszerét hivatott szabályozni, míg a szindikátusi szerződés az együttműködés majdani lezárása (így különösen: a befektetői exit lehetséges eseteire) fókuszálva hivatott az esetleges jogvitákat előre megelőzni. Utóbbi, jogi természeténél fogva kizárólag a társaság tagjainak (tipikusan: eredeti alapítók és pénzügyi befektetők – részvényesek) egymás közötti viszonyrendszerének / elszámolásának rendezésére alkalmas jogintézmény (jóllehet, egy a törvény által nem nevesített szerződés típusról, ún. atipikus szerződésről beszélünk).

Amíg tehát a társasági jog eszközrendszere (a társasági szerződésen keresztül) alapvetően a társaság létesítésének és működtetésének kógens, társasági jogi kereteit fekteti le, addig a szindikátusi szerződésben a felek (a fentieket meghaladóan) tipikusan a befektetés realizálását követő időszakra fókuszálva, az együttműködésük jövőbeli lezárását készítik elő, és fektetik le a befektetői exit jogi keretrendszerét – a kötelmi jog, illetve szerződéskötési szabadság nyújtotta diszpozitív és innovatív mozgástérben. Fontos feltétel azonban, hogy a szindikátusi szerződésben foglalt megállapodás ne legyen ellentétes a létesítő okirattal, mert ilyen esetben a létesítő okirat tartalma szerint kell eljárni.

## A részvénytársaságok tulajdonosi működtetésének társasági jogi szabályozása

Ahogy a bevezetőben már kitértem rá, a társasági jog már eleve felállít egy olyan alapvető jogintézményi keretet, amelyekből (étlap-szerűen válogatva) a társasági szerződésbe beépíthetők olyan minimális jogi garanciák, amelyek biztosíthatják a pénzügyi befektetők jogi érdekeinek érvényre juttatását a társaság működtetése, majd a nyereség-realizálást követő befektetői exit során.

Adott esetben tehát a társasági jog nyújtotta keretek már önmagukban is alkalmasak lehetnek a befektetés szabályozási szükséglet lefedésére. Tipikus életszerű példa erre, amikor a külső befektető *ázsíós tőkeemeléssel* valósít meg tőkebefektetést egy start-up vállalkozásban. Ez azt jelenti, hogy vagyoni hozzájárulásának egy része (névértéken számított értéke) a jegyzett tőkét növeli és ennek megfelelő tulajdoni hányadot is biztosít, másik része pedig a könnyebben mobilizálható tőketartalékba kerül. Az ilyen tőkeemelés során szükségszerűleg össze kell hangolni

- ▶ az innovatív know-how-t szolgáltató alapítók jogi érdekeit
- ▶ a megtérülés-orientált pénzügyi befektetők jogi érdekeivel.

feloldva a kettő közötti – a konstrukció természetéből fakadó – jogi érdekellentétet.

Az ázsíóval megvalósuló tőkeemeléssel folyamatosan biztosítható a 2013. évi V. törvényben (a továbbiakban: Ptk.) (Magyarország Parlamentje 2013) előírt tőkekövetelmény – elkerülhető a vagyonesztés-, és az ázsíó tőketartalékként történő elszámolásával kedvező saját tőke szerkezet tartható fenn. A tőketartalék jól mobilizálható veszteség rendezés jogcímén olyan esetben, ha a rendelkezésre álló osztalék forrás és tőke fedezet nem biztosítaná a tagok, pénzügyi befektetők osztalék igényeit.

A példánál maradva, az ázsíós tőkeemelés útján megvalósuló befektetés következményeként az üzleti részesedések névértéke (a jegyzett tőke tagok közötti részaránya) egymással nagyságrendileg paritásban is állhat, vagy akár a tőkebefektető nominális kisebbségben is maradhat (biztosítva ezáltal a szakmai irányítást az innovatív alapítók számára), azonban a társasági jog eszközrendszere már így is bizonyos szintű garanciákat biztosíthat a pénzügyi befektető jogi érdekeinek védelmére / érvényre juttatására.

A gyakorlati példában említett start-up vállalkozásokba történő külsős pénzügyi befektetések realizálására a hazai társasági jog keretei között a legmegfelelőbb társasági forma a zártkörűen működő részvénytársaság. Ezen társasági forma már rendelkezik a részvényfajták nyújtotta strukturális előnyökkel, ugyanakkor még nem kell mindazon szabályozott piaci kritériumokhoz igazodnia, amelyek egy tőzsdére bevezetett nyrt.-re már irányadóak. Ennek ellenére az alacsonyabb tőkeigény miatt a legtöbb hazai startup nem részvénytársasági formában működik, ugyanakkor a korlátolt felelősségű társaság esetén is rögzíthetők hasonló, az üzletrészhez kapcsolódó befektetői garanciák.

Vegyük tehát sorra mindazon jogi lehetőségeket, amelyek zrt. esetében a pénzügyi befektető érdekeinek védelmét szolgálhatják egészen a pénzügyi exit megvalósulásáig.

A részvénytársaság által kibocsátható részvényfajták (a Polgári Törvénykönyvről szóló 2013. évi V. törvény alapján):

- ▶ a törzsrészvény;
- ▶ az elsőbbségi részvény (a jelen cikkben kiemelten ezekkel a részvényfajtákkal fogunk foglalkozni)
- ▶ dolgozói részvény (ezzel most nem foglalkozunk, mert nem kapcsolódnak szorosán a pénzügyi befektetői érdekvédelemhez)
- ▶ kamatozó részvény;
- ▶ visszaváltható részvény.

Törzsrészvény az olyan részvény, amely nem tartozik az elsőbbségi, a dolgozói, a kamatozó, a visszaváltható vagy az alapszabályban nevesített egyéb részvényfajtába. A törzsrészvénnyel tipikus esetben a társaság eredeti alapítói rendelkeznek, a névértékhez igazodó mértékű szavazati és osztalék-részesedési jogokkal, további külön jogok nélkül.

A befektetői garanciákat az elsőbbségi részvényfajta egyes speciális részvénytípusai, továbbá a kamatozó és visszaváltható részvényfajták hordozzák magában, ezért a továbbiakban ezekre fókuszálunk.

### Az elsőbbségi részvény

A kockázati tőkebefektetők preferált részvényfajtája. Az elsőbbségi részvényfajtán belül a részvények az elsőbbséggel érintett részvényesi jogok szerint különböző részvényosztályokba tartozhatnak, egy részvényosztályon belül eltérő tartalmú és mértékű tagsági jogokat megtestesítő részvények kerülhetnek kibocsátásra.

A részvénytársaság alapszabálya az erre vonatkozó feltételek meghatározásával rendelkezhet olyan részvény kibocsátásáról, amely más részvényfajtaival szemben a részvényesnek (tipikusan: a pénzügyi befektetőnek) meghatározott előnyt biztosít. Ezzel az előnnyel a részvényes csak akkor élhet, ha vagyoni hozzájárulását maradéktalanul befizette.

Az alapszabály az elsőbbségi részvényfajtán belül

- ▶ osztalékelsőbbséget;
- ▶ a részvénytársaság jogutód nélkül történő megszűnése esetén a felosztásra kerülő vagyonból történő részesedés elsőbbségét (likvidációs hányadhoz fűződő elsőbbség);
- ▶ a szavazati joggal összefüggő elsőbbséget (szavazatelsőbbség);
- ▶ vezető tisztségviselő vagy felügyelőbizottsági tag kijelölésére vonatkozó elsőbbséget;
- ▶ elővásárlási jogot
- ▶ biztosító részvényosztályokat határozhat meg.

A fentiekben ismertetett elsőbbségi jogosultságok közül egyidejűleg többet is biztosító részvényosztályokat is meghatározhat, a pénzügyi befektető igényeihez rendelt jogi garanciákhoz igazodóan.

Az ázsíós tőkebefektetést végrehajtó pénzügyi befektető tehát az alábbi étlapról „válogathat” a társaság irányításával kapcsolatos igényeihez, illetve a befektetés megtérüléséhez kért jogi garanciákhoz mérten. A jelen tanulmány szempontjából releváns részvényosztályokat a Ptk. alapján ismertetik a következő alfejezetek.

### ***Osztalékelsőbbégi részvény***

Az osztalékelsőbbiséget biztosító részvény a más részvényfajtába és részvényosztályba tartozó részvényeket megelőzően és esetleg kedvezőbb mértékben jogosít osztalékra. Általában korlátozott vagy kizárt szavazati jog és gyakran még likviditációs elsőbbség is kapcsolódik hozzá, azaz a cég megszűnésekor vagy eladásakor (exit) is előnyt élvez az ilyen részvényes a normál részvényesekkel szemben, akár az alapítókkal szemben is. További garanciát jelent, hogy amennyiben az osztalékelsőbbégi részvényhez kapcsolódó szavazati jogot az alapszabály korlátozza vagy kizárja, és a részvénytársaság valamely üzleti évben nem fizet osztalékot, vagy az alapszabályban szereplőnél kevesebb az osztalék, akkor a szavazati jog a következő üzleti évre vonatkozó éves beszámoló elfogadásáig korlátozás nélkül gyakorolható lesz. Továbbá ilyen esetben a következő évben a más részvényosztályokban csak akkor lehet osztalékot fizetni, ha az osztalékelsőbbiséget biztosító részvények után az elmaradt kifizetéseket is maradéktalanul teljesítették.

A fenti példa befektetési konstrukciójánál maradva: a társaságban ázsíós tőkeemelését megvalósító (külsős) pénzügyi befektető javára kiköthető, hogy az általa szolgáltatott ázsíó összegének megtérüléséig kizárólag az ő részére lehessen a társaság adózott eredményéből osztalék-ágon kifizetést teljesíteni, míg a törzsrészvénnyel rendelkező alapítók törzsrészvényeire csak akkor lehessen osztalékot fizetni, amikor a befektető által szolgáltatott ázsíó értéke már megtérült.

### ***Likvidációs elsőbbségi részvény***

A likvidációs hányadhoz fűződő elsőbbségi részvény jogutód nélküli megszűnés esetében a tartozások kiegyenlítése után fennmaradó vagyon felosztásakor a többi részvényes előtt illeti meg az elsőbbségi részvény tulajdonosát. Tehát az elsőbbségi részvény biztosította jogokat figyelembe kell venni. Ez a részvényosztály arra az esetre nyújt megfelelő jogi garanciát a befektető számára, amennyiben a társaság jogutód nélküli megszűnésére a tőkebefektetés realizálását megelőzően kerülne sor. A társaság végelszámolása (felszámolása) keretében az ilyen részvény tulajdonosa legalább az általa szolgáltatott ázsíó ellenértékéhez hozzájut.

### ***Szavazatelsőbbégi részvény***

A szavazatelsőbbégi jogot biztosító részvény alapján a részvényes az alapszabályban meghatározott mértékű többszörös szavazati jogot, vétójogot gyakorolhat, vagy jelen elsőbbségi részvény arra ad lehetőséget, hogy a közgyűlési határozatot csak a szavazatelsőbbégi részvényesek egyhangú döntése estén lehessen meghozni. A vétójog

gyakorlásának olyan, a társaság működéséhez kapcsolódó kérdésekben van jelentősége, amelyeket a pénzügyi befektető adott esetben kisebbségből is kontrollálni, blokkolni kíván (például: további külső befektető által a társaságban megvalósítani kívánt tőkebefektetés, vagy akvizíció kontrollja, esetleg teljes blokkolása a pénzügyi mindaddig, amíg tőkebefektetése meg nem térül).

### ***Vezető tisztségviselő, felügyelőbizottsági tag kijelölésére vonatkozó elsőbbségi részvény***

A vezető tisztségviselő /felügyelőbizottsági tag kijelölésére vonatkozó elsőbbségi részvény alapján a részvényesek az alapszabályban meghatározott módon és eljárási rendben jogosultak az igazgatóság egy vagy több tagjának a kijelölésére, illetve visszahívására is. A kijelölés elfogadásával a kijelöltek az igazgatóság tagjává válnak. Ezzel a joggal nem kötelező élni, ilyen esetben a vezető tisztségviselő megválasztásának és visszahívásának joga az erre egyébként jogosult társasági szervet illeti meg az általános szabályok szerint. A példaesetnél maradva, az ázsíós tőkeemeléssel – részvény-névértéket tekintve – kisebbségi részesedést szerző befektetőtől elvárható igény, hogy a háromtagú igazgatóságba (esetleg felügyelőbizottságba) legalább egy tagot mindig ő delegáljon: rálátást biztosítva ezáltal a társaság operatív, illetve stratégiai irányítására.

### ***Elővásárlási jogot biztosító részvény***

A zártkörűen működő részvénytársaság alapszabálya rendelkezhet olyan részvényosztály kibocsátásáról, amelynek alapján a részvényt a részvénytársaság által kibocsátott, adásvétel útján átruházni kívánt részvényekre elővásárlási jog illeti meg. Ezt az igényét az ajánlat közlésétől számított 15 napon belül jelentheti be.

Az elővásárlási jog alapvetően egy kötelmi jogi intézmény, azonban elővásárlási jogot biztosító részvény kibocsátásával a társasági jog keretei között is intézményesíteni lehet a pénzügyi befektető azon jogos igényét, hogy megválasza az üzlettársai személyi körét, adott esetben biztosítva részére a társaság feletti irányítás teljeskörű átvételét, amennyiben az alapítók korábbra időzítenék az exitet, mint maga a pénzügyi befektető. Elővásárlási jog szerződéssel is alapítható, akár nem-részvényes számára is.

### ***Kamatozó részvény***

Az alapszabály rendelkezhet előre meghatározott mértékű kamatra jogosító részvény kibocsátásáról. Ezek összesített névértéke nem lehet több az alaptőke 10%-ánál. A kamatozó részvény tulajdonosát a részvényhez fűződő egyéb jogokon (osztalékra is jogosít) felül a részvény névértéke után az előző üzleti évi adózott eredménnyel kiegészített szabad eredménytartalékból az alapszabályban meghatározott módon számított, kötelezően kifizetendő kamat is megilleti, ha a részvénytársaság saját tőkéje több a részvénytársaság alaptőkéjénél. A kamatozó részvény megfelelő jogi biztosíték arra, hogy a pénzügyi befektető megtérülése folyamatos és előre kalkulálható legyen.



## Visszaváltható részvény

Az alapszabály rendelkezhet olyan részvény kibocsátásáról, amely alapján a részvényre vonatkozóan

- ▶ a részvénytársaságot vételi jog;
- ▶ a részvényest eladási jog; vagy
- ▶ a részvénytársaságot vételi jog és a részvényest eladási jog

illeti meg. Az ilyen részvény tehát a jegyzett tőke átmeneti emelését eredményezi, a visszaváltáskor viszont kötelező a jegyzett tőkét leszállítani és egyidejűleg a részvényeket bevonni. A jog gyakorlásához szükséges a részvény kibocsátási/névértékének teljes rendelkezésre bocsátása a társaság részére. További feltétel, hogy a részvénytársaság dönthessen osztalék fizetéséről.

A visszaváltható részvény tehát a társasági jog nyújtotta olyan intézmény, amely önmagában is alkalmas lehet a pénzügyi befektető exit-lehetőségeinek előzetes szabályozására azzal a különbséggel, hogy itt a társaságot illeti meg vételi vagy eladási jog a befektetővel szemben, a saját részvény-szerzés jogszabályi előírásainak értelem-szerű alkalmazása mellett. Ezzel szemben a kötelmi jogi jellegű szindikátusi szerződés a részvényesek egymás közötti viszonyában alapít vételi vagy eladási opciót.

## Egyéb részvényfajták (a diszpozitivitás „beszivárgása” a társasági jogba)

A részvénytársaság az e törvényben meghatározottakon kívül más részvényfajta vagy részvényosztály kibocsátását akkor határozhatja el, ha az alapszabályban meghatározza a kibocsátandó részvények által megtestesített tagsági jogok tartalmát és mértékét.

Ezen a ponton szivárog be a társasági jog intézményrendszerei közé a polgári jog diszpozitivási elve, azaz a korábban kizárólag szindikátusi szerződések joga nyújtotta innovációs potenciált immár a társasági jog keretein belül is intézményesíteni lehet (kvázi szubszidiárius módon kiegészítve a társasági jog főszabályként érvényesülő mintakényszerét).

## Nyilvánosan működő részvénytársaság elsőbbségi részvényei

Ahogy arra már a bevezetőben is utaltunk, a zártkörű részvénytársaság az a társasági forma, amely a legszélesebb körű tárházát nyújtja az eredeti alapítók és a pénzügyi befektetők viszonyrendszerének szabályozására. A nyilvánosan működő részvénytársaság jogszabályi környezete ennél szűkebb mozgásteret enged az ilyen típusú szabályozásra, ezért már csak a kiforrott üzleti modellel rendelkező, a kezdeti start-up fázist követő tőkebefektetési stádiumot meghaladott gazdasági társaságok esetén ajánlott fejlődési modellel a tőzsdéi belépés, ahol a pénzügyi befektetések már a szabályozott tőkepiacokon realizálódnak.

Ha a zártkörűen működő részvénytársaság nyilvánosan működő részvénytársasággá kíván alakulni, a vezető tisztségviselő vagy felügyelőbizottsági tag kijelölésére vonatkozó, illetve az elővásárlási jogot biztosító elsőbbségi részvényeit, valamint az olyan elsőbbségi részvényeit, amelyek osztalékelsőbbségre, illetve likvidációs

hányadhoz fűződő elsőbbségre vonatkozó jogosultságon kívül együttesen egyéb elsőbbségi jogokat testesítenek meg, a tőzsdei bevezetést megelőzően át kell alakítani a nyilvánosan működő részvénytársaságok által is kibocsátható elsőbbségi részvénné vagy törzsrészvénné.

A fenti jogszabályi megkötés okán az elsőbbségi részvények által biztosított szindikált tulajdonosi struktúra-modellek a szabályozott piacok szigorúbb jogszabályi megkötésein kívül eső zártkörű részvénytársaságok esetében érvényesülhetnek a legteljeskörűbben: itt jut a legszélesebb körű mozgástér az alapítók részére, hogy társaságuk tőkegyesítő jellege ellenére kellően komplex módon tudják szabályozni a társaság tulajdonosi működtetését a társasági jog által biztosított jogintézmények eszközrendszerének igénybevételével.

## A részvénytársaságok tulajdonosi működtetésének kötelmi jogi szabályozása

A tulajdonosi működtetés második szintje (a társasági jog, és az azon alapuló társasági szerződés szintjén történő szabályozást kiegészítve) a szindikátusi szerződés nyújtotta jogi keretek igénybevétele.

Ahogy a bevezetőben már jeleztük, a szindikátusi szerződés (a társasági szerződéstől eltérően) nem a részvényesek személyétől eltérő új jogalany (a példabeli esetben: zrt.) létrehozására, hanem alapvetően a részvényesek viszonyrendszerének szabályozására irányul. Ezen szabályozási szükséglet két fő területe a harmadik személyek részesedésének korlátozása, valamint az exit-klauzulák.

Harmadik személyek részesedésének korlátozása arra ad jogi garanciát a pénzügyi befektetőnek, hogy rögzíti a befektetésben részt vevő eredeti alapítók és a befektetők személyi körét, kizárólagosságot biztosítva ezáltal a befektetőnek, hogy egyrésztől az általa megismert alapítókkal viszi végig a befektetést, másrésztől nem kell majd más befektetőkkel konkurálnia.

Az exit-klauzulák lehetővé teszik a szerződés jogvita és szankciók nélküli felmondását szerződésszegés hiányában is. Ezek a klauzulák a befektetés azon stádiumát is szabályozhatják, amikor a tőke-befektetés eredményeként a vállalat a start-up fázisból a működő üzleti modell szakaszába lép, és már képes olyan mértékű profit előállítására, amely biztosítja a befektető kitűzött célnak megfelelő (a gyakorlati életben 2-5 éves időtávú) megtérülését. A pénzügyi befektető exitje után a cég fejlődésnek az alábbi gazdasági perspektívái jöhetnek szóba:

- ▶ szakmai vagy intézményi befektető bevonása a pénzügyi befektető távozásával
- ▶ a társaság tőzsdére vitele, további tőkebevonás érdekében.

A társaság ezen fejlődési szakasza a start-up vállalkozásba befektető pénzügyi befektető jogvita-mentes exitjével zárul.

## Harmadik személyek részesedésének korlátozása (az elővásárlási jog, az első elutasítás joga valamint az első ajánlat joga)

Az elővásárlási jog lényege, hogy a jogosultnak lehetőséget biztosít a harmadik személytől érkező ajánlat feltételei szerinti vásárlásra. Az elővásárlási joggal nem élve a jogosult lehetővé teszi, hogy a tag a részesedését harmadik személyre átruházhassa. Az elővásárlási jog a társasági jogviszonyban a Ptk. szerint két jogalap révén jelenhet meg: a kft. esetén az üzletrész elővásárlását az alapító okirat által biztosítva, illetve polgári jogi szerződésben (esetünkben a szindikátusi szerződés). Részvénytársaságokra a Ptk. nem határoz meg törvényes elővásárlási jogot így ott csak a társasági szerződésben kikötött elővásárlási jogot biztosító elsőbbségi részvény, illetve a szindikátusi szerződésben kikötött elővásárlási jog jöhet szóba.

Az értékesítő tag saját ajánlatát köteles közölni az elővásárlási jog jogosultjával. Amennyiben a jogosult nem fogadja el az ajánlatot, úgy az értékesítő tag továbbíthatja az ajánlatát harmadik személy részére (első elutasítás joga). A jogosult megteheti az első ajánlatot annak a tagnak, aki értékesíteni szándékozik a részesedését. Ez az első ajánlat joga, amely gyengébb, mint az első visszautasítás joga, mivel az ajánlat címzettje nem köteles elfogadni az ajánlatot (Szabó 2012). Az elővásárlási jogalpok ütközését a Legfelsőbb Bíróság Polgári Kollégiuma által kiadott 3/2009. (VI. 24.) PK vélemény szabályozza. Eszerint a társasági szerződés rendelkezései megelőzik/felülírják a polgári jogi (szindikátusi) szerződést. Az elővásárlási, vételi, eladási jog a részvénytársasággal, illetve harmadik személlyel szemben csak akkor érvényesíthető, ha az a részvény (értékpapírszámla) adataiból kitűnik.

### Exit-klauzulák

#### *Vételi jog (call) és eladási jog (put) illetve kötelezettség és változatai*

Vételi jogot, és eladási jogot csak írásbeli szerződésben lehet alapítani dologra és részesedésre is. Mindkét jog gyakorolható egyoldalú nyilatkozattal, amelyet a kötelezettekkel közölni kell. E jogoknak több speciális formája is van. Ilyen például az együtteladási jog (Tag Along), ami azt jelenti, hogy a vásárlónak nemcsak az általa kívánt üzletrészt kell megvennie, hanem további más üzletrészeket is. Tag Along révén a jogosult megnehezítheti más társasági tagok kilépését a társaságból (Lacave és Gutierrez 2010), mivel a vevő számára kedvezőtlen lehet az, ha a megvásárolni kívánt részesedésen túl más tagok részesedését is meg kellene vennie. A jogosult emellett biztosíthatja, hogy ne maradjon a társaságban egy olyan új tulajdonossal, akivel nem akar, vagy nem tudna együttműködni. (Szabó 2012)

A másik forma az együtteladási kötelezettség (Drag Along), ilyenkor a részesedését eladó fél a társaság többi tagját is kötelezheti üzletrésze eladására. Mellékfeltételként szerepelhet ebben az esetben, hogy a Drag Along csak meghatározott vételár felett érvényesíthető. A Drag Along előnye abban rejlik, az egész társaságot megvenni kívánó vevővel a biztosíték jogosultja előnyösebb feltételekkel tárgyalhat, mivel a kedvezményezett egyoldalú nyilatkozatával a társaság egészét, vagy nagyobb részét tudja értékesíteni.

## **Speciális exitek (Russian Roulette, Texas Shoot-out, Dutch Auction)**

Russian Roulette (Orosz rulett) esetében a vételi ajánlatra kétféle válasz érkezik. Az ajánlatot kapó fél dönthet, hogy ugyanezen az áron megveszi az ajánlatot tevő fél részesedését, vagy eladja a saját részesedését az ajánlattevőnek. Texas Shoot-out (Texasi párbaj) esetén a tagok külön-külön egy lezárt borítékban vételi ajánlatot tesznek egymásnak a másik fél társasági részesedésének megvételére. A borítékok egyidejű felbontásakor a magasabb árat ajánló fél lesz jogosult a másik tagot kivásárolni a társaságból. A Dutch Auction (Holland aukció) esetében a tagok a minimum árat adják meg a zárt borítékban. A borítékok felbontását követően az a fél, amelyik magasabb minimum árat határozott meg, jogosult lesz kivásárolni a másik tagot, az alacsonyabb minimumáron. (Szabó 2012)

## **A tulajdonosi érték számítás pénzügyi és számviteli vonatkozásai**

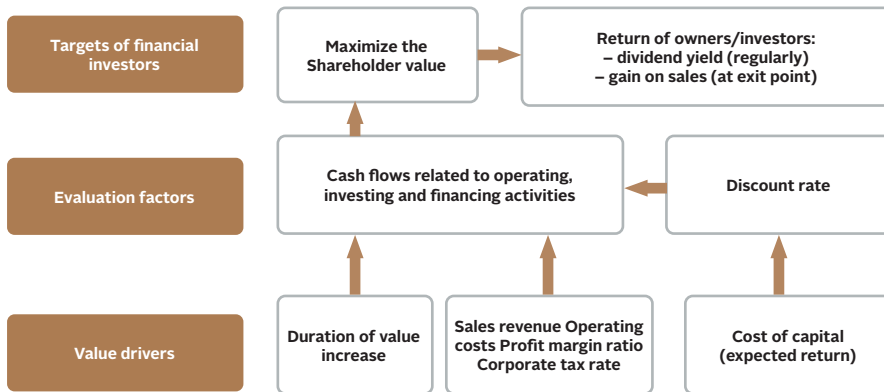
### **A tulajdonosi értékszámítás keretrendszere**

A profitorientált vállalkozások alapvető célja a nyereségmaximalizálás a fogyasztói érték (elvárás) minél magasabb színvonalú elérése mellett. Tanulmányunkban a vállalati célokat a pénzügyi befektetői oldalról vizsgáljuk.

Befektetői aspektusból vizsgálva a vállalati alapcélokat megállapítható, hogy a vállalatok arra törekednek – kielégítve a pénzügyi befektetői elvárásokat –, hogy a befektetés explicit és implicit (együttesen tulajdonosi tőke) költségeit meghaladó mértékű részvényesi értéket (shareholder value, SHV) realizáljanak. Ez a befektetői célkitűzés igaznak tekinthető az exit pontban is. A pénzügyi befektetők az exit pontra időzítik a részvényeik értékesítését, amely üzletileg akkor racionális és optimális, ha az exit pontban maximális a tulajdonosi érték. (Pisoni és Onetti 2018)

Másként megfogalmazva a befektetői célfüggvény az exit pontban realizálható tulajdonosi érték maximumban definiálható. A részvényesi (tulajdonosi) érték azt a vállalkozás által realizált jövőbeni szabad cash flowt jelenti, amely a tulajdonosok szabad rendelkezésére áll. A szabad cash flow elemeinek tekinthetők a kamat és adófizetés előtti eredmény (EBIT), a folyamatos működést finanszírozó források (rövid és hosszú lejáratú idegen források, hozamelvárással rendelkező és hozamelvárás nélküli források), a lekötött eszközök értéke és jövőbeni pénzáramai, az elvárt hozam nagysága és az időtényező. A tulajdonosi érték számítás során a jövőben, különböző időpontokban és különböző összegben jelentkező pénzáramok jelenértékét kalkuláljuk, egy kockázattal korrigált tőkeköltség (diszkontráta) diszkontálásával. Rappaport (1997) tulajdonosi értékhalójából kiindulva a 2. ábrán szemléltetjük sematikusán a befektetői érték mérés átfogó rendszerét.

## 2. ábra: A részvényesi érték általános értékelési rendszere



Forrás: saját szerkesztés (Rappaport,1997) alapján

A 2. ábra alapján megállapítható, hogy az értéknövelés függ a működés eredményességétől, eredménytermelő képességétől, a működéshez szükséges forgó és befektetett eszköz lekötésektől, a kockázattól, az elvárt hozamtól, vagyis a tőkeköltségtől. (Rappaport 1997) Ezek a tényezők az értékalakulás szempontjából egyenértékűnek tekinthetők. Az értékelési rendszer egyik legkritikusabb tényezőjének az időtényező tekinthető. Jelen szituációban a pénzügyi befektetők által elvárt – a befektetés megtérülése, illetve az optimális kiszállási időpont- időtartam tekinthető értéket befolyásoló tényezőnek, és nem a vállalati működés idődimenziója. Az időtényező a különböző időpontokban keletkező pénzáramok diszkontálása szempontjából is lényeges. A diszkontálásnál alkalmazható tőkeköltség megfeleltethető az alternatív, hasonló kockázatú befektetések hozamával. Esetünkben a tulajdonosi érték maximalizálása a tervezett kiszállási időszak alatti pénzjövdelem maximalizálást jelenti, amelynek megvalósítása során a vállalati működésben egyidejűleg kell kezelni a különböző időpontokban jelentkező egyszeri és folyó ráfordításokat, és a működéshez lekötött tőke explicit és implicit költségeit. Az értékmaximalizálás valójában a többletérték teremtését jelenti.

### A számviteli kimutatások szerepe a tulajdonosi érték számítás során

A pénzügyi befektetői érték számításához döntően gazdasági információk szükségesek, amelyek forrása a vállalkozás számviteli információs rendszere. A számviteli rendszer csúcspontját az évközi és éves beszámolókból nyerhető információk alkotják. (Babkin és mtsai. 2022) Az éves beszámolóban megjelenő dokumentumok közül a témánk szempontjából a mérleg és az eredménykimutatás információi relevánsak. Ezért alfejezetünkben ezen két kimutatás felhasználásának lehetőségeit és korlátait járjuk körbe. A főbb korlát, hogy az információk egy része szubjektív, továbbá csak egy döntéstámogató segédeszközről van szó (Paár, Ambrus, és Szóka 2021).

## Az eredménykimutatás korlátai

Az eredménykimutatásból nyerhető információk az időszakban realizált eredményről és az eredményt befolyásoló tényezők (bevételek és ráfordítások) időbeli alakulásáról nyújtanak információt. Az eredmény nagyságát befolyásolhatják, torzíthatják a különféle, megválasztható értékelési döntések (például készletértékelés, készletnyilvántartás módja, értékcsökkenési leírás módszerei, választott devizaárfolyam stb.), jelentős értékhatárok, közvetett (általános költségek felosztásának elvei, az önköltség kalkuláció módszere, kalkulációs tételek számítási logikája stb). Ebből eredően az eredmény nagysága befolyásolható, az eredmény, pontosabban a bevételek és költségek nagysága mind mérhető, számszerűsíthető értékmeghatározó tényezők. További nehézséget jelent – általánosságban – a számviteli információk múltorientáltsága, hiszen az eredménykimutatásban is az elmúlt időszak üzleti teljesítménye jelenik meg (Walther 2010). ugyanakkor a működési pénzáramok meghatározása során elengedhetetlen a jövőre vonatkozó, előrejelzett információk előállítása is becslések alapján. A becslésekkel vetíthető előre a tulajdonosi értékváltozást befolyásoló működési-befektetési és finanszírozási bevételek és költségek, ráfordítások nagysága. Alapvető problémát jelenthet a befektetett tárgyi eszközök (gépek, berendezések) költségeinek folyó költséggé alakítása (Gibbins és Trotman 2009). Kockázatot jelent ezen eszközök költségeinek növekvő tendenciája és a helytelenül kialakított amortizációs politika (Tabb és Frankham 1986). Az amortizáció, mint fix, az eszköz hasznos élettartama alatt folyamatosan elszámolt – rejtett – költség jelentősen korrigálhatja az üzleti eredményt, akár a nem valós nyereség, akár az irreális veszteség irányába. Fontos lenne a valós amortizációs költség elszámolása és megjelenítése az eredménykimutatásban, hiszen csak ezáltal mérhető pontosabban a befektetés jövőbeli cash flowja. Hasonló gondokat okozhatnak az általános költségek felosztása körüli dilemmák is. Az elmúlt évtizedekben megfigyelhető jelenség a vállalati általános költségek növekvő aránya a közvetlen termékhez (szolgáltatáshoz) kapcsolódó közvetlen költségekhez viszonyítva. Ugyanakkor minél magasabb a költségszerkezetben a fel nem osztott, termékhez, szolgáltatáshoz hozzá nem rendelt közvetett költség, annál alacsonyabb vállalati eredmény realizálható, feltételezve azt, hogy marad az üzleti év (kalkulációs időszak) végén raktárkészlet, ki nem számlázott szolgáltatás a vállalkozásnál. A közvetett költségek felosztásának elvei, rendszere, módszertana (Blocher és mtsai. 2018) szintén befolyásolják a közvetlen-közvetett költségek nagyságát és ezen keresztül a vállalati eredmény értékét, végső soron a szabad cash flow nagyságát. Egy logikusan kialakított költségszámítási rendszerrel, ok-okozati összefüggésre építő, modernebb közvetett költség felosztási módszerrel (lásd a tevékenységalapú költségfelosztási modell előnyeit a pótlékoló kalkulációval szemben) kiküszöbölhető, vagy legalább csökkenthető a költségkalkulációs rendszer és alkalmazott közvetett költség felosztás torzító hatásai (Noreen, Garrison, és Brewer 2023). Az eredménykimutatás a realizált és elszámolt gazdasági események üzleti eredményre gyakorolt hatását, nagyságát méri és mutatja, ugyanakkor nem számol a tőkeköltséggel, mint a tulajdonosi értéket befolyásoló tényezővel (lásd normál profit kategória). A tőkeköltség itt, mint saját tőke költség

jelenik meg. A hagyományos tőkearányos teljesítménymutató (ROE) a saját tőkére vetített adózott eredményt mutatja, ami nagyon eltérő képet festhet két azonos teljesítményt nyújtó vállalkozás között pusztán azért, mert a ROE mutató a saját tőkét használja vetítési alapként az összes tőke (saját és idegen tőke) helyett. A tőkearányos teljesítményt befolyásolhatja a vállalkozás tőkeszerkezete, pontosabban a saját és idegen tőke aránya, ezért a tulajdonosi érték maximum számítás során célszerű az összes tőke (saját és idegen) költségével számolni. Ezt a megközelítést a súlyozott átlagos tőkeköltség (WACC, Weighted Average Cost of Capital) koncepciója is alátámasztja, amely integrálja a saját tőke és az idegen tőke költségét (Brealy és Myers 2006). Az idegen források közül a hosszú lejáratú, kamatfizetéssel terhelt hitelek, kölcsönök relevánsak. Az eredménykimutatás felhasználhatósága során azt is figyelembe kell venni, hogy az aktuális eredmény elszámolásban mindig vannak eseti, nem ismétlődő tételek is (ilyen például realizált vagy nem realizált kiugróan magas árfolyamvesztés vagy nyereség, egy vevő felszámolása, egy természeti katasztrófa, világvjárvány okozta ellátási problémák, háborús helyzet okozta bevétel visszaesés stb.) (Kieso, Weygandt, és Warfield 2022). Míg a tulajdonosi érték számítás során alapvetően a megismételhető, rendszeresen felmerülő gazdasági események képezik a számítás alapját, illetve a standard eredménytermelő képességet számítja ki a modell. Ebből adódóan szükséges lehet a számviteli információk korrekciója, kiegészítése a jövőbeli jövedelemtermelő képesség meghatározása céljából.

## A mérleg néhány problémája

A mérleg egy időpontra vonatkozóan mutatja a vállalkozás pillanatnyi vagyonát, a vagyon megjelenési formája (eszközök) és azok forrása (saját és idegen források) tekintetében. Ebből adódóan a mérleg egy múltorientált, statikus kimutatás a vagyonról.

A tulajdonosi érték számítás újabb problémás területe a működéshez szükséges tőke értékelése. A befektetett tőke számviteli megjelenése a mérlegben történik. Az eredménykimutatáshoz hasonlóan a mérlegben megjelenő problémák között is megemlíthető a múltbeli bekerülési érték alapú vagyonértékelés, az amortizációs problémából adódó irreális könyv szerinti értéken történő értékelés, a piaci átértékelés korlátozott lehetősége, az inflációs hatások figyelmen kívül hagyása. A mérleg eszközoldali értékelési problémái (pl. torzított eszközhatékonyasági, eszközjöveldelmzési mutatók) mellett a másik nehézséget a vállalatba fektetett tőke nagyságának meghatározása jelenti. A tőke értékének meghatározása elengedhetetlen a tőkeköltség mérése szempontjából. A tőke nagyságának meghatározása során különbséget kell tenni a források között aszerint, hogy megjelenik-e hozamelvárás a forrással kapcsolatban vagy sem. A folyó (rövid lejáratú) források (pl. szállítók, egyéb kötelezettségek) rendszerint nem rendelkeznek hozamelvárással, azok ugyanis be vannak építve az árba. A források közül hozamelvárással a hosszú lejáratú idegen források (hitelek, kölcsönök és kötvénykibocsátásból eredő tartozások) és a saját tőke rendelkeznek. (Boursicot, Gauthier, és Pourkalbassi 2019) Amikor a vállalkozásba fektetett tőkéről van szó, akkor a hozamelvárással rendelkező saját tőkét és a kamatfizetési kötelezett-

séggel terhelt hosszú lejáratú idegen forrásokat kell ideértetni. A tőke értékét a mérleg könyv szerinti értéken mutatja, annak piaci átértékelését a jogszabályok nem teszik lehetővé, kizárólag devizaátértékeléssel történhet értékkorrekció a külföldi fizetőeszközben meghatározott források esetén. A saját tőkével szemben megfogalmazott befektetői hozamelvárás a piacon elérhető, hasonló kockázatú, alternatív befektetések által elérhető hozamhoz igazodik, amely érték eltér a saját tőke mérlegben kimutatott könyv szerinti értékétől. Véleményünk szerint a tőke költség számításánál figyelembe kell venni a saját tőke piaci és könyv szerinti értéke közötti különbséget, tehát a mérlegben publikált saját tőke **értékét** korrigálni indokolt (Gibbins és Trotman 2009). Más lehet a tőke költség értéke annak függvényében, hogy a saját tőke piaci vagy könyv szerinti értékét vesszük figyelembe. Minden olyan vállalat, amely megtermeli a tőke költséget, az teljesítette a minimális elvárást, vagyis a tulajdonosok (befektetők) befektetett tőkéje megtérült. Ugyanakkor a kiszállási pont meghatározásának ez még nem elégséges feltétele, hiszen ott nem a minimális elvárás, hanem a tulajdonosi érték lehetséges, becsült maximális értékének meghatározása a cél. A maximális érték a vállalati tőke költséget meghaladó hozam (pozitív nettó jelenérték) maximummal egyenlő érték lesz (Kieso, Weygandt, és Warfield 2022). A többletérték forrását olyan eszközök is képezik, amelyek nem jelennek meg a mérlegben, vagyis nem mérlegképesek, ilyenek például a munkavállalók szakmai tapasztalata, tudása, motivációja, a vállalati kultúra, hírnév, fogyasztói hűség, földrajzi elhelyezkedés, fenntartható szemlélet, társadalmi felelősségvállalás stb., ugyanakkor ezekkel a láthatatlan vagyonelemekkel is kalkulálni kell a tulajdonosi érték meghatározása során (McKinsey és mtsai. 2020). Látható tehát, hogy a mérlegben is szükségessé válhatnak kiegészítések, korrekciók mind az eszköz, mind a forrás oldalon.

## Következtetések

A joggyakorlatban továbbra is fennmaradt a szubszidiárius szabályozás létjogosultsága (Kondratiené 2014). Ennek keretében a meglévő alapítók a pénzügyi befektetővel – a társasági szerződés nyújtotta jogi intézményrendszeren túlmutatóan – egymás viszonylatában, kötelmi alapon – szindikátusi szerződés útján – nyújtanak kölcsönös garanciákat a társaságnak a befektetés megtérüléséig történő közös működtetésére, illetve végső soron a pénzügyi befektető tervezett exitjének a megvalósítására.

Pénzügyi és számviteli szempontból az exit időpontját érdemes a tulajdonosi érték maximális nagyságához kötni (Hall 2023), amelynek alapját a jövőbeli jövedelemtermelő képesség számítás biztosítja.

A számviteli információs rendszer, illetve a számviteli kimutatások részben független, külső okok miatt csak korlátozott mértékben képesek koordináta rendszerként működni a tulajdonosi érték maximális mértékének számítása során. Az értékmaximalizáló döntések megkövetelik a számviteli információk korrekcióját, kiegészítését, jövőbeli becslések készítését. Továbbá a menedzsmentnek a számviteli rendszerben nem létező információkkal is kalkulálni kell, melyek közül kiemelendő a működéshez szükséges összes tőke költségének kezelése.



Az értékszemléletű vezetés (Covey 2012) – szem előtt tartva a mindenkori befektetők (akár pénzügyi, akár szakmai befektetőkről van szó) elvárásait – a döntéshozatal során mindig kalkulál a jövőbeli várakozásokkal, a jövő bizonytalanságaival, kiszámíthatatlanságaival, ami felértékeli a becsléseken alapuló prognózisok készítését, a jövőbeli szabad cash flow kalkulációját. A szabad cash flow információt szolgáltat a pénzügyi befektetők exit pontjának minél pontosabb meghatározásához éppúgy, mint a jövőorientált és agilis menedzsment számára a stratégiai döntéshozatal támogatása céljából. ■

## Irodalomjegyzék

1. Babkin, Aleksandr, Nadezhda Kvasha, Daniil Demidenko, Ekaterina Malevskaia-Malevich, és Evgeny Voroshin. 2022. „Methodology for Economic Analysis of Highly Uncertain Innovative Projects of Improbability Type”. *Risks* 11 (1): 3. <https://doi.org/10.3390/risks11010003>.
2. Beck, Thorsten, Ross Levine, és Norman Loayza. 2000. „Finance and the Sources of Growth”. *Journal of Financial Economics* 58 (1–2): 261–300. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(00\)00072-6](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(00)00072-6).
3. Benkraiem, Ramzi, Safa Gaaya, Faten Lakhel, és Nadia Lakhel. 2023. „Economic Policy Uncertainty, Investor Protection, and the Value of Excess Cash: A Cross-Country Comparison”. *Finance Research Letters* 52 (március):103572. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.103572>.
4. Bennedsen, Morten, és Kasper Meisner Nielsen. 2010. „Incentive and Entrenchment Effects in European Ownership”. *Journal of Banking & Finance* 34 (9): 2212–29. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.02.007>.
5. Bennedsen, Morten, Kasper Meisner Nielsen, és Thomas Vester Nielsen. 2012. „Private Contracting and Corporate Governance: Evidence from the Provision of Tag-along Rights in Brazil”. *Journal of Corporate Finance* 18 (4): 904–18. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.03.007>.
6. Blocher, Edward, David F. Stout, Paul Juras, és Steven Smith. 2018. *Cost Management: A Strategic Emphasis*. 8th edition. New York, NY: McGraw Hill.
7. Boursicot, Delphine, Geneviève Gauthier, és Farhad Pourkalbassi. 2019. „Contingent Convertible Debt: The Impact on Equity Holders”. *Risks* 7 (2): 47. <https://doi.org/10.3390/risks7020047>.
8. Brealy, Richard A, és Stewart C. Myers. 2006. *Principles of Corporate Finance*. 6th kiad. McGraw Hill.
9. Covey, Stephen R. 2012. *Principle-Centered Leadership*. Unabridged edition. Franklin Covey on Brilliance Audio.
10. DeTienne, Dawn R. 2010. „Entrepreneurial Exit as a Critical Component of the Entrepreneurial Process: Theoretical Development”. *Journal of Business Venturing* 25 (2): 203–15. <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2008.05.004>.
11. Fu, Tong, Jingsi Leng, Ming-Tsung Lin, és John W. Goodell. 2022. „External Investor Protection and Internal Corporate Governance: Substitutes or Complements

- for Motivating Foreign Portfolio Investment?” *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 81 (november):101686. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2022.101686>.
12. Gibbins, Michael, és Ken Trotman. 2009. *Financial Accounting an Integrated Approach*. 3rd kiad. Thomson.
  13. Hall, Norman. 2023. „Why Is Timing Control an Important Part of a Business Exit Plan”. 2023. augusztus 13. <https://www.linkedin.com/pulse/why-timing-control-important-part-business-exit-plan-exit-by-design>.
  14. Huang, Yuan, Xiao Li, és K.C. John Wei. 2021. „Investor Protection and Resource Allocation: International Evidence”. *International Review of Economics & Finance* 75 (szeptember):625–45. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2021.04.017>.
  15. Janku, Martin. 2014. „Statutory Pre-Emption Right as Changed by the New Civil Code”. *Procedia Economics and Finance* 12:259–64. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(14\)00343-8](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(14)00343-8).
  16. Kieso, Donald E., Jerry J. Weygandt, és Terry D. Warfield. 2022. *Intermediate Accounting*. 18th kiad. Hoboken, NJ, USA: Wiley.
  17. Kondratienė, Virginija. 2014. „The Principle of Subsidiarity as a Valuable Benchmark in the Regulation of Economic Relations”. *Annales. Etymologiae w Życiu Gospodarczym* 17 (4): 65–78. <https://doi.org/10.18778/1899-2226.17.4.05>.
  18. Lacave, Ma Isabel Sáez, és Nuria Bermejo Gutierrez. 2010. „Specific Investments, Opportunism and Corporate Contracts: A Theory of Tag-along and Drag-along Clauses”. *European Business Organization Law Review* 11 (3): 423–58. <https://doi.org/10.1017/S1566752910300061>.
  19. Magyarország Parlamentje. 2013. 2013. évi V. törvény a Polgári Törvénykönyvről. <https://net.jogtar.hu/jogszabaly?docid=a1300005.tv>.
  20. McKinsey, Tim Koller, Marc Goedhart, és David Wessels. 2020. *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. 7th edition. Hoboken, New Jersey: Wiley.
  21. Noreen, Eric, Ray H. Garrison, és Peter C. Brewer. 2023. *Managerial Accounting ISE*. 18th kiad. New York, NY: McGraw-Hill Education.
  22. Paár Dávid, Ambrus Rita Anna, és Szóka Károly. 2021. *Gazdasági elemzés a beszámolóik információi alapján*. Soproni Egyetem Kiadó. <https://doi.org/10.35511/978-963-334-402-6>.
  23. Pisoni, Alessia, és Alberto Onetti. 2018. „When Startups Exit: Comparing Strategies in Europe and the USA”. *Journal of Business Strategy* 39 (3): 26–33. <https://doi.org/10.1108/JBS-02-2017-0022>.
  24. Rappaport, Alfred. 1997. *Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors*. Free Press.
  25. Szabó, Gergely. 2012. „Texas Shoot-out, avagy biztosítéki konstrukciók a szindikátusi kötelemben”. *Debreceni Jog Műhely* 9 (3): 118–29. <https://doi.org/10.24169/DJM/2012/3/12>.
  26. Tabb, J. B., és C. B. Frankham. 1986. „The Northern Steamship Company: The Depreciation Problem in The Nineteenth Century”. *Accounting Historians Journal* 13 (2): 37–53. <https://doi.org/10.2308/0148-4184.13.2.37>.

27. Walther, Larry. 2010. „Financial Accounting vs Management Accounting - Difference and Comparison | Diffen”. Video előadás Principles of Accounting, online. [https://www.diffen.com/difference/Financial\\_Accounting\\_vs\\_Management\\_Accounting](https://www.diffen.com/difference/Financial_Accounting_vs_Management_Accounting).
28. 2013. évi V. törvény a Polgári Törvénykönyvről (Magyar Közlöny 2013. évi 31. szám)