

Dr. Kecskés András  
Pécsi Tudomány Egyetem  
Állam és Jogtudományi Kar  
Gazdasági és Kereskedelmi Jogi Tanszék

# **A felelős társaságirányítás fejlődési tendenciái**

**–Szabályozási koncepciók Európában és az Egyesült  
Államokban–**

**2010. július 20.**

**Konzulens:  
Dr. Nochta Tibor  
tanszékvezető  
egyetemi docens**

## Tartalomjegyzék

**Tartalomjegyzék.....2.old.**

**I. Fejezet: Corporate Governance.....5.old.**

**I. Corporate Governance – divatos kellék vagy fontos garancia az üzleti szférában?.....5. old.**

1) Hogyan került előtérbe a Corporate Governance jelenségköre az új évezredben?.....5. old.

2) A *Corporate Governce* meghatározása.....7. old.

3) A *Corporate Governance* tudományos területei.....13. old.

4) Terminológiák a felelős társaságirányítás területén.....14. old.

5) *Corporate Governance* – korporatív divatcikkek, avagy garanciális jelentőségű intézmények?.....17. old.

**II. Részvényesek vs. Érintettek? – Érdekszférák a felelős társaságirányítás területén.....20. old.**

1) Kik érdekeltek a társaságok működésében?.....20. old.

2) A *shareholder primacy* teória.....21. old.

3) A *stakeholder* teória.....27. old.

4) A *La Porta-index* és a jog relevanciája a tulajdonosi koncentráció tekintetében.....39. old.

**III. Virtuális trendek a vagyonkezelés és a *corporate governance* területén – aktuális folyamatok szubjektív nézőpontból.....43. old.**

1) Az árfolyamok elszakadása a gazdasági fundamentumoktól.....44. old.

2) A pénzügyi teljesítmény elszakadása az árfolyamoktól.....47. old.

3) Virtuális befektetői demokrácia? – közhelyeink és tévedéseink.....50. old.

4) Virtualizáció és dematerializáció a forgalmi viszonyok területén.....51. old.

**II. Fejezet: Felelős társaságirányítás és vállalati botrányok az Egyesült Államokban.....62. old.**

**I. A felelős társaságirányítás fejlődési tendenciái az Egyesült Államokban.....62. old.**

**II. Az *Enron-botrány*, mint az amerikai vállalati botrányok iskolapéldája.....64. old.**

1) Az Enron ügy alapfogalmai.....65. old.

2) Az *Enron* csalások forgatókönyve.....68. old.

3) A jogi következtetések.....79. old.

**III. A *Sarbanes-Oxley Act* és a felelős társaságirányítás 2002-es reformja az Egyesült Államokban.....82. old.**

1) A törvény megalkotása.....83. old.

2) A törvény tartalma.....90. old.

**IV. A globális pénzügyi válság perspektivikus kérdésfelvetései az Egyesült Államokban.....100. old.**

### **III. Fejezet: A felelős társaságirányítás és a társasági jog harmonizációja az Európai Unióban.....103. old.**

I. A <i>corporate governance</i> európai arculata.....	103. old.
1) A Parmalat botrány.....	104. old.
2) A Sarbanes-Oxley Act tényleg „Európába jött”?.....	110. old.
3) A határok elmosódnak?.....	112. old.
II. Út az önszabályozás felé? –szakértői álláspont és iránymutatás az EU-ban.....	114. old.
1) Állásfoglalás a szabályalkotás kérdésében.....	115. old.
2) A <i>corporate governance</i> egyes témakörei a Jelentésben.....	117. old.
III. A célkitűzés és a célok megvalósítása – a <i>Bizottság 2003-as Akcióterve</i> és a felelős társaságirányítás jogforrásai az EU-ban.....	123. old.
1) A közzététel (disclosure).....	127. old.
2) A részvényesek jogai és azok gyakorlása.....	133. old.
3) Az igazgatóság és az igazgatótanács.....	153. old.
IV. Konklúziók.....	162. old.
1) Nehezen megközelíthető jogalanyok.....	162. old.
2) Az önszabályozás ideológiai túlsúlya.....	163. old.
3) Irány nélküli szabályok.....	163. old.

### **IV. Fejezet: A felelős társaságirányítás az Egyesült Királyságban, Németországban és Franciaországban.....165. old.**

I. A felelős társaságirányítás jogszabályi környezete az európai államokban.....	165. old.
1) A <i>corporate governance</i> jogszabályi forrásai.....	165. old.
2) A <i>corporate governance</i> kódexek, mint „ <i>soft law</i> ” szabályozás.....	166. old.
II. felelős vállalatirányítás szabályai az Egyesült Királyságban.....	167. old.
1) Financial Aspects of Corporate Governace (Cadbury Report).....	168. old.
2) Director Remuneration Report (Greenbury Report).....	169. old.
3) Committee on Corporate Governance: Final Report (Hampel Report).....	170. old.
4) Combined Code on Corporate Governance.....	171. old.
III. A felelős vállalatirányítás szabályai Németországban.....	173. old.
IV. A felelős vállalatirányítás szabályai Franciaországban.....	179. old.
V. A társaságirányítás várható tendenciái az európai államokban.....	181. old.

### **V. Fejezet: Az egyszintű és a kétszintű társaságirányítási modell.....184. old.**

I. Az egyszintű és a kétszintű irányítási modell jellemzői.....	187. old.
1) A rajnai kapitalizmus és a dualista modell fejlődése.....	187. old.
2) A tőkekoncentráció és a tőkepiaci viszonyok elsődlegessége az angolszász modell fejlődésének tükrében.....	190. old.
II. Előnyök és hátrányok a két szisztéma alkalmazásában.....	192. old.
1) A kétszintű modell előnyei és hátrányai.....	192. old.
2) Az egyszintű modell előnyei és hátrányai.....	197. old.

III. Javaslatok és tendenciák a kétszintű modell fejlesztéséhez.....	199. old.
1) A kétszintű irányítási modell fejlődési tendenciái.....	199. old.
2) Az egyszintű modell fejlődési tendenciái.....	203. old.
IV. A konvergencia és a divergencia kérdésköre.....	205. old.

## **VI. Fejezet: A vállalati vezetők javadalmazása.....217. old.**

I. A vállalati vezetők javadalmazásának növekvő tendenciájáról.....	218. old.
II. A vállalati vezetők javadalmazásának elméleti háttere az Egyesült Államokban.....	220. old.
1) A <i>megbízó-megbízott</i> elmélet.....	220. old.
2) A magatartástudományi megközelítés.....	226. old.
III. A vállalatvezetői javadalmazás Európában.....	227. old.
1) A részvényesi struktúrák szerepe és a kontinentális vállalatirányítás jellemzői a javadalmazás szempontjából.....	227. old.
2) Az európai vállalati botrányok hatásai a javadalmazási politikára.....	229. old.
3) Az Európai Unió ajánlásai a vállalatvezetői javadalmazás területén....	231. old.
IV. Az alkalmazott javadalmazási eszközök a vonatkozó jogszabályok tükrében.....	234. old.
1) A javadalmazás célja.....	234. old.
2) A javadalmazási eszközök megjelenése és rendszere az ajánlásokban és a kontraktusokban.....	234. old.
3) A teljesítmény alapú javadalmazás és a teljesítmény-mutatók.....	238. old.
4) Az opciós javadalmazás és kockázatai.....	240. old.
5) Az indexált opciók.....	243. old.
6) Az optimális opciós megállapodások.....	244. old.
7) A részvény-opciókkal történő javadalmazásról szóló határozat felelős társaságirányítási kérdései.....	247. old.
8) Az elidegenítési tilalom alatt álló részvények, mint javadalmazási elemek.....	249. old.
9) A nyilvánosság szerepe és a közzétételi kötelezettség szabályai.....	250. old.

## **VII. Fejezet: Következtetések és a fejlődés várható tendenciái..252. old.**

## **VIII. Fejezet: Angol és magyar nyelvű összefoglaló.....262. old.**

## **IX. A dolgozatban hivatkozott fontosabb források jegyzéke....264. old.**

# I. Fejezet:

## Corporate Governance – Felelős társaságirányítás

I. Corporate Governance – divatos kellék vagy fontos garancia az üzleti szférában?

1) Hogyan került előtérbe a Corporate Governance jelenségköre az új évezredben?

A felelős társaságirányítás fogalmával az 1990-es évek végétől egyre sűrűbben találkozhatnak mindazok, akik szorosabb vagy lazább kapcsolatban állnak a tágabb értelemben vett *korporatív szférával*. Erőltetett szakmaisággal úgy is fogalmazhatunk, hogy az érintett természetes- és jogi személyek köre globálisan csaknem teljesen átfogó, hiszen az üzleti szférával majdnem mindenki érintkezik, még azok is, akik ezeket a kapcsolatokat akár praktikus, akár normatív (akár egyéb) megfontolásból igyekeznek minimalizálni. Az üzleti szféra alakítói pedig vitathatatlanul a nagyvállalatok;<sup>1</sup> tőkekoncentrációk, amelyek határokon és kontinenseken átívelő tevékenységük folyamán a mindennapok mikrokozmoszának állandó szereplői. Jelen vannak a háztartásokban és az irodákban, a gazdasági és hivatali érintkezésben, a magánéletben. Ugyanakkor a felelős társaságirányítás, mint tágabb értelemben vett fogalom, nem tekinthető kizárólagosan posztmodern jelenségkörnek. A társaságok felelős irányításának igénye természetesen korábban is többször jelentkezett már. Mégis azt tapasztaljuk, hogy állandósult szókapcsolatként –*felelős társaságirányítás, mint corporate governance*– az új évezredben kezdtek fokozott gyakorisággal használni ezt a fogalmat. Hogy mi is az oka ennek?

Az új évezred nyitánya egybeesett a tőzsdei és vállalati krízisekkel, amelyek megadták az alaphangot ahhoz, hogy az események a továbbiakban milyen kérdéskörök felvetéséhez igazodjanak.<sup>2</sup> 1998-ban az orosz tőzsdeválság és az ahhoz kapcsolódó értékpiazi krízis mutatott rá a tőkepiaci- és értékpapírjogi szabályok hiányosságaira. 2002-ben pedig kidurrant az amerikai „dotcom buborék”, amely a tőzsdei válság mellett immár fókuszba állította a szűkebb értelemben vett *corporate governance* jelenségkörét.

A 2002-es vállalati (*Enron, Worldcom, Xerox, Adelphia, Parmalat stb.*)<sup>3</sup> botrányok ugyanis a társaságirányítás kudarcjai voltak. Amellett, hogy egy ágazat – az informatikai szektor – piaci kimerülése tekinthető a vállalati csődök közvetlen okozójának, kiderült, hogy az addigi eredmények sem voltak valóságosak: hamis számvitelen, felelőtlen pénzügyi stratégián, színlelt vagy leplezett szerződéseken és háttér megállapodásokon alapultak. Emiatt a felelős társaságirányítás hiánya mélyítette el a krízist, amely azután visszahatott a piacokra és tovább mélyítette a válságot.

A felelős társaságirányítás kérdése már csak amiatt is fókuszba került, mert a média igen erőteljes érdeklődést mutatott a válságjelenségek iránt. Ehhez járult az is, hogy az informatika és a modern távközlés kiszélesítette a befektetők hozzáférési lehetőségeit, így a nyilvánosan működő részvénytársaságok befektetőinek köre is szélesebb lett, akik

<sup>1</sup> Lásd BLAIR, Margaret M., *Reforming Corporate Governance: What History Can Teach Us*, Berkeley Business Law Journal (2004) Vol. 1, 26-28. old.

<sup>2</sup> Lásd NANCE, Donna, *Our Mini Theme: Corporate Crisis*, Business Law Today (2004. július-augusztus) Vol. 13. 9-10. old.

<sup>3</sup> Lásd KECSKÉS, András, *Az Enron botrány és az üzleti jog rohadt almái*, Magyar Jog (2008. június) 429. old.

az értékpapírkriszis közvetlen kárvallottjainak tekinthetők. Végezetül egyre elterjedtebbé váltak azok az álláspontok, amelyek hangsúlyozták, hogy a korporatív szféra tevékenységének az érintettjei jóval többen vannak azoknál, mint akiket a kontraktuális viszonyaik a folyamatokhoz kapcsolnak (ügyvezetők, befektetők, hitelezők és mások). Hiszen mellettük egyre többeket érintettek azok a hatások, amelyek globális léptékekben veszélyeztették a fenntartható fejlődést (*sustainable evaluation*), a társadalom és a gazdaság hosszú távú trendjeit, valamint a szűkebb és tágabb értelemben vett környezetet.

A *corporate governance* jelenségkörének előretörése ezeknek a válságtüneteknek köszönhető. A felismerés, miszerint szükség van felelős társaságirányításra, két irányból is megerősítést nyert. Egyik részről a vállalatok külső nyomásnak voltak kitéve, hiszen a válságra a jogalkotók is reagáltak. Az Egyesült Államokban az *1934-es Securities&Exchange Act* megszületése óta nem volt olyan hangos és átfogó értékpiazi és vállalati reform, mint 2002-ben,<sup>4</sup> amikor hatályba lépett a *részvénytársaságok számviteli reformjáról és a befektetők védelméről szóló Sarbanes-Oxley Act*. Miért volt olyan szigorú a reform? A média egyre agresszívebben törekedett a válságjelenségek feltárására, hiszen a botrány a *show-business* szerves részének tekinthető. A befektetőkhez eljutó hírek indulatokat váltottak ki, emiatt a politika –érezhetően *behaviorista* felfogást tanúsítva<sup>5</sup>–lépéskényszerbe került. Az Egyesült Államok pedig a világ gazdaság központja. A szellemes tőkepiaci szállóige szerint: „*ha az Egyesült Államok tüsszent egyet, a világ elkapja az influenzát.*” Emiatt az amerikai reformok tartalma beépült más világrészek reformkísérleteibe (Európai Unió, Japán, stb.) Végezetül a befektetők mellett a fogyasztók is elkezdtek kritikusan szemlélni azokat a társaságokat, amelyek köztudottan hanyag irányítás rendszert működtettek, illetve társadalmi szinten kártékonynak bizonyultak. A piac szankcionált: azok a termékek élveztek előnyt amelyek mögött felelős társaságirányítást sejtettek a fogyasztók. Itt most nem csak az árupiacra gondolunk, hiszen a tőkepiaci termékekre is igaz a megállapítás. A szabályozott piacok így követték az államok példáját. Míg azok jogot alkottak, addig a tőzsdék „*puha jogot*”.<sup>6</sup> Ajánlásokat, amelyek tartalmához történő –még ha nem is kötelező erejű<sup>7</sup>–igazodása regisztráció feltétele lehet (*pl. Combined Code on Corporate Governance, Deutsche Corporate Governance Codex*).

Ezek azonban csak a külső reakciók. Akár fenn is akadhattak volna a vállalati szféra ellenállásán. Ahhoz, hogy a *corporate governance* megújult intézményrendszere divatos kellék legyen a társadalmilag felelős (vagy legalábbis annak látszani kívánó) társaságok irányítási rendszerében, szükség volt arra, hogy maguk a társaságok is a felelős társaságirányításon keresztül igyekezzenek magukat definiálni a befektetők, a fogyasztók, az üzlettársak és a társadalom előtt.

Az önmagukat újraértelmező korporációk nem teheték meg, hogy kimaradjanak a reformokból. Kizárólag úgy különböztethették meg magukat a botrányokban

---

<sup>4</sup> Lásd KECSKÉS, András, *Befektetővédelmi reformok az Egyesült Államokban és Európában*, Magyar Jog (2009. május) 298-304. old.

<sup>5</sup> A vállalati botrányokra adott politikai válaszok a szakszerűséget hajlamosak a háttérbe szorítani, hogy a viselkedésbeli (*behaviorista*) indulatokat rövid távon csillapítsa.

<sup>6</sup> Lásd WYMEERSCH, Eddy, *Implementations of the Corporate Governance Codes*, 403-419. in *Corporate Governance in Context Corporations, States and Markets in Europe, and the US* (Szerk.: HOPT, Klaus J. – WYMEERSCH, Eddy – KANDA, Hideki – BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009) 418. old.

<sup>7</sup> Vö. WOLFF, Lutz-Christian, *Self-Governance German Style: Comply or Explain... But If You Explain We Will Make You Comply*, *The Corporate Governance Law Review* (2005) Vol. 1. No. 3. 371-383. old.

kompromittálódott vállalatoktól, ha hajlandóak voltak viselni a felelős működés anyagi vonzatait.<sup>8</sup> Később látni fogjuk, hogy ezek a konzekvenciák egyáltalán nem voltak olcsók, hiszen a 2002-es reformokban előtérbe került új jogintézmények súlyosan megemelték a vállalat belső kontrollrendszerének (pl. bizottságok) működési költségeit. Emellett a külső kontroll (pl. könyvvizsgálat) is demonstratív mértékben megrágult. A vezető tisztségviselők magánjogi felelőssége pedig kiterjedtebbé vált, a testületi igazgatás szerveinek (igazgatóságok, igazgatótanácsok) tagjai az egyetemleges polgári jogi felelősség ernyője alá kerültek. Ez a felelősségi alakzat ugyanis rákényszeríti az igazgatókat, hogy aktívabb kontrollt gyakoroljanak *egymás* tevékenysége felett is. Az egyetemleges felelősség elve több területen is érvényesült. Ezek közül ki kell emelnünk a pénzügyi beszámolóért való felelősséget, hiszen a botrányok alapját 2002-ben pontosan a hamis pénzügyi beszámolók képezték.

A társaságok tehát igyekeztek a *corporate governance* jelenségkörét saját irányítási rendszerük középpontjába helyezni. A nagy vállalatok különösen élen jártak e folyamatban, hiszen az ő esetükben a szükséges intézmények működtetése arányaiban kisebb anyagi áldozatokat követelt. A tőzsdéi társaságok különösképpen nagy nyomás alatt álltak, hiszen a befektetői bizalom (*shareholder confidence*) kizárólag ennek függvényében lehetett teljes.

## 2) A *Corporate Governance* meghatározása

A *corporate governance* már nem angolszász jelenség. A globális gazdasági folyamatok a világ minden részére kiterjednek, így a felelős társaságirányítás szerepe világviszonylatban is jelentősen felértékelődött. Miután azonban az eredet nagyobb részben kétségkívül angolszász, a magyar olvasó számára talán nem teljesen haszontalan, ha kísérletet teszünk a fogalom definiálására.

Amennyiben definíciót szeretnénk adni, úgy nem vagyunk könnyű helyzetben. A *corporate governance* ugyanis eltérő jelentést hordoz eltérő szakágazatok képviselői számára. A gazdasági szakemberek hajlamosak kielezni a *corporate governance* kritériumait a hatékonyság, a fenntartható fejlődés (növekedés) és a profitteremtés aspektusaira. A számviteli szakma képviselői könyvvizsgálati és beszámolási kérdésselvetésekre szűkítik. A jogászok hajlamosak kizárólag a jogszabályoknak történő megfelelés kérdéseire összpontosítani. A valóság ezzel szemben az, hogy a *corporate governance* egy összetett jelenség<sup>9</sup> és valamennyi említett aspektust magába foglalja, sőt másokat is.

Miután a mi elemzésünk alapvetően jogi szempontból közelít e területhez, ezért igyekeznünk kell olyan meghatározást adni, amely kiemeli ugyan *corporate governance* jogi karakterét, de nem rekeszt ki más szempontokat sem.

Mindezek tükrében úgy gondoljuk, hogy a *corporate governance* a) a társaságok felelős irányítási rendszere, b) amely a társaság ügyvezetése, tulajdonosai, munkavállalói és más érintettek közötti relációk viszonylatában realizálódik, c) amely a profitorientált működés törvényes, etikus, ésszerű, hatékony és társadalmi szinten is hasznos

<sup>8</sup> Lásd ROMANO, Roberta, *The Sarbanes-Oxley Act and the making of Quack Corporate Governance*, Yale Law Journal (2004-2005) Vol. 114. 1564-1565. old.

<sup>9</sup> FARKAS, Csaba – JENOVAI, Petra – NÓTÁRI, Tamás – PAPP, Tekla, *Társasági jog* (Lectum Kiadó, Szeged, 2009) 24. old.

megoldásain alapul, d) és amelynek szabályait a jogszabályok, a piac és az üzleti szféra önszabályozó mechanizmusai alakítják.

E tömör definíció szubjektív nézőpontunkat tükrözi és több szempontból is kiegészíthető, illetve vitatható. Mégis úgy gondoljuk, hogy a lényeges elemekre koncentráltunk annak megalkotása során. Emiatt érdemes áttekinteni ezek jelentéstartalmát.

a) *A társaságok felelős irányítási rendszere* – Gyakori tévhit, hogy a felelős társaságirányítás kérdései kizárólag a nyilvánosan működő társaságok esetében rendelkeznek igazi súllyal. E félreértés abból a részigazságból táplálkozik, hogy kétségtelenül fokozott a *corporate governance* jelentősége a tőzsdei társaságok esetében, amelyek jellemzően nagy vállalkozások, emiatt fontos munkaadók és adóalanyok, illetve befektetők szélesebb körével<sup>10</sup> szemben tartoznak felelősséggel.<sup>11</sup> Ennek köszönhető, hogy bizonyos *corporate governance* szabályok kétségtelenül kizárólag ezekre a társaságokra vonatkoznak. Az amerikai 2002-es *Sarbanes-Oxley törvény* úgynevezett *extraterritoriális* hatálya (amelyről a későbbiekben bővebben ejtünk szót) azokra a társaságokra vonatkozik, amelyek az Egyesült Államok tőzsdéin jegyeztették magukat. Az EU 2004/25/EK *takeover irányelve* a piaci kontroll és a nyilvános vételi ajánlat útján történő vállalatfelvásárlás szabályait tartalmazza, így nyilván való, hogy annak alkalmazása is csak az Unió szabályozott piacainak összefüggésében értelmezhető. De a felelős irányításnak nem kizárólag tőzsdei vonatkozásai vannak.

A zártkörűen működő társaságok szintén lehetnek jelentős munkaadók, adóalanyok és szerződő felek. Hitelezőik védelme semmivel sem lényegtelenebb szempont, mint a nyilvános társaságok hitelezőié. Emellett befektetőik védelme sem elhanyagolható követelmény, hiszen több intézményi kockázati tőkebefektető kifejezett profilja, hogy ilyen társaságokban eszközöl beruházást a növekmény reményében. Így a *corporate governance* szerepe egyáltalán nem hanyagolható el esetükben. Emellett a zártkörűen működő társaságok is dönthetnek a későbbi tőzsdére lépés mellett, amely a felelős vállalatirányítási rendszer működtetésére tett addigi erőfeszítéseket felértékelheti. Tekintve a tőzsdére lépéssel járó jelentős marketing érték és a gyors tőkekoncentráció jelentőségét, ez a vállalatok bizonyos növekedési periódusában egyértelmű és magától értetődő elhatározás lehet.

Feltétlenül utalni kell arra, hogy az alacsony tőzsdei közkez hányad, illetőleg a társaságon belüli belső megállapodások (főként Európában) önmagukban is eredményezhetnek olyan –társaságirányítási szempontból– hibrid társaságokat, amelyek egyaránt hordozzák a nyilvános és a zártkörű működés sajátosságait. Az egy részvényhez kapcsolódó többszörös szavazati jogok (*multiple voting rights*) tradícióival például az EU látványosan nem kíván szakítani, helyesebben erre a szakításra a tagállamokat nem tudja rábírní. Így sem a 2006/37/EK (*egyres részvényesi jogok gyakorlásáról szóló irányelv*), sem a 2004/25/EK (*takeover*) irányelv rendelkezéseinek

---

<sup>10</sup> Lásd BAUMS, Theodor – SCOTT, Kenneth E., *Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and Germany*, American Journal of Comparative Law (2005) Vol. 53, 59-61. old.

<sup>11</sup> Lásd BLAIR, Margaret M., *Reforming Corporate Governance: What History Can Teach Us*, Berkeley Business Law Journal (2004) Vol. 1, 27-28. old.



alkalmazási körében nem beszélhetünk teljes körű részvényesi demokráciáról az Unióban.

A magánszféra szintén nem kizárólagos játéktér a *corporate governance* tekintetében. Az állami vállalatok felelős irányítási rendszerének kialakítása és működtetése igen fontos szempont. Természetesen az állami vállalat kifejezésnek a magyar olvasó fanyar mellékízt tulajdoníthat, tekintettel arra, hogy az 1989-es rendszerváltás előtt ezzel az elnevezéssel definiáltuk a gazdaság intézményi részvevőinek jelentősebb részét. Ezeknek a vállalatoknak az ésszerűtlen, gazdaságtalan működése és más kapcsolódó reflexiók az *állami vállalat* kifejezést eleve értelmetlennek tehetik a laikus számára *corporate governance* szempontból. Azonban mi természetesen nem ezekre a társaságokra gondolunk: állami vállalatoknak tekintjük azokat a vállalkozásokat, amelyekben az államnak tulajdonrésze áll fenn. Így tulajdonképpen az állami vállalatok szerepét a felelős társaságirányítás szempontjából pontosan a *vegyes tulajdonosi struktúra* teszi igazán érdekessé: az állam és a magán befektetők viszonya, mint tulajdonostársak. Magyarországon 2007-ben terítékre került az úgynevezett „*Új tulajdonosi program*”, amely állami vállalatok tőzsdére lépését irányozta elő. A 2007-2008-as pénzügyi-válság<sup>12</sup> azután olyan tőkepiaci környezetet teremtett, amely nem volt alkalmas a program lebonyolítására, így az ahhoz kapcsolódó politikai viták ironikus módon a piaci krízisben oldódtak fel. Mindazonáltal a vegyes tulajdonosi struktúra igazán érdekes *corporate governance* kérdéseket vet fel az állam irányítási jogainak és a magán befektetők jogainak viszonylatában.<sup>13</sup> Sőt, az állami szerepvállalás konkrét funkciót is betölthet, mint amilyen az ellenséges vállalatfelvásárlással szembeni védelem (*takeover defence*). Ilyen megfontolásból gyakorol irányítást például *Alsó-Szászország* egy jelentős részvényblokk tekintetében a *Volkswagen* autógyár tulajdonosi struktúrájában (és egyúttal kizárja, hogy más tulajdonosok 20%-nál nagyobb arányban szerezzenek szavazati jogokat.)<sup>14</sup>

b) *A társaság ügyvezetése, tulajdonosai, munkavállalói és más érintettek közötti relációk* – A *corporate governance* a társaságot irányító vezető tisztségviselők és menedzserek tevékenységi körében realizálódik, hatásai pedig érintik a befektetőket (tulajdonosokat), munkavállalókat, hitelezőket, fogyasztókat, és a társadalom egyéb érintettjeit.

Ebből adódóan a *corporate governance* (jog) technikai keretei többféle megoldásra is összpontosulhatnak e relációk meghatározása és alakítása során. Először is rendelkezhetnek bizonyos strukturális intézményi kereteket szükségességéről, amelyek a korszerű vállalatirányítás nélkülözhetetlen kellékei. Egyik részről külső intézményi keretekre gondolunk, amilyenek a bíróságok, hatóságok és pénzügyi felügyelet (például az *amerikai Securities&Exchange Commission*). Másik részről a vállalat belső struktúrájában működtetett intézmények rendszerére gondolunk, amilyenek az ügyvezető testületek lehetséges modelljei, az ellenőrzés belső (pl. felügyelő bizottság és egyéb bizottságok) és külső (pl. könyvvizsgáló) szervei.

---

<sup>12</sup> Lásd KIRÁLY, Júlia – NAGY, Márton – SZABÓ E., Viktor, Egy különleges eseménysorozat – a másodrendű jelzáloghitel-piaci válság és hazai következményei, *Közgazdasági Szemle* (2008) július-augusztus, 573-621. old.

<sup>13</sup> Lásd OECD *Guidelines on Corporate Governance of State-owned Enterprises*, 2005. szeptember, 1-52. old.

<sup>14</sup> Lásd EDWARDS, Vanessa, *The Directive on Takeover Bids – Not Worth the Paper It's Written On*, *European Company and Financial Law Review* (2004) Vol. 1. 429. old.

A különböző bizottságok növekvő szerepét hangsúlyoznunk kell, különösképpen a *javadalmazási-, a kinevezési- és az audit-bizottságokét*.<sup>15</sup>

A tulajdonosi joggyakorlás szabályainak lefektetése több szempontból is jelentős lehet. Gondoljunk csak például a társaság feletti kontroll megszerzésének és gyakorlásának szabályaira (pl. az úgynevezett kizorítási jog – *squeeze out right*), illetve az individuális részvényesi jogok és a kisebbségi jogok gyakorlásának biztosítására.

Nem elhanyagolható a *corporate governance* viszonylatában az ügyvezetés (és menedzsment), illetve a részvényesek közötti kapcsolat sem. A közzétételi kötelezettségek az ügyvezetést a működés szempontjából jelentős információk befektetőkkel való megosztására kötelezik, ugyanakkor bizonyos döntések meghozatala a részvényesek közgyűlésének hatásköre. A részvényesek emellett lehetnek domináns (irányító) státuszban, amilyenek a nagy részvényblokkok tulajdonosai (*blockholders*),<sup>16</sup> illetve kisebbségi státuszban (*minority shareholders*),<sup>17</sup> akik védelemre szorulhatnak a menedzsment és a többségi tulajdonos túlkapásaival szemben.<sup>18</sup>

A hitelezővédelem, a fogyasztóvédelem, illetőleg a munkavállalók védelmének szempontjai a különböző jogrendszerekben más és más jogterületek körében nyerhetnek jelentőséget (pl. társasági jog, polgári jog, reklámjog, versenyjog, munkajog stb.) Itt azonban az üzleti érintkezés olyan széles spektrumához értünk, amelyek közül némelyek rendelkeznek, míg mások nem rendelkeznek *corporate governance* karakterrel. Például a polgári jog termékfelelősségi intézményei „felpattinthatják a kötelelem relatív szerkezetét” a fogyasztó és előállító között, de a termékfelelősség intézményét mégsem tekinthetjük a felelős társaságirányítás szempontjából relevánsnak, legfeljebb nagyon távoli analógiával. Ezzel szemben a *whistleblower-védelem*, –vagyis a társaság munkavállalóinak védelme olyan esetben, amikor azoknak információt kell szolgáltatniuk a társasággal szemben bírósági eljárás során– kifejezetten releváns lehet a szűkebb értelemben vett *corporate governance* területén is, olyannyira, hogy e témakör a 2002-es vállalati botrányokat követő reformok után sem maradt érintetlenül. A relációk körének besorolása sokszor mégsem lehet teljesen egyértelmű. A horizontális és vertikális kartellek jelenségek (a versenyjog helye) példának okáért egy kifejezetten érdekes kérdés, miután azt a szakmai álláspontok jelentősebb része a *külső-corporate governance* területéhez sorolja, de mint ilyen, az igazán karakteres és célirányos *corporate governance* jogalkotásnak nem része. Ugyanakkor az anyavállalatok leányvállalatokkal fennálló relációi (konszernjog) elsődleges jelentőséggel rendelkeznek a felelős társaságirányítás területén; a 2002-es vállalati botrányok és a 2007-2008-as pénzügyi válságot kiváltó hanyag irányítási modellek egyaránt a leányvállalatokkal történő manipulációkon alapultak.

Az érintettek köre természetesen jóval szélesebb is lehet. Amennyiben ezeket tekintjük, úgy végső soron eljuthatunk olyan új tudományterületekig, amelyek meghaladják a *corporate governance* terjedelmét. Ilyen terület a *Corporate Social Responsibility*

---

<sup>15</sup> Lásd JUNGSMANN, Carsten, *The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems*, *European Company and Financial Law Review* (2006) Vol. 3. 466-467. old.

<sup>16</sup> Lásd BEBCHUK, Lucian Erye – ROE, Mark J., *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*, *Stanford Law Review* (1999. november) Vol. 52. 129. old.

<sup>17</sup> Lásd ROE, Mark J., *German Codetermination and German Securities Markets*, *Columbia Journal of European Law*, (1999) Vol. 5. 200. old.

<sup>18</sup> Lásd OQUENDO, Ángel R., *Breaking on Through to the Other Side: Understanding Continental European Corporate Governance*, *University of Pennsylvania Journal of International Economics Law* (2001) 1003. old.

(CSR), amely a társaságok tágabb értelemben vett társadalmi felelősségével foglalkozó tudományág.<sup>19</sup>

*c) A profitorientált működés törvényes, etikus, ésszerű, hatékony és társadalmi szinten is hasznos megoldásai* – A profitorientált működés kiemelése a részünkről igen szubjektív nézőpontot tükröz. Sokan vitába szállnának velünk, állítva, hogy a *corporate governance* a *nonprofit* működés szempontjából sem megkerülhető jelenségkör. Természetesen igazuk van. Azonban nem szabad elfelejteni, hogy a *corporate governance* felértékelődésére és valódi karakterének kialakulására az etikátlan profitszerzés elleni küzdelem folyamatában került sor.

A *törvényesség* szempontjai nem igényelnek túlságosan bő magyarázatot. A jogszabályok betartása nélkül a társaságok irányítási szisztémája *per definitionem* nem lehet felelős. Ebben a tekintetben a törvényes működés egy garanciális, de az *etikus* működésnél szűkebb aspektus. *Nizsalovszky Endre* –más szempontból vitathatóan általánosító– szavai ebben a tekintetben helytállóak: „*a jog az erkölcs minimuma.*”

Az üzleti *etika* már lényegesen összetettebb kérdéskör, minthogy annak határai rendszerint az eredmények tükrében körvonalazódnak. Például a társadalmi hasznosság szempontjából feltétlenül *etikusnak* számít a globálisnak tekinthető társadalmi és ökológiai nehézségek megoldásában való szerepvállalás. Az erre elkülöníthető források azonban a gazdasági prosperitás függvényei. Emiatt a társaságok ilyen irányú szerepvállalásának megítélése csakis szubjektív lehet. Másik részről egy felelőtlen pénzügyi irányításon alapuló *pénzügyi performance* akár még sikeres is lehet – különösen rövidtávon. Mégsem tekinthető *etikus* magatartásnak a társaságok vagyoni eszközeivel történő hazárdjáték, hiszen az a befektetők és a hitelezők potenciális megkárosításának veszélyét (és egyéb veszélyeket) rejt magában. A 2007-es amerikai másodlagos jelzáloghitel piaci (*subprime*) válság „egzotikus” pénzügyi konstrukciói remek példát szolgáltatnak: a nagyobb haszon elérése (amely végső soron befektetői érdek) túlzott kockázatvállaláshoz vezetett.

Az *ésszerűség* és a *hatékonyság* inkább közgazdasági, mint jogi kategóriák. E két követelmény nem is választható el egymástól, hiszen a hatékony működés a gazdasági teljesítmény függvényében válik ellenőrizhetővé, azonban ésszerű megoldásokon kell alapulnia. A kockázatkezelés szerepe felértékelődik és felmerül a szakértői szféra fokozott felelőssége, mivel a posztmodern társaságirányítás krízishelyzeteiben többször is elégtelenre vizsgáztak. A 2007-es amerikai *subprime-krízis* egyik döntő szegmense a hitelminősítők kollektív kudarca, az ingatlanportfoliók értékfelmérésének irrealitása és a könyvvizsgálók szervilis magatartása. Úgy gondoljuk, hogy ez a 2002 után hatályba lépett amerikai és európai reformokat követően még inkább elgondolkodtató, miután a könyvvizsgálói szakma már 2002 előtt is a vállalati krízisek kulcsszereplőjének számított.

A *hatékonyság* szempontjai emellett gyakran keverednek a profitmaximálás szempontjaival. A kérdés rendkívül bonyolult, hiszen a profit növelése egyik részről a profitorientált működés alapja, másik részről viszont érzékelhető tendencia, hogy a rövid távú szempontok szinte minden esetben megelőzik a hosszú távú szempontokat és stratégiai léptékek helyett a negyedéves és éves számviteli periódusokban

---

<sup>19</sup> Lásd WOOD, Donna J., *Corporate Social Performance Revisited*, *Academy of Management Review* (1991) Vol. 16. No. 4. 691-718. old.

gondolkodnak a vállalat menedzserek. E jelenség alapjairól<sup>20</sup> azonban csak később fogunk szót ejteni.

A *társadalmi hasznosság* olyan témakör, amelyről a későbbiekben bővebben ejtünk szót, hiszen annak kiterjedtebb értelmezése elvezet bennünket azokhoz a –tudományos elméletekkel egyre inkább megalapozott– álláspontokhoz, amelyek a felelős társaságirányítást elhelyezik egy kiterjedtebb felelősségi rendszerben és összekapcsolják a *corporate social responsibility (CSR)*, a *sustainable development (vagy sustainable evaluation)*, és az *ökológikus gondolkodás* területeivel.

d) *A jogszabályok, a piac és az üzleti szféra önszabályozó mechanizmusai*– A *corporate governance* kizárólag abban az esetben tölthet be jelentős szerepet, ha a megfogalmazott célok kellőképpen kidolgozott szabályrendszeren alapulnak. A jogelméleti és gyakorlati megközelítés időről időre visszajut ahhoz a kérdéshez, hogy a társaságok felelős magatartásának kitünőbb motivációját a kötelező jogszabályi háttér jelenti-e, avagy a vállalatok önszabályozó mechanizmusai, illetve a piacok által szankcionált „puhajog” (*softlaw*) keretei. A vita abban a tekintetben semmiképpen sem tekinthető eldöntöttnek, hogy a nagy társaságirányítási rendszerek (USA, EU, Japán, stb.) a megoldások vegyes rendszerét alkalmazzák, abban viszont lényeges a különbség, hogy milyen túlsúllyal. A legjobb példa erre a 2002-es vállalati botrányokat követő reformok tartalma, amelynek tárgykörei egybeesnek, de az Egyesült Államok szigorú szankciókat alkalmaz olyan esetekben, amelyekre nézve az EU kötelező erő nélküli (*comply or explain*) tagállami ajánlásokkal is beéri. A helyzet még árnyaltabbá válik, ha tekintetbe vesszük, hogy az Unió tagállamai eltérő megközelítésben alkalmazzák az ajánlásokat. Emellett hangsúlyoznunk kell, hogy az ilyen *softlaw* csekély kényszerítő ereje a piac szankcióiban rejlik. A piacok azonban eltérő jelentőségűek, hiszen nem hasonlítható össze példának okáért a Londoni *Értéktőzsde* és a *Budapesti Értéktőzsde* Európában betöltött szerepe. Noha mindkét piac rendelkezik a saját ajánlásaival (*Combined Code on Corporate Governance, illetve BÉT Felelős Társaságirányítási Ajánlások*), be nem tartásuk esetében az erősebb tőzsdével történő konfrontáció természetesen erősebb visszatartó erőt jelenthet, míg a súlytalan piacok voltaképpen önmagukat büntethetik, ha a nagyvállalatokkal konfrontálódnak.

Mivel a *kötelező jogszabályok versus önszabályozó mechanizmusok* vitáját az imént fontos kérdésnek minősítettük, nem lenne elegáns megoldás, ha kikerülnénk az állásfoglalást. A vállalati botrányok tanulsága véleményünk szerint az, hogy a kötelező erejű rendelkezések megfelelő tartalma és e tartalom szigorú betartatása jelenthet kellő visszatartó erőt a csalárd magatartástól. Amennyiben figyelembe vesszük, hogy a vállalati csalások során sokszor még a kötelező jogszabályi rendelkezések is áthágásra kerülnek, ha az üzleti érdek úgy kívánja, akkor elképzelhetjük, hogy milyen csekély garanciát rejt az önszabályozás belső indíttatása, avagy a piac közvetett szankciói. Másik részről fontos az is, hogy a jogszabályok tartalma kellőképpen átfogó és konkrét esetben alkalmazható legyen, hiszen a vállalati botrányok másik fontos tanulsága, hogy azok az úgynevezett „szürke szférában” játszódnak le a *legalitás* és az *illegalitás* határán. Olyan jogszabályok kijátszására gondolunk, amelyek alkalmazásának tekintetében maga a joggyakorlat sem képvisel egységes álláspontot, amelyek megkerülése nem okoz nagy erőfeszítést, és amelyek önmagukban sem túlzottan

---

<sup>20</sup> Az elsődleges indokot a vezetői javadalmazást ösztönző részvényár maximáláson alapuló, rövid távú, pénzügyi beszámolási kötelezettségen alapuló felfogásban látjuk, amely hosszabb távon ellehetetleníti a stratégiai léptékekben történő gondolkodást.

szigorúak. Az Egyesült Államokban például az Általánosan Elfogadott Számviteli Alapelvek (*Generally Accepted Accounting Principles*) nem konszolidálandó pénzügyi beszámolókra vonatkozó szabályai meglehetősen nagy teret engedtek a 2002-es vállalati botrányok érintettjeinek arra, hogy leányvállalataikkal összejátszhassanak. Ehhez hasonlóan gyenge keretszabálynak tekinthető az EU *transzparencia (2004/109/EK) irányelve* a közzétételi és a beszámolási kötelezettség tekintetében, tekintve, hogy utat enged a semmit mondó információk nyilvánosságra hozatalának és a társaságok által rugalmasan értelmezhető előírásoknak.

### 3) A *corporate governance* tudományos területei

A felelős társaságirányítás tudományos besorolása két nézőpontból is lehetséges. Egyik részről tekinthetjük bizonyos tudományterületek részének (mint amilyen a jogtudomány, a közgazdaságtan, esetleg gazdaságfilozófia), másik részről – megnövekedett jelentőségénél fogva – úgy is tekinthetünk rá, mint önálló, *multi- és interdiszciplináris* tudományterületre.

A magunk részéről mi ez utóbbi megközelítést választjuk. A *corporate governance* területét –sőt annak elemeit– amúgy is átfogja az *interdiszciplinaritás* kiterjedt szférája. Gyakran tapasztalhatjuk, hogy ez a jelenség tévútra vezetheti azokat a szakembereket, akik hajlamosak a *corporate governance* témakörét szűk aspektusként értelmezni, avagy kimondottan csak a saját szakterületük alrendszerének tekinteni.

Miután ezt a hibát a magunk részéről igyekszünk elkerülni, nem tehetjük meg, hogy legalább röviden szót ne ejtsünk a *corporate governance* tudományági kapcsolatairól, amelyek e szerteágazó jelenségkörön belül összekapcsolódnak.

A *közgazdaságtan* a *corporate governance* gazdaságtudományi háttéranyagát képezi. Amennyiben tágan értelmezzük a társaságirányítás aspektusait, úgy megállapíthatjuk, hogy az összefüggések a közgazdaságtan számos területére kiterjednek. Szűkebb értelemben ki tudunk emelni olyan szegmenseket, ahol az összefüggés sokkal közvetlenebb és a jelentősége is kézzelfoghatóbb.

a) A közgazdaságtan és annak kapcsolódó segédtudományai közül három olyan területet emelhetünk ki, amelyek a *corporate governance* témakörével szorosabb összefüggést mutatnak: a vállalati gazdaságtant, a pénzügytant és a számvitelt. A vállalati gazdálkodás és szervezés tudományos megközelítése a *corporate governance* egyik legalapvetőbb diszciplínája, hiszen a társaságok felelős irányítása csak megfelelő szakmai ismeretek birtokában lehetséges. A pénzügytan kiemelkedő jelentőséggel rendelkezik a vállalatok pénzügyi menedzsmentjének vonatkozásában, illetve a tőkepiaci erőter működési elveinek tanulmányozásában, tekintettel a társaságok által gyakorolt befektetési stratégiára, valamint a nyilvános tőzsdei működés közgazdasági aspektusaira. A számvitel jelentősége a társaságok könyvelési és könyvvizsgálati gyakorlatában realizálódik, de a legnagyobb vállalati csalások végrehajtói szinte kivétel nélkül megszegték (vagy kiterjesztően értelmezték) a rájuk vonatkozó számviteli alapelveket és standardokat.

b) A jogtudománynak több fontos részterülete (jogága) állapít meg szabályokat a *corporate governance* vonatkozásában. Ezek közül a legfontosabb jogterület a társasági jog, hiszen a társasági normák határozzák meg a vállalatok belső kontraktuális

kapcsolatait, de a külső jogviszonyok tekintetében is lényeges rendelkezéseket tartalmaznak. A vállalatok munkavállalói és vezető tisztségviselői a munkajog szabályanyagán –munkajogi normákon– keresztül is kapcsolódnak a társaságokhoz, így a munkajog a *corporate governance* irányából is „határos a társasági joggal”.<sup>21</sup> A tőkepiaci jog jelentőségét amiatt hangsúlyozzuk, mert a *corporate governance* egészen sajátos arculatot nyer a tőzsdéi társaságok vonatkozásában – nem utolsó sorban a szélesebb tulajdonosi struktúrájának köszönhetően. Emellett a vállalatok vagyongazdálkodásának felelős gyakorlata is a tőkepiaci jogi normákhoz igazodik. Tágabb értelemben természetesen számos magánjogi jogterület kapcsolatát feltárhatjuk a *corporate governance* jelenségkörével, hiszen a törvényes és etikus korporatív magatartásnak reklámjogi, versenyjogi, kereskedelmi jogi keretei is vannak, míg a polgári jog, mint háttér-joganyag, ott rejtőzik minden magánjogi jogviszony mögött.

c) A *corporate governance* kiterjedt kapcsolatokkal rendelkezik más<sup>22</sup> modern, multi- és interdiszciplináris tudományterületekkel. Ezek közül a legfrekvenciáltabb talán a *Corporate Social Responsibility (CSR)*, amely a vállalatok társadalmi felelősségével foglalkozó tudomány. A *corporate governance* és a *CSR* dogmatikai elhatárolásának kérdésében nem foglalunk állást, tekintve, hogy az álláspontok egy része a *corporate governance* területét a *CSR* részterületének tekinti. Annyit mindenképpen érdemes megjegyeznünk, hogy amennyiben a *CSR* a teljes *corporate governance* jelenségkört felölelné, valamint ugyanezt tenné a vállalatok társadalmi felelősségével összefüggésbe hozható egyéb (társadalom- és természettudományi) területekkel, akkor e tudományág határai valószínűtlenül alaktalanok és kiterjedtek lennének. Ebből kiindulva úgy foglalunk állást, hogy a *corporate governance* és a *CSR* bizonyos területeken átfedéseket mutat, de ugyanazokat a jelenségeket eltérő aspektusból kell, hogy szemlélje. Emiatt a két tudományterület közötti tapasztalatcsere fontossága felértékelődik, miáltal egyik a másikat gazdagíthatja. Közös vonás a két tudomány között, hogy mindkettőnek jelentős irányzatai indultak magából a korporatív szektorból. Emiatt gyakori vád, hogy a *CSR* és a *corporate governance* nem egyéb, mint a vállalati szféra önkorlátozásának látszata, melynek valódi célja a határozottabb külső kontroll elkerülése. Munkánk soron következő részeiben igyekszünk majd rámutatni arra, hogy ez így nem igaz, de az önszabályozás koncepciójának igenis megvannak a veszélyei. Úgy gondoljuk, hogy a hatékony önszabályozási struktúrák *csak organikus* fejlődés eredményeként és *csak garanciális* jogszabályi környezetben alakulhatnak ki.

#### 4) Terminológiák a felelős társaságirányítás területén

A *corporate governance* angolszász tradíciói feltételezik, hogy annak terminológiája nagyobbik részben támaszkodjon az angol nyelvű szakkifejezésekre. Emiatt tartjuk fontosnak, hogy sort kerítsünk néhány angolszász szakkifejezés pontosabb körülhatárolására. Ugyanis ezeknek vannak bár „hivatalos” magyar megfelelői, de ezek nem mindig pontosak és sokszor a fordításban elvesznek a lényeges árnyalatok is.

<sup>21</sup> Lásd PAPP, Tekla – RÚZS MOLNÁR, Krisztina, *A társasági jog és a munkajog határán – A vezető tisztségviselők és a vezető állású munkavállalók jogviszonyának létesítésére vonatkozó szabályozás áttekintése*, Jogtudományi Közlöny (2010) No. 2. 59-71. old.

<sup>22</sup> Tekintve, hogy magát a *corporate governance* jelenségkörét is ilyennek véljük.

Legelőször kezdjük magával a *corporate governance* fogalmával. A kifejezés tükörfordításban egyszerűen *vállalatirányítást* jelentene, nagyon pontosan *vállalati kormányzatot*. A magyarországi szakmai alkalmazás azonban megtoldotta a „felelős” szóval (*felelős vállalatirányítás*), miután az angolszász használatban a *corporate governance* kifejezés többnyire eleve árnyalt normatív tartalmat hordoz, vagyis a megfelelő megoldásokra utal. Ez még akkor is így van, ha néha maga az angolszász terminológia is megtoldja bizonyos jelzőkkel, mint „*poor*” *corporate governance* (hanyag vállalatirányítás), illetőleg „*good*” *corporate governance* (jó vállalatirányítás). A kifejezés magyar használatának súlypontja napjainkra a vállalat szót lecserélte a társaság kifejezéssel. Miután a „*corporation*” szó magyar alkalmazhatósága érezhetően nem jelenthet többet *korporációnál*, ezért szükséges eldönteni, hogy a vállalat vagy a társaság terminus rendelkezik e nagyobb kifejező erővel a vizsgált jelenségkör vonatkozásában. E tudományterület magyarországi megjelenésekor egyértelműen az előbbi dominált. A későbbiek folyamán a társaság kifejezés használata vált elterjedtebbé, így munkánkban mi is inkább ezt használjuk. Az említett folyamatot jól illusztrálja, hogy a *Budapesti Értéktőzsde (BÉT)* 2002-ben kezdte meg a *Felelős Vállalatirányítási Ajánlások* kidolgozását a jegyzett társaságok számára. Az ajánlások elnevezése a későbbiekben *Felelős Társaságirányítási Ajánlásokra* módosult, alátámasztva e kifejezés helytállóságát.<sup>23</sup>

Az elnevezésben bekövetkező változás háttérében hangsúlyos motivációt jelentett, hogy az *Amerikai Kereskedelmi Kamara Magyarországon (American Chamber of Commerce in Hungary – AmCham)* szintén áttért a felelős társaságirányítás kifejezés használatára, míg korábbi állásfoglalásának elnevezése „*Versenyképességünk egyik tartópillére a felelős vállalatirányítás*” volt.<sup>24</sup>

A jogi és közgazdasági szakirodalomban a *corporate governance* plasztikusabb fordítására több szellemes megoldás is született, amelyek túlmutatnak a tükörfordítások szűkös keretein. Angyal Ádám 2001-ben megjelent monográfiája például a szellemes „*Vállalati kormányzás*” kifejezést használja, amely a *governance* szó eredeti jelentéséhez közelebb is áll az irányításnál.<sup>25</sup>

Végezetül fontos megjegyezni, hogy a *corporate governance* kifejezés olyannyira elterjedtnek számít, hogy nem tekinthető helytelennek, ha az idegen nyelvi szövegek környezetben is változatlan formában szerepel. Remek példa erre, hogy a német felelős társaságirányítási ajánlások, amelyek a *Gerhard Cromme* által vezetett Bizottság munkájának eredményeként születtek *Deutsche Corporate Governance Codex* néven léptek hatályba. Ez a globális tendenciákra és az üzleti szféra amerikanizálására is utal, de erről a folyamatról csak a későbbiekben fogunk majd szót ejteni.

A társaságok irányítási rendszerében kiemelkedő szerepet tölt be az ügyvezető testület, amely a két klasszikus irányítási modell (angolszász és német) alapján *igazgatóság*, illetve *igazgatótanács* is lehet. Az angolszász országok gyakorlatában egységesen a *board of directors* (röviden *board*) kifejezést használjuk mindkét esetben, amennyiben pedig az igazgatóság mellett a német (kétszintű) modell esetében működő felügyelő bizottságra utalnak, úgy a *supervisory board* kifejezést alkalmazzák. A német jog az igazgatótanács intézményét nem alkalmazza. Az ügyviteli szerv megjelölésére a német

<sup>23</sup> Lásd *A BÉT Felelős Társaságirányítási Ajánlása*, elérhető: <http://www.bet.hu/topmenu/kibocsatok/tarsasagiranyitas>

<sup>24</sup> Lásd PAPP, Tekla, *Corporate Governance – Társaságirányítási Rendszerek*, in ACTA CONVENTUS DE IURE CIVILI TOMUS X. (Kia. Szabó Imre, Szerk. Papp Tekla, SZTE-ÁJK, Szeged, 2009) 186. old.

<sup>25</sup> Lásd ANGYAL, Ádám, *Vállalati kormányzás – Corporate Governance* (Aula Kiadó Kft. 2001), 1-320.

jogtudományban egységesen a *Vorstand* kifejezés szolgál, míg a részvénytársaságok esetében kötelezően megalakítandó felügyelő bizottság elnevezése *Aufsichtsrat*.<sup>26</sup>

Az angolszász társaságok élén álló *CEO* (*Chief Executive Officer*) kifejezés magyar megfelelője szintén körülhatárolást igényel, miután annak köznyelvi használata eltér a jogi szaknyelv pontosabb megközelítésétől. A *CEO* ugyanis a köznyelvben elnöke-vezérigazgatóként és vezérigazgatóként kerül használatra, de ez nem tekinthető teljesen szavatos fogalom-meghatározásnak. Az igazgatóság, illetve az igazgatótanács élén álló *CEO* ugyanis a magyar társasági jog terminológiája szerint nem *vezérigazgató*, még akkor sem, ha a társaság belső munkajogi struktúrája esetleg ezt a titulust használja. Társasági jogi értelemben ez azért nem helytálló, mert a *vezérigazgató* kifejezést a magyar társasági törvény a zártkörűen működő részvénytársaságok egyszemélyi vezetésére alkalmazza. Ugyanakkor a *CEO* nem azonosítható a társaság *elnökével*, hiszen ő az operatív irányítás letéteményese. A pontos körülhatárolhatóság hiányában egyre többször találkozunk azzal a jelenséggel, hogy a vezérigazgató helyett a magyar üzleti zsargon is a *CEO* kifejezést használja.

Ezzel szemben az angol és az amerikai megközelítés sem esik teljesen egybe a *CEO* kifejezést illetően. Ugyanis az Egyesült Államokban a *CEO* egyszerre az igazgatótanács feje és a vállalat *elnöke*. Ezzel szemben az Egyesült Királyságban a *Combined Code on Corporate Governance* rendelkezéseivel összhangban, a *CEO* és az *elnök* személye nem eshet egybe. Így a két nagy angolszász *corporate governance* alrendszerben ugyanaz a terminológia lényeges eltéréssel alkalmazandó, noha a *CEO* gyakorlati funkciója (az operatív irányítás fejeként) kétségkívül egy és ugyanaz. A *CEO* kifejezés mellett természetesen nagyon divatosak az egyéb hárombetűs mozaikszavak. Az igazgatóság témakörében ilyen a *Chief Financial Officer (CFO)* is, aki a társaság pénzügyi vezényletéért felelős igazgató.

A társaság tulajdonosi struktúrájának, a részvényeseknek és a hozzájuk kapcsolódó kifejezéseknek szintén széles terminológiai skálája van, amelyet érdemes ebben a részben áttekinteni. A „részvényes” (*shareholder*) a társaság tulajdonosa, aki tagsági jogait nem feltétlenül gyakorolja teljes terjedelemben, de befektetői minősége minden esetben fennáll. A „részvényesek közgyűlése” a *general meeting*, vagyoni érdekeik részfényárbeli manifesztációja az úgynevezett részvényesi érték, a *shareholder value*,<sup>27</sup> míg a társaságok működésének kontraktuális társasági jogi megközelítésben a „részvényesi jólét” a célja, amelyet az angolszász *shareholder wealth* szakkifejezés takar. (Kontraktuális megközelítésben ez a részvényesek és a menedzsment közötti konszenzus alapja.)<sup>28</sup>

A részvényesek tulajdonosi státusza gyakran csak közvetett státusz. Ennek oka, hogy csak „befektetőként” (*investor*) tulajdonolnak értékpapírt. Ez gyakran valamely pénzügyi intézet (pénzügyi alapkezelő, bank stb.) közvetítésével történik, így elválhat egymástól az, akinek az érdekében a befektetés ténylegesen létrejött, illetve regisztrált tulajdonosként maga az alapkezelő. Emiatt az angolszász terminológia elkülöníti

---

<sup>26</sup> Lásd JUNGSMANN, Carsten, *The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems*, European Company and Financial Law Review (2006) Vol. 3. 432-435. old.

<sup>27</sup> Lásd BLACK, Andrew – WRIGHT, Philip – BACHMAN, John E. – DAVIES, John, *Shareholder Value – Az értékfókuszú vállalatirányítás – Részvényesi Érték*, (KJK-KERSZÖV Jogi és Üzleti Kiadó Kft. 1999), 1-310. old.

<sup>28</sup> Lásd KLAUSNER, Michael, *The Contractarian Theory of Corporate Law: A Generation Later*, The Journal of Corporation Law (2005-2006) Vol. 31, 779-780. old.



egymástól a kedvezményezett (érdekelt) részvényes (*beneficial holder*) és a regisztrált részvényes (*registered holder*) kategóriákat.

A részvények nyilvános vételi ajánlattal történő ellenséges felvásárlása az úgynevezett *hostile takeover*, amely tükörfordításban ellenséges hatalomátvételt jelent és arra irányul, hogy egy ellenséges ajánlattevő társaság (*bidder*) az értékpapírokat valamely szabályozott piacon (*regulated market*) felvásárolva szerezzen szavazattöbbséget egy „cél-társaságban” (*target company*), majd ennek segítségével eltávolítsa annak menedzsmentjét és saját irányítást ültethessen a helyébe. A cél-társaság menedzsmentje ilyen esetben természetesen védekezni próbál a támadás ellen. Terminológiai szempontból a takeover-védelem (*takeover defense*) meglehetősen érdekes szakkifejezéseket rejt. Magát a takeovert az amerikai üzleti jogi szakzsargon szellemesen a „medve ölelésének” (*bear’s hug*) nevezi.<sup>29</sup> A takeover elleni védekezési stratégiáknak számos alakzata ismert, amelyeknek színes és fantáziadús elnevezésére tekintettel néhányat meg is említünk ezen a helyen. A saját részvények gyors és nagyarányú felvásárlását *pacman stratégiaként* ismerjük. A társaság valamely nagy értékű részvény portfóliójának feláldozása az úgynevezett „koronaékszer stratégia” (*crown jewel strategy*). A társaság érdekében közbelépő barátságos korporatív beavatkozás az úgynevezett „fehérlovás stratégia” (*white rider strategy*). Végezetül a társaság menedzsmentjének elbocsátása során alkalmazott csillagászati összegű juttatások rendszerét „aranyejtőernyőnek” (*golden parachute*) nevezzük. A vállalatfelvásárlások szempontjából kiemelkedő jelentősége lehet az egyenlő feltételeket biztosító piac megteremtésének. Az egyenlő feltétel kifejezésének –a magyar nyelvűnél ebben az esetben plasztikusabb– terminológiája az úgynevezett *level playingfield*, vagyis az „egyenletes játéktér.” Ez arra a piaci környezetre utal, ahol a szereplők egyenlő feltételekkel találkozhatnak az üzleti tevékenység során.

Legvégül érdekes szakkifejezéseket találunk a vállalatok vonzáskörzetében. A társaság működését segítő külső szakértők az angolszász üzleti terminológia alapján a „kapuőrök”, vagyis *gatekeepers*.<sup>30</sup> A társaságnak „leányvállalata” is lehet (*affiliate*), amely az Egyesült Államokban gyakran valamely speciális célra jön létre (előfordul, hogy kizárólag az üzleti partner szerepét tölti be),<sup>31</sup> így speciális célú jogalanynak számít (*special purpose entity*, vagy *special purpose vehicle*).<sup>32</sup>

5) Corporate Governance – korporatív divatcikkek, avagy garanciális jelentőségű intézmények?

A fenti gondolatmenetet követve megismerkedhettünk a *corporate governance* területének bizonyos alapfogalmaival, illetve megkíséreltük körülhatárolni, hogy tágabb értelemben milyen témaköröket fed át a felelős társaságirányítás, mint *interdiszciplináris* tudományterület. A gyakorlati alkalmazás szempontjából azonban nem kerülhető meg egy –amúgy igen kínos– kérdésselvetés, nevezetesen: a *corporate*

---

<sup>29</sup> SHAW, Richard A., *Hostile Takeover Bids: Defensive Strategies*, Alberta Law Review (2000-2001) Vol. 38. 113. old.

<sup>30</sup> Lásd COFFEE Jr., John C., *The Attorney as Gatekeeper: An Agenda for the SEC*, Columbia Law Review (2003) Vol. 103, 1296-1299. old.

<sup>31</sup> Lásd WESTBROOK, David A., *Corporation Law After Enron: The Possibility of a Capitalist Reimagination*, Georgetown Law Journal (2003-2004) Vol. 92. 76-77. old.

<sup>32</sup> Lásd AGUIRRE, Garry J., *The Enron Decision: Closing the Fraud-free Zone on Errant Gatekeepers*, Delaware Journal of Corporate Law (2003) Vol. 28. 453-459. old.

*governance* intézményrendszere a vállalatok újabb divatirányzata-e, vagy pedig fontos és garanciális jelentőségű (jogi, etikai és gazdasági) intézmények összessége?

A kérdésfelvetés sajnos nagyon is időszerű, hiszen a 2007-2008-as pénzügyi-válság rámutatott arra, hogy a korábban látványosan megreformált társaságirányítási területek (pl. könyvvizsgálat, javadalmazás, belső kontroll-mechanizmusok) újra kudarcot vallottak –még hozzá a korábbi krízishelyzetek kontextusában– a korábbiakhoz nagyon is hasonló módon.

A reformok indíttatása kettős. Egyik részről társadalmi, majd abból eredően törvényhozói nyomásra születtek, másrészt a vállalati szféra önszabályozó mechanizmusainak köszönhetőek. Hatékonyságukat tekintve megállapíthatjuk, hogy mindkét kategóriában találunk jobban és rosszabbul sikerült elgondolásokat. Ennek hangsúlyozását azért tartjuk fontosnak, mert rámutat arra, hogy nincs értelme fekete és fehér választ keresni az *önszabályozás versus jogszabályalkotás kérdéskörben*. Még abban az esetben sem, ha végül mégis kénytelenek leszünk állást foglalni.

Az Európai Unió példának okáért magas színvonalú szakértői háttérével kitűnő elgondolásokat tudott felvetni a felelős társaságirányítás reformjának során. Ezek közül számos olyan is akad, amely szakmailag kidolgozottabbnak tekinthető, mint az amerikai *Sarbanes-Oxley* reform pár hónap alatt törvényerőre emelkedett rendelkezései. Ezzel szemben az Unió a rendelkezések kötelező erejével (kikényszeríthetőségével) hadilábon áll. Így nehéz állást foglalni abban a kérdésben, hogy bizonyos reformok teljes körű összehasonlítása milyen eredménnyel járna? Ehelyett úgy fest, hogy inkább érdemes arra koncentrálnunk, hogy az egyes gazdasági szuperrégiók törvényhozói milyen jogalkotói potenciállal rendelkeznek.

Azért választjuk ezt a szempontot, mert a globális gazdasági folyamatok a jogintézményeket is nagymértékben közelítik egymáshoz. Emiatt az olyan átfogó területek jogszabályi háttere, mint a *corporate governance*, mutathat ugyan jelentős különbségeket, de ezek tartalmilag nem koncepcionális különbségek és az eltérések jelentősebb része között áthidalhatatlan szakadék nem húzódik. Ezzel szemben nagy különbséget tapasztalunk e jelentős gazdasági erőterek (Európa, Egyesült Államok stb.) struktúrájában, társadalmi környezetükben, valamint politikai rendszerükben. Így a szabályozás indíttatása és egyáltalán a hatékony szabályalkotás képessége ezekben keresendő.

Az üzleti szféra hozzáállását tekintve a helyzet már jóval homogénebb. Részben ugyanazokról a globális nagyvállalatokról van szó, amelyek az adott márkanév alatt világszerte egységes koncepciót képviselnek a társaságirányítás tekintetében. Másrészt a profitorientáció teljhatalma, a kiélezett versenyhelyzet amúgy sem hagy más választást, mint hogy az üzleti érdek elsőbbségének minden körülmények között teret engedjenek.

A szabályozás több rétegét is megkülönböztethetjük az önszabályozástól a jogszabályi regulációkig.

a) Teljes terjedelemben önszabályozónak tekinthető például egy vállalat saját etikai vagy magatartás-kódexe. (A példaválasztásnál megengedjük magunknak, hogy cinikusak legyünk, ezzel is kifejezve szkepticizmusunkat az önszabályozás kontrollmentes terjedelmével szemben : ilyen magatartás-kódex volt az *Enron – Code of Ethics*, 2000 júliusában, amely a vállalat munkavállalóival ismertette a vezetőség irányítási gyakorlatát.)

b) Egy külső üzleti szervezet, vagy állami szerv kiáltványa, állásfoglalása, vagy etikai kódexe, –amely harmadik személyekre vonatkozik– már egy lépés a piaci önszabályozás felé. Ezek közé tartozik például az *American Chamber of Commerce* –

már korábban említett– magyarországi állásfoglalása, „*Versenyképességünk egyik tartópillére a felelős vállalatirányítás*, de ide sorolhatók a közszféra kezdeményezései is, például a *Magyar Nemzeti Vagyonkezelő Zrt.* napjainkban felmerült igénye egy állami vállalatokra vonatkozó etikai kódex megalkotására.<sup>33</sup>

c) Ennél is nagyobb lépés, amikor ezek megsértése konkrét piaci szankciót vonhat maga után (például *comply or explain* alapon a tőzsdei regisztráció törlését az európai tagállami társaságirányítási kódexek esetében). Ilyen ajánlásokat foglal csokorba a *Combined Code on Corporate Governance* az Egyesült Királyságban, valamint a többi európai *corporate governance kódex*.

d) A jogalkotó által alkotott szabályok természetesen nyomatékosabbak, mint az előbbieket, azonban kötelező erővel még ezek sem mindig rendelkeznek. Jó példák az EU jogforrásai közül a társaságirányítási témájú *ajánlások*, például *az igazgatók javadalmazásáról (2004/913/EK)* és *a nem ügyvezető igazgatókról és felügyelő bizottsági tagokról (2005/162/EK)*; illetőleg a vonatkozó irányelvek opcionális rendelkezései, például a *takeover irányelv (2004/25/EK)* áttörési szabálya.

e) Végezetül a legnagyobb kötőerőt a kötelező jogforrások és jogszabályok jelentik. Ezeket az üzleti szféra szereplőinek akkor is be kell tartania, ha másként minden eszközt megragadnának azok megkerülésére. Ebbe a kategóriába tartoznak az EU kötelező jogforrásai (pl. a rendeletek és az irányelvek kötelező tartalmi elemei), illetőleg hangsúlyosan ilyen az amerikai *Sarbanes-Oxley Act*, amely jelentős piaci ellenállással találta szemben magát. Megállapításunk különösen helytállóan bizonyul a társaságok belső kontroll (*internal control*) rendszerére vonatkozó rendelkezések összefüggésében. A társaságirányítás azon –külső jogalkotók által erőltetett– intézményei, amelyek nem rendelkeznek az üzleti szférában átfogó támogatással, a gyakorlatban nehezen alkalmazhatók. Egyik részről lehetséges, hogy ezek költségein takarékoskodni nem kívánó társaságok alkalmazzák, de elsősorban demonstratív jelleggel, másik részről (elsősorban a kisebb vállalkozások) kényszerűen tarthatják csak be őket. Mindkét esetben igaz azonban, hogy a processzuális alkalmazás tartalmilag semmitmondó folyamathoz vezet.

Korábbi állásfoglalásunk alapján mégis újra hangsúlyoznunk kell, hogy az üzleti szféra önszabályozási mechanizmusai olyannyira gyengén szerepelnek a gyakorlatban (*például a 2008-as pénzügyi válság és a javadalmazás összefüggései az American International Group esetében*),<sup>34</sup> hogy szükséges a kötelező jogszabályok szélesebb körének megalkotása és alkalmazása, ahelyett, hogy újabb semmitmondó kinyilatkozásokra kerüljön sor olyan társaságok részéről, amelyek a gyakorlatban éppen az ellenkezőleg tesznek.

És itt jutunk el az álláspontunk szerint legfontosabb kérdéshez: miért tulajdonítsunk túlzott jelentőséget a *deklarációnak* olyan területen, ahol *regulációra* van szükség? Mert az önszabályozó kinyilatkoztatás, a gyenge piaci szankciókhoz történő kelletlen igazodás, illetve az opcionális előírások figyelmen kívül hagyása elsősorban *deklaratív* erővel rendelkezik.

Miért fontos a *reguláció*? A vállalatok bizonyos *deklarációkat* helyzettől függő lelkesedéssel tarthatnak be. Emiatt ezek a kinyilatkoztatások az üzleti érdekektől függően lehetnek fontosabbak vagy jelentéktelenebbek. A jogszabályok betartása ezzel

<sup>33</sup> Lásd 1097/2009(VI.23.) Korm. határozat és Nemzeti Vagyongazdálkodási Tanács 880/2009. (XII.16.) NVT. sz. határozata, mint kezdeményezések a kódex megalkotásának vonatkozásában.

<sup>34</sup> Lásd HALÁSZ, Vendel – KECSKÉS, András, *A siker díja vagy a bukás ára? A vállalati vezetőik javadalmazásának elmélete a pénzügyi válság tükrében*, Jogtudományi Közlöny (2010. április) 180. old.

szemben kötelező. Előfordulhat, hogy a jogszabályt nem tartják be, de ez esetben eljutunk a *számunkérhetőség*, a *jogi felelősség* kategóriájához. Ahhoz a kategóriához, amelyhez önszabályozás irányában nem vezet út, de amely nélkül *felelős* társaságirányítás nem képzelhető el.

Emiatt –visszakanyarodva immár oda, ahonnan kiindultunk– a *corporate governance* intézményrendszere megfelelő jogszabályi háttérrel jelent garanciát. Így lehetőség kínálkozik a körülmények alakítására (de legalábbis befolyásolására). Másként a körülmények alakítják a társaságirányítást, de akkor már nem biztos, hogy *felelős* társaságirányításról beszélhetünk. Ez esetben lehet, hogy a megfelelés csak *divatos kellék*, amely nehezebb helyzetben félretehető.

## II. Részvényesek vs. Érintettek? – Érdekszférák a felelős társaságirányítás területén

### 1) Kik érdekeltek a társaságok működésében?

Az előbbi gondolatmenetünk kísérlet volt arra, hogy körülhatároljuk a felelős társaságirányítás fogalmát. A következőkben arra a kérdésre igyekszünk válaszolni, hogy kiknek az érdekében szükséges a társaságok felelős irányítása?

A vállalati botrányok és a 2007-ben kirobbant pénzügyi válság tanulságai megkárosított befektetők (tulajdonosok) tízezreire irányítják a figyelmünket, akik áldozatául estek a társaságok hanyag irányítási rendszerének, a felelőtlen pénzügyi menedzsmentnek, illetőleg a közzétételi kötelezettségek elmulasztásának (vagy egyenesen a megtévesztésnek.)

Ugyanakkor a 2008-ban kiteljesedő pénzügyi-válság hatására gazdasági válság-tünetek is jelentkeztek, mint például a munkanélküliség növekedése. Emellett a korporatív szféra –azon belül kiemelten a pénzügyi szektor– gyengélkedése visszahatott a gazdasági teljesítőképesség más aspektusaira is. Egyik részről a nemzetgazdaságokat is érzékenyen érintette a krízis, hiszen a bankok megsegítése állami segítségből történt. Ezzel együtt a pénzügyi-válság számos ország fizetőeszközének árfolyamára gyakorolt kedvezőtlen hatást. Másik részről a mikro ökonómiai összefüggések következtében a társadalomra gyakorolt hatás sem elhanyagolható, hiszen a háztartásoktól egészen a vállalkozásokig egyre többen váltak érintetté a hitelválságnak nevezett jelenségben, amely az eladósodás –Magyarországon speciálisan a deviza alapon történt eladósodás– következményeivel járt együtt.

A pénzügyi-válság és a gazdasági dekonjunktúra tünetei ráirányították a figyelmet arra, hogy a fennálló globális ökonómiai struktúra a gazdasági válságtünetek mellett másfajta válságjelenségeket is indukált. Ennek köszönhető, hogy a felmerülő kérdésfelvetések egy része már etikai, ökológiai, vagy társadalmi vonatkozásokat hordozott, amelyek így már túlmutattak a gazdasági válság keretein.

Ez a gondolatmenet rámutat arra, hogy a vállalatok működése nem csak a befektetőket érinti, hanem számos érdekszférát találunk rajtuk kívül is. Az is előfordulhat, hogy a befektetők (tulajdonosok) érdekei adott esetben összeütközésbe kerülnek más érdekekkel, legyenek azok a társaság működési körén *belül*, illetőleg azon *kívül* eső érdekek.

Emiatt fontosnak tartjuk, hogy áttekintsük, milyen érdekekre kell tekintettel lenni a társaságok felelős irányítása során, illetve hogy ismertessük, milyen elméleti háttere van

az egyes érdekek védelmének. Ehhez kapcsolódóan két felfogás ütköztethetünk meg egymással. Egyik részről a részvényesek érdekeinek elsődlegességét hirdető *shareholder primacy* teóriát, másik részről az egyéb érintettek érdekeinek méltányolásán alapuló *stakeholder* teóriát. Az érintettek köre ugyanis a posztmodern keretek között jelentősen kitágult, míg a világ egyre kisebbnek tűnhet a figyelmes szemlélődő számára.

## 2) A *shareholder primacy* teória

A *shareholder primacy* teória mögött a részvényesek érdekeinek elsődlegessége húzódik, amely levezethető a társaságok kontraktuális társasági jogi alapjaiból. Tekintettel arra, hogy az első tőkekoncentrációk megjelenésekor –a kapitalizmus hajnalán– a társaságok érintettjeinek a körét még annyira precízen sem lehetett körülhatárolni, mint napjainkban, egyáltalán nem csodálkozhatunk azon, ha a részvényesek érdekei kerültek fókuszba.

A részvényesek (tulajdonosok) érdekeinek elsődlegessége, mint kiindulópont nagyon is logikusnak mutatkozhatott abban az időben, amikor az első tőke-beruházások korporatív formát öltöttek. Az első részvénytársaságok, mint az angol *Kelet-Indiai Társaság*,<sup>35</sup> vagy a holland *Kelet-Indiai Társaság* ugyanis társasági jogi relevancia szerint értelmezhető,<sup>36</sup> mint szerződésen alapuló konstrukció. A nyugat-európai társasági jogalkotás ez idő szerint szintén a befektetői (tulajdonosi) érdekek védelmére koncentrált, például az Angliában 1719-ben megalkotott *Bubble Act* elítélte és illegálisnak nyilvánította, hogy be nem jegyzett társaságok kerüljenek megalapításra és hogy ennek során az alapítók jogalap nélkül szerezhessenek pénzt a befektetőktől.<sup>37</sup>

Nem csodálkozhatunk azon, hogy a fejlődés kezdeti szakaszában a tulajdonosi érdekek védelme elsődlegesnek számított, tekintettel arra, hogy a társaságok működésének túlnyomórészt társasági jogilag értelmezhető aspektusai voltak. A társasági jog alapját képező kötelmi jogi konstrukciók ugyanis már a *római jog* hagyományai szerint is fejlődés tárgyát képezték, míg azok a jogágak, amelyek a társasági szférát összeköthették volna a társadalom más szegmenseivel jóformán nem is léteztek. Az emberi jogok eszmeisége például csak a későbbi polgári forradalmak eszmekörében teljesebben ki, míg a földrajzi felfedezések és a gyarmatosítás időszakában a rabszolga-kereskedelem lényegében elfogadottnak számított. A kivételt talán a polgári jog képezte, mivel a társaságok külső jogviszonyainak szabályozásához az általános polgári jogi keretek is elégségesek voltak, tekintve hogy a részvénytársaságok befolyása jóval kisebb terjedelemben érezte hatását, mint a későbbiekben.

Ugyanakkor a tisztán kontraktuálisnak tűnő társasági viszonyok aranykorában is volt egy fontos érintett, amely elég befolyásos volt ahhoz, hogy ne maradjon ki a folyamatok alakításából. Ez pedig az állam és a közjogi szféra volt. Az első kereskedelmi jogi kódexek a XIX. század első felében születtek. Akkor és később is igaz volt, hogy jellemzően az erős államok összpontosítottak kellő energiát a törvénykezéshez. A

---

<sup>35</sup> E társaság eredeti elnevezése *Company of Merchants of London Trading to the East Indies*, ahogyan az Erzsébet királynő által adott charter tanúsítja.

<sup>36</sup> Lásd SÁNDOR, István, *A társasági jog története Nyugat-Európában* (KJK-KERSZÖV Jogi és Üzleti Kiadó Kft. 2005, Budapest) 108-111. old.

<sup>37</sup> Lásd SÁNDOR, István, *A társasági jog története Nyugat-Európában* (KJK-KERSZÖV Jogi és Üzleti Kiadó Kft. 2005, Budapest) 118. old.

francia *Code de commerce* 1808. január 1-én lépett hatályba. A német *Allgemeines Deutsches Handelsgesetzbuch* 1871-ben, a Német Birodalom létrejöttét követően keletkezett.

Érdemes megemlíteni, hogy a német kétszintű társaságirányítási modell kialakulása, a munkavállalói és állami érdekek szigorú védelme felfogható egyfajta korai *stakeholder* nézőpontként is. Erre az erős állami befolyás nélkül kilátás sem lehetett volna.<sup>38</sup>

Mégis, a *rajnai kapitalizmus* elsődleges szereplője, a koncentrált részvénytulajdont kezében tartó nagy részvényes, mint blokk tulajdonos. Ez mintaként szolgált a *kontinentálisnak* nevezett modell többi képviselője számára is. A kontinentális Európa korporatív viszonyai a koncentrált részvénytulajdon alapján szerveződtek,<sup>39</sup> nagy tekintélyű gyáriparos családok és intézményi befektetők (befektetési bankok) közreműködésével.<sup>40</sup>

A részvénytársaság emiatt a klasszikus német felfogás szerint nem elsődlegesen tőkekoncentráció, hanem különböző érdekek artikulációja, részvényesi, ügyvezetői, munkavállalói és más érdekeké.<sup>41</sup> A koncentrált részvényblokk-tulajdonon alapuló struktúrában azonban kétségtelenül a meghatározó befolyással rendelkező tag számára biztosított a legnagyobb mozgástér, akár a tulajdonosi, akár az irányítási jogok területén. Így, noha a kontinentális társasági jogban már igen korán méltánylást nyertek bizonyos *stakeholder* érdekek, a többségi részvényes primátusa gyakorlatilag a fejlődés teljes terjedelmében fennmaradt és kizárólag a posztmodern időszakban került sor bizonyos változásokra, amelyek arra utalnak, hogy a koncentrált részvénytulajdon európai hagyományai idővel felbomolhatnak.

Jelenleg azonban még nem teljesezett ki ez a folyamat. A kontinentális Európa *corporate governance* viszonyait emiatt gyakran áthatják a *zártkörű* működés egyes karakterjegyei, még a *nyilvánosan működő* társaságok vonatkozásában is. Ez azt jelenti, hogy a zártkörűen működő részvénytársaságok magas száma mellett a nyilvánosan működő társaságok között is jelentős számban található olyanok, amelyek esetében csak alacsony közkéz hányadról beszélhetünk. Ugyanezt elmondhatjuk a tőzsdéi társaságok viszonylatában is. „*Európa Enron-botránya*”, a *Parmalat-botrány* például annak ellenére a *Tanzi* család jelentős befolyása mellett ment végbe, hogy esetében egy igazán széles körben tulajdonolt vállaltról volt szó (sőt ilyen minőségében talán az egyetlenről Olaszországban.) Ez a struktúra merőben eltér az amerikai modelltől.<sup>42</sup>

Mindezekre tekintettel elmondhatjuk, hogy az európai fejlődés viszonylatában a részvényesek primátusának (*shareholder primacy*) elve meglehetősen élesen körvonalazódott. Viszont rögtön hozzá kell tennünk, hogy ez a dominancia kizárólag a nagy részvényblokkokat tulajdonló részvényeseknek jutott csak osztályrészül, a kisméretű részvényesek azonban nem juthattak ekkora jelentőséghez a társaság irányításában.

A jövő útja Európában is eltérhet az eddig vázolt iránytól. Németországban például a nagy részvényblokkok egy kézben tartása adójogi szempontból kedvezőtlen.

---

<sup>38</sup> Lásd NOCHTA, Tibor, *Társasági jog* (DIALÓG CAMPUS KIADÓ, 2007, Budapest – Pécs) 32. old.

<sup>39</sup> Lásd ROE, Mark J., *German Codetermination and German Securities Markets*, Columbia Journal of European Law, (1999) Vol. 5. 199. old.

<sup>40</sup> Lásd KECSKÉS, András, *Részvényárak mindenek felett? Érdekszférák a vállalatirányítás jogában*, 215-234. in EMLÉKKÖNYV ROMÁN LÁSZLÓ SZÜLETÉSÉNEK 80. ÉVFORDULÓJÁRA (Szerk. György, KISS – Gyula, BERKE – Zoltán, BANKÓ – Edit, KAJTÁR, Pécs, 2008) 228-229. old.

<sup>41</sup> Lásd SÁRKÖZY, Tamás, *A magyar társasági jog Európában* (HVG-ORAC Lap- és Könyvkiadó Kft. 2001, Budapest) 31. old.

<sup>42</sup> Lásd LA PORTA, Rafael – LOPEZ-DE-SILANEZ, Florencio, SHLEIFER, Andrei, *Corporate Ownership Around the World*, The Journal of Finance (1999. április) Vol. LIV. 481. old.

Ugyanakkor olyan befektetési lehetőségek nyílnak meg (például a Távols-Keleten), amelyek motiválhatják az intézményi befektetők portfólióinak diverzifikációját. Mindezek mellett a pénzintézetek, mint *registered holderek*, egyre nagyobb arányban építik pénzügyi termékeiket tőzsdéi instrumentumokra, így részvényekre is. Emiatt a lakossági és vállalkozó megtakarítások egyre nagyobb része kerül befektetésre az értékpiacon, amely körülmény hosszabb távon szintén a részvénykoncentráció megbomlásához vezethet.

E bonyolult és bizonytalan kimenetelű folyamatot a magunk részéről nem tekintjük másnak, mint a piacok globális arculatához történő igazodásnak. A jogi konzekvenciák is világosan megmutatkoznak, hiszen az EU egyre nagyobb hangsúlyt fordít az individuális részvényesi jogok gyakorlásának előmozdítására –2006/37/EK (*egy részvényesi jogok gyakorlásáról szóló irányelv*), illetőleg a befolyásszerzés szabályainak kidolgozására –2004/25/EK (*takeover*) irányelv. A globalizálódás mellett kétségtelenül tapasztalható az amerikanizálódó üzleti arculat, amely Németország viszonylatában kifejezetten kézzelfogható, de a 2006-os magyar társasági törvény is az angolszász intézmények térnyerését hozta a hazai jogban. A folyamatnak természetesen nem kizárólag befektetői, hanem kulturális és egyéb vonatkozásai is vannak. Mindezek együtt arra vezethetnek, hogy a tőkepiaci viszonyok dinamikus fejlődése nyomán az európai részvényesi struktúra az amerikaihoz váljon majd hasonlatossá –azonban erre csak hosszabb idő elteltével van kilátás.

A fejlődés amerikai útja másfajta megközelítéshez vezetett a részvénytársaságok és a részvényesi minőség vonatkozásában.<sup>43</sup> A tőkekoncentráció fokozott igénye az amerikai társaságok esetében széleskörű és elaprózott tulajdonosi struktúrát eredményezett. Az nyilvános működés karakterisztikumai az Egyesült Államokban pontosan a befektetők és a vállalati ügyvezetők közötti kompromisszum körül összpontosultak.<sup>44</sup>

Emiatt a részvényesek elsődlegességének (*shareholder primacy*) teóriája, mint megközelítési mód kézenfekvőnek mutatkozott. Az igazgatótanácsok és a befektetők közötti kompromisszum alapját a kölcsönös vagyoni gyarapodás igénye jelentette és jelenti napjainkban is. Az igazgatótanács tagjai nagy összegű javadalmazásra és prémiumokra vágnak, míg a részvényesek a befektetéseik gyarapodására.

A társaság vezetői ennek a kompromisszumnak a tükrében alakítják ki a társaság üzleti stratégiáját, a befektetők (részvényesek) pedig a sikerek függvényében határoznak a menedzsment jutalmazásáról a közgyűlésen. Emiatt a javadalmazás kérdésköre az Egyesült Államokban a *corporate governance* területén elsődleges jelentőségre tett szert.

Az erős menedzsment és a gyenge részvényes sztereotípiája az Egyesült Államok társaságirányítási rendszerére frázisszerűen ráragadt. A rendkívül széles körben tulajdonolt társaságokban igen nehéz volt olyan részvényesi erőkoncentrációt felmutatni, amely alkalmas a menedzsment leváltására. Ez azonban nem teljesen igaz, és adott történeti időszakok tükrében is változást tapasztalhatunk. *R. Edward Freeman*

---

<sup>43</sup> Lásd BAUMS, Theodor – SCOTT, Kenneth E., *Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and Germany*, *American Journal of Comparative Law* (2005) Vol. 53. 31- 76. old.

<sup>44</sup> Lásd COOLS, Sofie, *The Real Difference in Corporate Law Between the United States and Continental Europe: Distribution of Powers*, *Delaware Journal of Corporate Law* (2005) Vol. 30. 697- 766. old.

professzor,<sup>45</sup> a *stakeholder* teória atyja *Strategic Management – A Stakeholder Approach* című monográfiájában utal arra, hogy az 1960-as években a klasszikus „*Wall Street Rule*”<sup>46</sup> némileg megváltozott. Az ugyanis korábban úgy hangzott: „*ha nem tetszik a menedzsment, add el a részvényt*”, míg később így módosult: „*ha nem tetszik a menedzsment, vegyél elég részvényt ahhoz, hogy kidobhasd őket.*”<sup>47</sup>

A felaprózott tulajdonosi struktúra hatásai mégsem hagyhatók figyelmen kívül. A társaságokban eszközölt *plurális* befektetések oka részben a tőkepiaci aktivitásban keresendő. Az Egyesült Államokban ugyanis már hamarabb kialakult a megtakarítások tőzsdei befektetésének gyakorlata, akár a háztartások, az „*özvegyek és árvák*”<sup>48</sup> szintjén is.<sup>49</sup> Az Európához viszonyított különbségek kézzelfoghatók néhány gyakorlati példán keresztül. *Bill Gates*, akit gyakran a *Microsoft* tulajdonosának nevez a köznyelv valójában 10% alatti (kb. 9,6%) tulajdonrészt mondhat magáénak.<sup>50</sup> Ennél korábbi adatokra támaszkodva megállapíthatjuk, hogy tulajdonrésze a 90-es évek végén sem volt nagyobb, mint 23,7%.<sup>51</sup> Azonban a vállalat amerikai típusú tulajdonosi struktúrájában ez akkora résznek számít, amely koncentrált befolyást jelent a többi – ehhez képest elhanyagolható– részvényblokkhoz képest. Ezzel szemben Európában egyáltalán nem ritka az egyszerű vagy minősített többséget kezében tartó részvényesek (vagy részvényesek) blokkja.

Mindezekre tekintettel érdemes megjegyezni, hogy a fent ismertetett mechanizmus elvezet –az amúgy kontraktuális oldalról megalapozott– *shareholder primacy* teória kisiklásához. Ennek oka a túlzott egyszerűsítés és a kizárólagosság igényében keresendő. A menedzserek teljesítményét ugyanis egy ilyen szisztémában rövidtávon is mérhetővé kell tenni. A befektető, aki mihamarabbi megtérülést remél a vagyoni eszközeinek kockáztatásától, nem éri be a bizonytalan és hosszú távú gyarapodás ígéretével. Realizálható nyereségre van szüksége, amelynek állásáról napi szinten tud információkat szerezni.

Emiatt a részvények tőzsdei árfolyama lépett a kompromisszum középpontjába. A részvényesek hajlamosak elfogadni, hogy amennyiben a társaság papírjainak az árfolyama emelkedik a tőzsdén, úgy a mögöttes indok az ügyvezetők jó teljesítményében keresendő. Röviden: a tőzsdei árfolyam a gazdasági teljesítmény indikátora.

Ez arra vezet, hogy a menedzsment is a részvényárakat tekinti elsődleges szempontnak. A tőzsdei teljesítményt megalapozó fundamentumokra a társaság pénzügyi beszámolóiból derül fény, emiatt a hosszú távú stratégiai tervezés helyett az ügyvezetők

---

<sup>45</sup> R. Edward Freeman, a University of Minnesota professzoraként a stakeholder elmélet úttörőjének számított, amely *Strategic Management – A Stakeholder Approach* című monográfiájában fejtett ki 1984-ben.

<sup>46</sup> Wall Street szabály

<sup>47</sup> Lásd FREEMAN, R. Edward, *Strategic Management – A Stakeholder Approach* (PITMAN, Boston – London – Melbourne – Toronto, 1984) 9. old.

<sup>48</sup> Lásd F. X. Sutton, *Il credo dell' imprenditore americano* (Milánó, 1972) 67. A művet (olasz fordítás) hivatkozza GALGANO, Francesco, *Globalizáció a jog tükrében* (HVG-ORAC Lap- és Könyvkiadó Kft. Budapest, 2006) 181. old.

<sup>49</sup> Lásd GALGANO, Francesco, *Globalizáció a jog tükrében* (HVG-ORAC Lap- és Könyvkiadó Kft. Budapest, 2006) 181. old.

<sup>50</sup> Lásd *Bill Gates to transition away from Microsoft – Co-founder to remain chairman, spend more time on charitable work*, 2006, június 16. Elérhető: [http://www.msnbc.msn.com/id/13348456/ns/business-us\\_business/](http://www.msnbc.msn.com/id/13348456/ns/business-us_business/)

<sup>51</sup> Lásd LA PORTA, Rafael – LOPEZ-DE-SILANEZ, Florencio – SHLEIFER, Andrei, *Corporate Ownership Around the World*, *The Journal of Finance* (1999. április) Vol. LIV. 481. old.



a számviteli periódusok szerinti (éves és negyedéves) pénzügyi performance szempontjaira helyezik a hangsúlyt. A vállalati botrányok tanulságai szerint kreatív könyveléssel és számviteli csalással is hajlandók megalapozni a biztató adatokat.

A részvényesi jólétet (*shareholder wealth*) ebből adódóan a részvényárak maximálásán keresztül kívánják szolgálni, miáltal eljutottak a –véleményünk szerint helytelen– *shareprice maximization* teóriához.

A *shareprice maximization* teória a *shareholder primacy* teória kisiklása. Olyan végtelenségig leegyszerűsített, kizárólagos szempontot keres, amely nem alkalmas arra, hogy a fejlődés indikátora legyen. Ez egybevág azzal a téves elképzeléssel is, amely szerint a tőzsde a gazdaság indikátora, a tőzsdei növekedés alapja a gazdasági növekedés. Ezzel a magunk részéről nem értünk egyet. A legszellemesebb ellenérvek közül *André Kosztolany* hasonlatát emeljük ki, aki a tőzsde és a gazdaság viszonyát a kutya és a kutyasétáltató ember közötti viszonyhoz hasonlította.<sup>52</sup> (A gazdaság teljesítménye egyenesebb ívet ír le, míg a tőzsdei árfolyamok ezt csak nagyobb eltérésekkel követik.)<sup>53</sup>

A tőzsdei árfolyamok és a vállalati vezetők teljesítménye közötti összefüggés szempontjából tehát a rövidtávon kimutatható profit válik elsődlegessé. Ezt meglehetősen ironiával szemlélhetjük, hiszen a korszerű tőzsdei (technikai) elemzési stratégiák elmélete egyre inkább megerősíti, hogy az árfolyam rövidebb távú alakulása egyre fokozottabban kötődik a befektetői pszichológiához. Amennyiben azonban az árfolyamot, mint több komponens leképeződését (pszichológia, szisztematikus tényezők) vesszük alapul, világosan látjuk, hogy a vállalat rövid és közép-rövid távú gazdasági teljesítménye nem úgy és nem akkor épül be az árfolyamba, ahogyan azt a *shareprice maximization* teória képviselői remélik. Ahhoz ugyanis, hogy az árfolyamot, mint kizárólagos „kritériumot” kezeljük, nem árt tisztázni, hogy mi is az árfolyam?

Szánt szándékkal használjuk a *kritérium* kifejezést, mert eszünkbe juttatja *William Klein* professzor üzleti jogi iskoláját. A fenti gondolatsort hasznos lehet összevetni ennek az iskolának a téziseivel; és ha már ezt megtesszük, akkor érdemes visszatekintnünk arra a szimpóziumra, amely San Franciscoban, 2005. január 8.-án –második alkalommal– került megrendezésre *Criteria of Good Laws of Business Associations* (A gazdálkodó szervezetekre vonatkozó jog kritériumai) címmel. A szimpózium vezérgondolatai *William Klein*nek, a *University of California Los Angeles* professzorának iránymutatásai alapján fogantak, később pedig tanulmányok formájában a *Berkeley Business Law Journal* 2005/ 1. számában is megjelentek.<sup>54</sup>

---

<sup>52</sup> Lásd KOSTOLANY, André, *Mérlegen a jövő – Tegnap, ma, holnap* (PERFEKT, 1995) 17. old.

<sup>53</sup> Lásd KOSTOLANY, André, *Több mint pénz és mohó vágy* (Lexecon Kiadó, Győr, 2006) 144. old.

<sup>54</sup> Lásd KLEIN, William, *Criteria for Good Laws of Business Association*, *Berkeley Business Law Journal*, (2005) Vol. 2. 13- 24. old.

Lásd még KITCH, Edmund W., *The Simplification of the Criteria for Good Corporate Law or Why Corporate Law Is Not As Important Anymore*, *Berkeley Business Law Journal* (2005) Vol. 2. 35- 38. old.

Lásd még FUJITA, Tomotaka, *Criteria for Good Laws of Business Association: A Outsider's View*, *Berkeley Business Law Journal*, (2005) Vol. 2. 39- 52. old.

Lásd még THOMPSON, Robert B., *Corporate Law Criteria: Law's Relation to Private Ordering*, *Berkeley Business Law Journal* (2005) Vol. 2. 95- 104. old.

Lásd még SKEEL Jr., David A., *Corporate Shaming Revisted: An Essay for Bill Klein*, *Berkeley Business Law Journal* (2005) Vol. 2. 105- 117. old.

Lásd még MACAULAY, Stewart, *Klein and the Contradiction of Corporation Law*, *Berkeley Business Law Journal* (2005) Vol. 2. 119- 133. old.

Lásd még THOMAS, Randall S., *What is Corporate Law's Place in Promoting Societal Welfare?: An Essay in Honor Professor William Klein*, *Berkeley Business Law Journal* (2005) Vol. 2. 135- 140. old.

*Klein* kritériumok egész „litániáját”<sup>55</sup> állította az üzleti életben működő szervezetekkel szemben. Ezeket a kritériumokat négy nagyobb csoportba sorolta, úgy mint az igazságossággal (*Fairness*), közgazdasági eredményekkel és hatékonysággal (*Economic Goals*), a gazdasági és politikai hatalom kontrollálásával (*Control of Political and Economic Power*) és költségtakarékossággal (*Minimizing Costs*) összefüggő kritériumokat.<sup>56</sup>

*Klein* tehát nem szigeteli el a profit orientált gazdálkodó szervezetek működését a társadalom más szegmenseitől. Téziseit továbbgondolva a nyílt értékpiacon forgalomban működő részvénytársaság –*a public corporation*– sem kizárólag a befektetői profit öncélú szervezete, hanem például adófizetőként, munkaadóként és sok más egyéb tekintetben a társadalmi hasznosság fontos intézménye. Viszont a társadalmi hasznosság nem éppen matematikai egzaktsággal körülhatárolható fogalomkör. Akár nagy vonalakban vagy akár –mint *Klein*– részleteiben vizsgálja őket valaki, számolnia kell azzal, hogy a szűkebb aspektusok irányából közelítők nem tartják majd elég gyakorlatiasnak a következtetéseket, vagy *ab ovo* értelmetlennek tartják olyan szempontok tanulmányozását, amelyek nem mérhetők kellő pontossággal. A *kleini* nézetek kritikái –jelentkezzenek nyíltan, avagy burkolt formában– szintén ebből a nézőpontból indulnak ki. A *kleini kritériumok* fontosságának elismerése mellett<sup>57</sup> azt is meg kell állapítanunk, hogy meggyőzően érvelnek azok a szerzők, akik szerint *Klein kritériumainak* hosszú sorát relativizálja, amennyiben azokat az értékpiacon erőterben elemezzük. *Ronald J. Gilson* utal is arra tanulmányában, hogy *Klein* professzor *kritériumainak* hosszú listája egyetlen *kritériumra* szűkül: ez az egy, pedig a részvényesek érdekeinek leghatékonyabb érvényesülése, a részvényárak maximálásán keresztül.<sup>58</sup>

Érvelésében *Gilson* emlékeztet arra, hogy a részvénytulajdonosok plurális összetételének köszönhetően, azok egyre lazább szálakkal kötődnek a társasághoz. Ebből adódik, hogy az igazgatóság döntései is közvetettebb módon fejtenek ki befolyást a részvényesek vagyoni érdekeire. Ez a közvetett befolyás pedig -voltaképpen kizárólag- a részvények árfolyamán keresztül realizálódik.<sup>59</sup> E gondolatmenetben is a részvényesek érdekei élveznek prioritást, amelyek a nyereségben öltenek testet. Emiatt érvelése elvezet oda, hogy a részvénytársaságok működési körében alkalmazandó jog egyetlen kritériuma, a részvényár-maximálás.<sup>60</sup> Érvelésünk korábbi tapasztalatai alapján azonban észre kell vennünk, hogy jobban tesszük, ha *Klein* professzor iránymutatásaira hagyatkozunk, ahelyett hogy abszolutizálnánk a részvényárak maximálásának féligazságait. Ez az irányzat önmagában is szélesebb mozgásteret hagy a követőinek,

---

Lásd még GILSON, Ronald J., *Separation and Function of Corporate Law*, Berkeley Business Law Journal, (2005) Vol. 2. 141- 152. old.

<sup>55</sup> Lásd GILSON, Ronald J., *Separation and Function of Corporate Law*, Berkeley Business Law Journal, (2005) Vol. 2. 143. old.

<sup>56</sup> Lásd KLEIN, William, *Criteria for Good Laws of Business Association*, Berkeley Business Law Journal (2005) Vol. 2. 13. old.

<sup>57</sup> Lásd STOUT, Lynn A., *Shareprice as a Poor Criterion of Good Corporate Law*, Berkeley Business Law Journal (2005- 2006) Vol. 3. 57. old.

<sup>58</sup> Lásd GILSON, Ronald J., *Separation and Function of Corporate Law*, Berkeley Business Law Journal (2005) Vol. 2. 145. old.

<sup>59</sup> Lásd GILSON, Ronald J., *Separation and Function of Corporate Law*, Berkeley Business Law Journal (2005) Vol. 2. 144- 145. old.

<sup>60</sup> Lásd GILSON, Ronald J., *Separation and Function of Corporate Law*, Berkeley Business Law Journal (2005) Vol. 2. 145. old.

hiszen *Klein* professzor *kritériumainak* megfogalmazásával egy időben azt is világossá tette, hogy azok részletesebb vizsgálat és vita kiinduló pontjai lehetnek.<sup>61</sup>

Ez a levezetés arra figyelmeztet bennünket, hogy a részvényesek szerepével foglalkozó megközelítések nem annak alapján tévesek, ha bizonyos érdekek primátusát keresik, hanem akkor, ha egy érdeket kizárólagossá kívánnak emelni. A tévedés súlyát csak tovább fokozza, ha ezt egy nem kellőképpen körülhatárolt kategóriában –részvényár–vélik manifesztálódni. Az érdekek pluralitása ugyanis a társaságirányítás posztmodern elméletében vitathatatlan, legfeljebb a súlypontozásban adódhatnak különbségek. Így el is jutottunk az „érintettek”, avagy a *stakeholderek* köréhez, valamint az ő szerepüket hangsúlyozó megközelítéshez.<sup>62</sup>

### 3) A *stakeholder* teória

Az 1960-as években merült fel először az igény arra, hogy részvényesek érdekeinek kizárólagossága helyett új, általánosabb szempontok kerüljenek előtérbe a vállalati menedzsment területén. Más szóval a részvényesek mellett más „érintettek” szerepének felértékelődéséről beszélhetünk, akiket a vonatkozó angolszász terminológia *stakeholder* névvel illet.<sup>63</sup>

A *stakeholder* szó első ízben a *Stanford Research Institute* egy belső memorandumában szerepelt 1963-ban. A kifejezés egy általánosabb kontextusba kívánta helyezni az álláspontot, miszerint a részvényesek az egyetlen csoport, akiknek a menedzsment felelősséggel tartozik. Ebben az összefüggésben a *stakeholder* koncepció eredeti értelemben „azokat a csoportokat jelentette, amelyek támogatása nélkül adott (üzleti) szervezet megszűnne létezni.”<sup>64</sup>

A menedzsment-elmélet *stakeholder* nézőpontú megközelítésében az áttörést 1984-ben *R. Edward Freeman* professzor munkája jelentette, amelynek címe *Strategic Management – A Stakeholder Approach* volt. *Freeman* álláspontja szerint az általa „*turbulens időszaknak*”<sup>65</sup> nevezett korszak (az 1980-as évektől kezdődően) új megközelítést igényel a korábbi statikus megközelítés helyett, amely nem több a „*régi szepidők*” felfogásánál, ami „*a termékek és a szolgáltatások piacra juttatását*” jelenti. Ehelyett a korábban külső környezetként (*external environment*) értelmezett szféra helyett azoknak a csoportoknak a definiálását javasolta, amelyek létfontosságú szerepet töltenek be az üzleti szervezet működésében. *Freeman*, aki munkájában több szellemes ábrán szemlélteti a megközelítések közötti különbségeket, több *stakeholder* csoportot is meghatározott. Ilyenek voltak például a kormányok, a helyi közösségek szervezetei, a

---

<sup>61</sup> Lásd STOUT, Lynn A., *Shareprice as a Poor Criterion of Good Corporate Law*, Berkeley Business Law Journal (2005- 2006) Vol. 3. 56- 57. old.

<sup>62</sup> Lásd FREEMAN, R. Edward, *Strategic Management – A Stakeholder Approach* (PITMAN, Boston – London – Melbourne – Toronto, 1984) 31. old.

<sup>63</sup> Lásd STOUT, Lynn A., *Shareprice as a Poor Criterion of Good Corporate Law*, Berkeley Business Law Journal (2005- 2006) Vol. 3. 57. old.

<sup>64</sup> Lásd FREEMAN, R. Edward, *Strategic Management – A Stakeholder Approach* (PITMAN, Boston – London – Melbourne – Toronto, 1984) 31. old.

<sup>65</sup> „*Turbulent Times*”, lásd FREEMAN, R. Edward, *Strategic Management – A Stakeholder Approach* (PITMAN, Boston – London – Melbourne – Toronto, 1984) 4-8. old.

tulajdonosok, a fogyasztóvédelem, a fogyasztók, a versenytársak, a média, a munkavállalók, a beszállítók stb.<sup>66</sup>

A *Freeman* által az 1980-as években vázolt megközelítés, noha számos kritika érte, véleményünk szerint napjainkra sem veszítette el az aktualitását. Éppen ellenkezőleg: miután a globális tendenciák a korporatív szféra szerepének erősödésével járt, szükségszerűen kibővült és nagyobb jelentőséghez jutott az érintettek, vagyis a *stakeholderek* szerepvállalása is.

A *stakeholderek* érdekeinek figyelembevétele természetesen jóval kiterjedtebb szemléletmódot igényel a gazdasági és jogi megközelítésnél. A fenntartható fejlődés, vagyis a *sustainable evaluation* létfontosságú elgondolása kizárólag az *interdiszciplinaritás* nézőpontjából valósítható meg, hiszen a gazdasági és társadalmi aspektusok szoros kölcsönhatásban állnak a környezeti és más természettudományi aspektusokkal. A fenntartható fejlődéssel foglalkozó tudományág a *Corporate Social Responsibility*, vagyis a *CSR*, amely vállalatok társadalmi felelősségvállalásának hangsúlyozása mellett, multi- és interdiszciplináris eszközökkel keresi a válaszokat a felmerülő etikai, ökológiai, gazdasági és egyéb kérdésekre. A témakörben egyre fokozottabb a környezeti problémák szerepe, amelyek hosszabb távon visszafordíthatatlanná is válhatnak, és amelyek igen nagy részben a vállalati szféra és a fokozódó üzleti tevékenység káros hatásainak köszönhetők. Ez önmagában is illusztrálja a többirányú megközelítés fontosságát, hiszen a jogi garanciák (pl. a nemzetközi egyezmények betartása) ugyanolyan fontosak, mint a hatékonyság etikus keretek között történő növelése gazdasági szempontból, illetve mint az új természettudományos (fizikai, kémiai, biotechnológiai stb.) eredmények alkalmazása.

A mi nézőpontunk természetesen a gazdasági és társadalmi megközelítésre összpontosul, amelyben –véleményünk szerint– a törvényesség, a jogszerűség áll meghatározó helyen. Ennek az okát körülírhatnánk körültekintő udvariassággal. Mi azonban nem ezt a megközelítést választjuk, inkább az empirikus tapasztalatokra hagyatkozunk: *az üzleti és a vállalati szféra eddigi globális szerepvállalása bebizonyította, hogy az önszabályozás törekvései és a nem kellőképpen körülhatárolt etikai fogalmak elégtelenek ahhoz, hogy biztosítsák az üzleti organizációk társadalmi léptékben is felelős működését.* Ebből eredően a *corporate governance*, –vagyis a felelős társaságirányítás– területét is ezekkel a kiterjedtebb aspektusokkal összhangban kell értelmezni és érdemes olyan jogszabályi garanciák mellett állást foglalni, amelyek azokat a vállalatokat is rászorítják a törvényes működésre, amelyek máskülönben nem tartanak be az etikai normákat.

Ezzel a megközelítéssel közelebb jutunk ahhoz, hogy a *stakeholder* teóriát újra elhelyezhessük a *corporate governance* területén, mivel álláspontunk szerint ebben a tekintetben is a jogszabályi vonatkozások a meghatározók. *Stakeholderként* ugyanis azokat a csoportokat definiáltuk, akik a társaság (és annak menedzsmentje) szempontjából lét- vagy kulcsfontosságúnak tekinthetők. Az összefüggés természetesen kétirányú, hiszen egyrészt a vállalat működése is gyakorolhat hatást a *stakeholderekre*, másrészt a *stakeholderek* magatartása is jelentősen befolyásolhatja a vállalat helyzetét. Ezzel összhangban úgy gondoljuk, hogy csak azoknak az érintetteknek (stakeholdereknek) érdekei részesülhetnek kellő garanciában, akik jogtechnikailag is kapcsolhatók az adott vállalat (vagy a vállalati szféra) tevékenységéhez. Egy igen frekvenciált gyakorlati példával szemléltetjük ezt az érvelést a következőkben.

---

<sup>66</sup> Lásd FREEMAN, R. Edward, *Strategic Management – A Stakeholder Approach* (PITMAN, Boston – London – Melbourne – Toronto, 1984) 25. old.

A vállalati szféra globális üzleti tevékenysége egyre szélesebb körben érzeteti hatását. A multinacionális nagyvállalatok szerepe a környezetszennyezésben megkérdőjelezhetetlen. A vonatkozó tudományos álláspontok szerint a környezetszennyezés és a globális felmelegedés között kimutatható kapcsolat van.<sup>67</sup> A globális felmelegedés potenciálisan a föld minden lakosát érintheti.<sup>68</sup> Ezek szerint bizonyos vállalatok bizonyos tevékenységének valamennyi ember érintettje lehet. Mégis érezzük, hogy a kapcsolódás ebben az esetben egyáltalán nem kézzelfogható. Am jogosultságokon és kötelezettségeken keresztül kézzelfoghatóbbá tehető.<sup>69</sup> Ebben pedig álláspontunk szerint a szerződéseknek, az egyezményeknek, a jogszabályoknak, *vagyis magának a jognak* van elsődleges szerepe. Akinek ugyanis jogai, vagy kötelezettségei vannak, az *stakeholder* minőségében egyértelmű szerepet tölt be, míg ezek hiányában nehezen értelmezhető a gyakorlati szerepvállalás.

A következőkben a *stakeholderek* csoportosítására, illetve e csoportok bemutatására törekszünk. Elemzésünk természetesen nem érintheti valamennyi *stakeholder* csoportot, ehelyett arra törekszünk, hogy a *corporate governance* szempontjából legfontosabbnak tűnő *stakeholderek* bemutassuk, koncentrálnva mindenekelőtt jogalanyi minőségükre.

A napjainkra klasszikusnak mondható csoportosítás szempontjai alapján megkülönböztethetünk belső (*internal*) és külső (*external*) *stakeholdereket*. A kategóriák csoportosítása a mi módszerünk alapján nem igazodik teljes mértékben a *Freeman* által körülhatárolt vállalati működési modellhez és az *external environment* fogalmának átértelmezéséhez. Arra sem törekszünk, hogy átfogóan értékeljük valamennyi érintett státuszát, hiszen a média, a fogyasztók és más érintettek szerepének tanulmányozásához olyan átfogó elemzésre lenne szükség, amely jócskán eltávolítana minket a *corporate governance* területétől, vagyis a kiindulópontunktól. Ennek ellenére a nézőpont hasonló, azzal a különbséggel, hogy mi külső és belső *stakeholder* között a vállalathoz fűződő kontraktuális kapcsolat jellege szerint teszünk különbséget. Elemzésünkben pedig arra koncentrálnunk, hogy a jogi kapcsolódási pontok hol találhatóak és milyen irányban fejleszthetők.

#### a) Belső stakeholderek

*Részvényesek* – A társaságok működése szempontjából a tulajdonosok, tehát a részvényesek (tagok) érintettsége olyan evidencia, amely az elméleti síkon kiterjedtebb bizonyítást nem igényel. Részvényesi minőségük a társaság kontraktuális alapjaiból levezethető jogokat és kötelezettségeket jelent számukra.

A tulajdonosok közötti különböztetés első lényeges szempontja, hogy nagy-, illetve kisorosztályú részvényesekről beszélünk-e. Viszont az első szempont lényegében máris meghatározza a másodikat: a részvényes képes-e tulajdonosi minőségben eljárni, illetve csak befektetőként vesz részt a társaság működésében?

---

<sup>67</sup> Lásd CHOI, Onelack – FISHER, Ann, *The Impacts of Socioeconomic Development and Climate Change on Severe Weather Catastrophe Losses: Mid-Atlantic Region*, Climatic Change (2003) Vol. 58. 149-170. old.

<sup>68</sup> Lásd HANSEN, James, *Climatic Changes: Understanding Global Warming* 173-190. old. in: ONE WORLD: THE HEALTH AND SURVIVAL OF THE HUMAN SPECIES IN THE 21ST CENTURY (Szerk. LANZA, Robert, Health Press, 2000) 173-190. old.

<sup>69</sup> Lásd Association of British Insurers, *Financial Risks of Climate Change*, Summary Report (2005. június) 1-40. old.

Ami az első szempontot illeti, a kérdésről már korábban is beszéltünk. Vannak olyan részvényesek, akik –akár egymaguk, akár más részvényesekkel karöltve– meghatározó nagyságú befolyást szereznek bizonyos társaságokban. A társaságok feletti ellenőrzés, – ha úgy tetszik kontroll– meghatározott nagyságrendű részvényblokk birtoklásához kötődhet, noha ez nem minden esetben igaz. A társaság felett ugyanis bizonyos tulajdonosok akkor is gyakorolhatnak kontrollt, ha máskülönben nem rendelkeznek a szavazatok többségével, de a belső megállapodások lehetővé teszik számukra. És itt jutunk el a részvényesek joggyakorlásának és a befektetői demokrácia megteremtésének frekventált kérdéséhez: az egy részvény egy szavazat elvéhez. Az elvhez, amelyet más alapvető szinten vallani és ismét más speciális rendelkezésekkel megkerülni. Lényegében ezt a megoldást követi a német *Aktiengesetz*, amely főszabályként deklarálja az egy részvény egy szavazat elvét, de több speciális rendelkezése engedélyezi az ettől való eltérést.<sup>70</sup> Az EU sem erőlteti, az alapvető érvényesítését, ehelyett hanyag eleganciával lép át rajta és más szempontokon is, amelyek a vállalati kontrollt „kiegyensúlyozott játéktérbe”<sup>71</sup>helyeznék. Így alakult, hogy a (2004/25/EK) *takover irányelv* számos rendelkezése csupán opcionális előírásokat tartalmaz. Ezek között kiemelt helyet foglal el az áttörési szabály (*breakthrough rule*) opcionális alkalmazása. A kontinentális Európa defenzív hagyományainak köszönhetően a sikeres *takeover*ek száma elenyésző az angolszász államokhoz képest.

Érdekes körülhatárolni a nagy- és a kisméretű részvényesek, mint *stakeholdereknek* a vállalat irányítási szisztémájában elfoglalt helyét. A nagyrészvényesek (*blockholderek*) rendelkezhetnek olyan mértékű befolyással (szavazati aránnyal), amely lehetővé teszi számukra a menedzsment személyi összetételének meghatározását. Ennek köszönhetően közvetlen befolyást fejthetnek ki a társaság irányítására is. A menedzsment helyzete ebben a tekintetben alárendelt pozícióvá alakul, de az is előfordulhat, hogy közvetlenül a tulajdonosok köréből kerülnek ki a társaság vezetői. A kisméretű részvényesek helyzete ezzel szemben kiszolgáltatottabb, az Egyesült Államokban az erős *board*, Európában az erős *blockholder* irányában. Amennyiben a társaságnak meghatározott (egyszerű vagy minősített) többséget biztosító befolyással rendelkező tagja van, úgy fokozott jelentőséget nyer a kisebbségvédelem jogi intézményrendszere (*minority protection*), amely egyik részről az individuális részvényesi jogok gyakorlásának rendszerén keresztül valósul meg, másik részről konkrétan a kisebbségvédelem társasági jogi intézményein keresztül. Az EU 2007/36/EK *irányelve az egyes részvényesi jogok gyakorlásáról*, az individuális részvényesi jogok gyakorlásának területén jelentős erőfeszítéseket tesz, hogy a tagsági jogok minél szélesebb körben érvényesülhessenek és a tagállami határai ne képezzék a joggyakorlás akadályát. Az egyes tagállamok társasági jogait pedig globálisan jellemzi a tendencia, miszerint a kisebbségi jogok gyakorlását a korábbinál alacsonyabb szavazatminimumhoz kötik. Hazai példánál maradván a 2006-os magyar társasági törvény 49. § a korábbi 10% helyett 5%-ban állapítja meg e minimális értéket, sőt a rendelkezés *diszpozitív* jellegénél fogva a belső megállapodás ennél alacsonyabb határt is meghatározhat.

Ugyanakkor meg kell jegyeznünk, hogy a kisméretű részvényesek státusza álláspontunk szerint alapjában véve kiszolgáltatott státusz, amely kiszolgáltatottságon csak a részvényesi minőségből adódó tagsági specifikum enyhít valamelyest. Ezalatt azt értjük, hogy a részvényesi minőség a társasági jogban a legkönnyebben felszámolható tagsági jogviszony, ugyanis a tőzsdei társaságok bármikor elhagyhatók az értékpapírok

<sup>70</sup> Lásd *Aktiengesetz*, 12. §-t; 134. §-t, valamint a 139, 140 és 141. §-t.

<sup>71</sup> A *level playingfield* terminológiára gondolunk.

elidegenítése útján, sőt az eladási jog (*sell out right*) intézményének köszönhetően az uralkodó tag bizonyos esetekben rá is szorítható a kisebbségi tagok kivásárlására. A társaság nézőpontjából több indoka is lehet a döntésnek, hogy nyilvános tőzsdei társaságként kíván működni.<sup>72</sup> Ez a döntés könnyű utat biztosít a társaság tulajdonosi szerkezetébe, de ugyanilyen könnyű a kifelé vezető út is. Ehhez azonban feltétlenül hozzá kell tennünk, hogy a kiszorítási jogok (*squeeze out rights*) gyakorlása révén a megválás kényszerű is lehet, amely a piaci árakhoz köthetően megy végbe. (Az EU *takeover irányelve* például „méltányos ár” mellett engedélyezi a kiszorítást. Azonban méltányosnak a tagállamok által –bizonyos keretek között– meghatározott időtartam alatt megfizetett legmagasabb ár –tehát *piaci ár*– tekintendő.) Mi azonban úgy gondoljuk, hogy a szabályozás méltánytalan a kisorozottak szemében és ennél igazságosabb lenne a könyv szerinti értéken történő kivásárlás, mint opció felkínálása. Így a befektető dönthetne arról, hogy rá nézve melyik ár a kedvezőbb és elkerülhető lenne, hogy a részvények piaci alulárzottsága folytán méltánytalanul alacsony áron cseréljen gazdát egy fundamentálisan lényegesen nagyobb értékű részvényplakett.

Végezetül érdemes kitérnünk arra a kérdésre, hogy a részvényes kifejezés voltaképpen mit is jelent napjainkban, a fokozódó jelentőségű értékpiaci erőter összefüggésében? Azt tapasztaljuk ugyanis, hogy a *tagsági* minőség helyett a *befektetői* minőség kerül előtérbe, miáltal az egyes részvényesi jogok gyakorlásának funkciója másodlagos szerepbe kényszerül és a részvényekből álló portfóliót elsősorban tőkepiaci terméként értelmezik újra.

Ebből adódóan a kisbefektetők igen nagy része *beneficial holderként*, kizárólag befektetői minőségben érdekelt az általa birtokolt részvények sorsában. A nagybefektetők viszont készen állnak mutatkozni megváltani jelentősebb részvényblokkjaikat, abban a reményben, hogy nagyobb ütemű növekedést érhetnek el portfóliójuk átstrukturálásával (például a dél-amerikai és távol-keleti értékpiacon.)

Láthatjuk, hogy ezeket a döntéseket egyre nagyobb részben motiválja a *technikai jellegű kereskedés*<sup>73</sup> (amelyről később részletesebben ejtünk szót), így a részvényes még befektetői minőségétől is megválhat és kereskedőként jelenik meg a piacon.

Fontos hangsúlyozni, hogy nem tartozunk azok közé, akik a spekulatív kereskedés populáris szövegei útján történő elítélésével kívánnak hamis erkölcsi tőkét kovácsolni, mást sem árulva el, mint önnön tájékozatlanságukat a piacok működését illetően. Ellenkezőleg; meggyőződésünk, hogy a törvényes keretek között folytatott spekulatív kereskedés segíti a piacok kiegyensúlyozott és olajozott működését, valamint az árfolyamok hektikus (kizárólag kereslet/kínálat alapú) ingadozásának elkerülését. Arról is meg vagyunk győződve, hogy a tőzsdei spekuláció, mint szakma és hivatás

---

<sup>72</sup> Lásd GEDDES, Ross, *IPOs and Equity Offerings* (Elsevier Ltd. Amsterdam – Boston – Heidelberg – London – New York – Oxford – Paris – San Diego – San Francisco – Singapore – Sidney – Tokyo, 2008) 1-30. old.

(Ross Geddes szerint a nyilvános működés melletti érvek között jöhet szóba a profit maximálása, a széles és stabil tulajdonosi bázis kialakítása, a társaság népszerűsítése –marketing funkció–, a tőkeemelés és a terjeszkedés, megfelelő likviditás biztosítása a másodlagos piacokon, sikeres IPO indítása.)

<sup>73</sup> A hosszabb távú fundamentumok helyett a tőzsdepszichológia empirikus elemzése, amely a grafikonok (*chartok*) elemzése útján történik, vagyis a múltbeli adatokból következtet a várható trendekre. A témába vágó átfogó munka, MURPHY, John J., *Technical Analysis of the Financial Markets – A Comprehensive Guide to Trading Methods and Applications* (New York Institute of Finance, 1999) 1-542. old.

értékközpontú és értékorientált személyiséget és tevékenységet takarhat;<sup>74</sup> hiszen ki is vitatná el mindezeket a legendás magyar származású spekulánstól, *André Kostolanytól*?<sup>75</sup>

Ugyanakkor a jogalkotókat hosszabb távon kihívás elé állíthatja, hogy milyen standardok érvényesüljenek a befektető védelem jogintézményi kereteinek kialakítása során, hiszen a befektetők jelentősebb része – egyre inkább úgy fest – *hajlandó* nagyobb, technikai jellegű kockázatot vállalni a piacokon.

Végezetül nem hagyhatjuk figyelmen kívül, hogy a részvényesi státusz egyik legnagyobb vonzereje lehet az osztalékhoz való jog, melynek természetesen előfeltétele, hogy a nyereség felosztásáról határozat szülessen. Ebben az összefüggésben tulajdonképpen nem is beszélhetünk jogosultságról, hanem a befektető várakozásáról, abban a reményben, hogy tulajdonosi jogviszonyából eredően számot tarthat a társaság profitjának egy részére. A menedzsment, illetőleg a szavazatok többségét kezükben tartó részvényesek azonban dönthetnek a források más irányú felhasználása mellett is, miáltal a befektető csalatkozhat reményeiben. Ezzel kapcsolatban fejtette ki álláspontját *Daniel J. H. Greenwood*,<sup>76</sup> a *University of Utah- S. J. Quinney College of Law* professzora. Egy, a *The Journal of Corporation Law* hasábjain 2006-ban megjelent – *The Dividend Puzzle: Are Shares Entitled to the Residual* című – munkájában szellemes hasonlattal találkozunk, amely a *stakeholder* teória szellemiségében vitatja a részvényesek kizárólagos jogát az osztalékhoz: „*A részvényesnek annyi joga van az osztalékhoz, mint a pincérnek a borra valóhoz. Remélheti, ám nem követelheti, ilyen irányú igényét nem peresítheti.*”<sup>77</sup>

*Igazgatók, más vezető tisztségviselők és menedzserek* – A szűkebb értelemben vett *corporate governance* főszereplői kétséget kizáróan ebbe a kategóriába tartoznak.<sup>78</sup> Más kérdés, hogy az új évezred eseményei megkérdőjelezzik, lehet-e egyáltalán szűk értelmet tulajdonítani a felelős társaságirányításnak, hiszen az igazgatóságok (és igazgatótanácsok), valamint a menedzserek tevékenysége hatással van a többi *stakeholder* érdekeire és helyzetére is.

Az igazgatók státuszát döntő mértékben befolyásolja, hogy az angolszász (egyszintű), avagy a kontinentális (kétszintű) modell alapján működik a társaság irányítása. Miután ennek a kérdésnek e munkában külön fejezetet szentelünk, itt csak azokra a vonatkozásokra kívánunk kitérni, amelyek az igazgatók érintett (*stakeholder*) minőségét befolyásolják.

Az egyszintű modell igazgatói az igazgatóságnak, mint testületnek a tagjai. Amint említettük, a kontinentális Európa jellemző egyszintű irányítási struktúrája általában a

<sup>74</sup> Lásd KOSTOLANY, André, *Tőzsdeszeminárium* (Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, 1989) 111. old. A szerző számára 1932-ben, a hírhedt *Ivar Kreuger-bankcsőd* idején vált egyértelművé, hogy a besszspekuláció erkölcsi tekintetben elítélhető is lehet.

<sup>75</sup> Lásd KOSTOLANY, André, *Tőzsdepszichológia – Kávéházi előadások* (Perfekt Pénzügyi Szakoktató és Kiadó Részvénytársaság, 2000, Budapest) 31-32. old. E hivatkozott helyen a szerző kifejti a „*bessz*” és a „*hossz*” spekulációról vallott álláspontját, hangsúlyozva, hogy ő értékalapon teszi le a voksát az utóbbi mellett.

<sup>76</sup> GREENWOOD, Daniel J. H. a University of Utah- S. J. Quinney College of Law professzora, akinek érdeklődése elsődlegesen az üzleti organizációk jogára összpontosul.

<sup>77</sup> Lásd GREENWOOD, Daniel J. H., *The Dividend Puzzle: Are Shares Entitled for the Residual?* The Journal of Corporation Law (2006- 2007) Vol. 32. 108. old.

<sup>78</sup> Lásd PAPP, Tekla – RÚZS MOLNÁR, Krisztina, *A társasági jog és a munkajog határán – A vezető tisztségviselők és a vezető állású munkavállalók jogviszonyának létesítésére vonatkozó szabályozás áttekintése*, Jogtudományi Közlöny (2010) No. 2. 59-71. old.



nagyrésztvényesek aktív irányítási igénye mellett működik. Miután az irányító testület (*igazgatóság*) mellett ellenőrző szerv (felügyelő bizottság) is működik, a tulajdonosi érdekek és a közérdek együttes képviselőjének igénye –legalább elméletben– a *stakeholder* teóriához közelíti a kontinentális Európa társaságait. A társaság érdekartikulációként –és nem elsősorban tőkepiaci konstrukcióként– történő meghatározása az igazgatók helyzetét is egyszerűsíti. A döntő kérdés a *blockholderekkel* ápoltnexus, ennek megromlása ugyanis automatikus bizalomvesztést jelenthet.

Viszont részben ennek, részben a defenzív társasági jogi megoldásoknak köszönhetően, sokkal kevésbé kell tartania az igazgatóknak a (külső) ellenséges támadásoktól, hiszen a kontinentális Európa országaiban jóval kevesebb sikeres *takeover* megy végbe, mint az angolszász országokban; elég példának okáért összevetnünk a holland *takeover-védelem* széles eszköztárát az Egyesült Államok dinamikus vállalatfelvásárlási gyakorlatával.<sup>79</sup>

A *blockholdereknek* való kitettség és a szűkebb operatív mozgástér együttes következménye, hogy az igazgatósági tagok javadalmazása szerényebb mértékű az amerikai társaságok vezetőinél. Miután ezzel a témakörrel a későbbiekben egy teljes fejezet terjedelmében foglalkozunk, most csak annyit jegyeznénk meg, hogy a tőkepiaci teljesítmény relatíve kisebb szerepe, valamint az erőteljes tagsági kontroll ténye –eddig úgy fest– hatékonyabb akadályt állít a javadalmazás és a prémiumok elszabaduló mértékeinek útjába, mint bármilyen becsületkódex, vagy ajánlás. Ennél többet nem is mondhatunk válaszul azoknak, akik még a 2008-as javadalmazási botrányok után is kitartanak amellett, hogy lehetőség kínálkozik az üzleti szféra belső, normatív alapú reformjára. A kötelező kontroll hatékonyabb, akár kontraktuális (uralkodó tag), akár jogszabályi eredetű. Emiatt érezhetjük úgy, hogy bár az EU az igazgatóságok kérdéséhez csak ajánlási szinten mert közelíteni –*ajánlás a nem ügyvezető igazgatósági tagok és a felügyelő bizottsági tagok szerepéről (2005/162/EK)*, illetve *ajánlás a jegyzett társaságok igazgatóinak díjazásáról (2004/913/EK)*– a tét mégsem volt olyan nagy, mint az Egyesült Államokban.

A felügyelő bizottsági tagok a társaság ellenőrző szervének tagjai, akiknek ebben a minőségben sokszor csak formális szerep jut, hiszen e testületek hatékonysága elméleti és gyakorlati oldalról is vitatható.<sup>80</sup> Viszont *stakeholder* minőségük ennél érdekesebben alakulhat, hiszen a felügyelő bizottsági helyek felkínálása gesztus értékű a társaságok munkavállalói (a német modell a kötelező munkavállalói képviselő mellett foglal állást), valamint a társadalmi kapcsolatok szempontjából kiemelt jelentőségű személyek honorálása szempontjából. A gyakorlat ennél persze árnyaltabb képet mutathat. Nem kell elrugaskodnunk a hazai példától ahhoz, hogy a felügyelő bizottsági tagság pejoratív értelmezésével találkozunk, az effektív munka hiányának, valamint az elvtelen jutalmazás szinonimájaként. Ez a magánszektorban „csak” üzleti-etikai kérdéseket vet fel, de a közszféra vállalatainak esetében előtérbe kerülnek a politikai és törvényességi vonatkozások.

Az angolszász (egyszintű) igazgatótanácsok ügyvezető (*executive*) tagjai kiemelt helyzetet élveznek, hiszen mint belső *stakeholderek*, ők a tőkekoncentráció valódi urai. A testület, amelyben helyet kapnak, egyszerre működik az operatív irányítás és az ellenőrzés szerveként. Az ellenőrzési funkciókért a nem ügyvezető (*non-executive*) tagok végzik.

<sup>79</sup> Lásd EDWARDS, Vanessa, *The Directive on Takeover Bids – Not Worth the Paper It's Written On*, *European Company and Financial Law Review* (2004) Vol. 1. 422. old.

<sup>80</sup> <sup>80</sup> Lásd JUNGSMANN, Carsten, *The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems*, *European Company and Financial Law Review* (2006) Vol. 3. 453-454. old.

Ebben a struktúrában az ügyvezető igazgatók jelentős mozgásteret élveznek és befolyásuk jócskán meghaladja európai társaikét. Ugyanez igaz a javadalmazásuk mértékére,<sup>81</sup> amely a 2008-as botrányok tükrében már politikai választ követelt. Az Egyesült Államokban ugyanis a pénzügyi szektor megsegítésének érdekében<sup>82</sup> pénzügyi „tűzoltásra” emlékeztető jogalkotás vette kezdetét, amelynek eredménye az *Emergency Economic Stabilization Act of 2008* volt,<sup>83</sup> amelynek eredménye végül a pénzügyi szektor 700 milliárd dollárral történő kiségitése<sup>84</sup> lett. Ugyanakkor az ezt követő botrányok rámutattak, hogy a vállalati vezetők a segélyre szánt összeg jelentős részét javadalmazásra fordították,<sup>85</sup> amely komoly erkölcsi aggályokat vetett fel, tekintve hogy a csődközeli helyzet az ő pénzügyi vezérletükkel következett be. A megoldást végül az adójogi rendelkezések jelentették, hiszen a megsegített társaságok vonatkozásában az Egyesült Államok 90%-os adókulcsot vetett ki a prémiumokra, melynek eredményeként több vállalati vezető önként mondott le járandóságáról.

Az egyszintű irányítási modell nem ügyvezető igazgatói a társaságon belül kontroll funkciót töltenek be. Az igazgatótanács tagjaként látják el az ellenőrzést, amely csak akkor lehet sikeres, ha megfelelő létszámú független tag<sup>86</sup> foglal helyet közöttük.<sup>87</sup> A társaság belső irányítási rendszerében, így különösen a bizottságokban (audit, javadalmazási és kinevezés bizottság, stb.) a szerepvállalásuk kiemelkedő. Az ügyvezető igazgatókkal összehasonlítva javadalmazásuk alacsonyabb. *Stakeholder* minőségükben szerepvállalásuk mégis meglehetősen problematikus lehet. Noha adott társaságon belül nem lenne érdekük a javadalmazások ésszerűtlen volumenének fenntartása, előfordulhat hogy más társaságoknak ők is ügyvezető igazgatói. Így –noha meghatározott társaság esetében nem közvetlenül érdekeltek a magas javadalmazásban– általánosságban mégis érdekeltek a rendszer fenntartásában.

Amint láthattuk, az igazgatók és az ellenőrző funkciók letéteményesei, mint *stakeholderek*, a díjazás „megfelelő rendszerében”<sup>88</sup> érintett személyek. Ugyanakkor ez a megállapítás a társaságok menedzsereinek vonatkozásában is igaz. A díjazás persze vagyoni és presztízsbeli előnyöket is jelenthet. A kérdés csak az, hogy vajon képes-e a menedzsment tevékenysége során annyi értéket teremteni, amilyen mértékben a társaság jutalmazza a –szerencsés esetben– erre irányuló tevékenységet?

Végezetül nem hagyhatjuk figyelmen kívül, hogy *stakeholderként* a vállalat igazgatóinak felelőssége a posztmodern társasági jogban egyre nagyobb jelentőséget

---

<sup>81</sup> Lásd HALÁSZ, Vendel – KECSKÉS, András, *Mennyit és miért? Mértékek és jogcímek a vállalati vezetők javadalmazásában*, Jogtudományi Közlöny (2010) No. 2. 72-82. old.

<sup>82</sup> Gondolunk itt a *Bear Stearns* és a *Lehman Brothers* és más jelentős pénzintézetek csődjére, valamint a szorult helyzetbe kerül *American International Group* kiségitésére.

<sup>83</sup> Lásd BURGHART, Sarah H., *Overcompensating Much? – The Impact of Preemption on Emerging Federal and State Efforts to Limit Executive Compensation*, *Columbia Business Law Review* (2009) 676-679. old.

<sup>84</sup> Az angol terminológiával „*Bank Bailout*”.

<sup>85</sup> Lásd SCHERER, Michael, *Obama's AIG Outrage: All Talk, No Action*, *Time* (2009. március. 17) Elérhető: <http://www.time.com/time/politics/article/0,8599,1885668,00.html>

<sup>86</sup> Lásd CLARKE, Donald C., *Three Concepts of the Independent Director*, *Delaware Journal of Corporate Law* (2007) Vol. 32. 78-108. old.

<sup>87</sup> Lásd SALE, Hillary A., *Independent Directors as Securities Monitors*, *Business Lawyer* (2005- 2006) Vol. 61. 1374- 1380. old.

<sup>88</sup> Ezt a terminológiát használja a vonatkozó Unió ajánlás: A BIZOTTSÁG AJÁNLÁSA (2004. december 14.) egy megfelelő rendszer előmozdításáról a jegyzett társaságok igazgatóinak díjazásához (2004/913/EK). Elvonatkoztatva a fordításból adódó furcsa hangzástól, szimbolikusan semmitmondó elnevezésről van szó, amely jelenség sajnos egyelőre nem idegen az EU *corporate governance* normáitól.

nyert.<sup>89</sup> A 2002-es amerikai vállalati botrányokat követő *Sarbanes-Oxley* jogalkotás<sup>90</sup> egyaránt erősítették a pénzügyi beszámolókért és a társaságirányítás belső kontrollrendszeréért való felelősség polgári és büntetőjogi vonatkozásait.<sup>91</sup> A felelősség kritériumai Európában is szigorodtak; az Unió a pénzügyi beszámolókért való egyetemleges felelősség mellett tette le a voksát, ami az igazgatósági tagokat egyenként is fokozottabb körültekintésre ösztönzi.

*Munkavállalók* – A vállalatok munkavállalóinak érintettsége és a vállalat irányában fennálló kitettsége az elmúlt évtizedben jelentősen erősödött. Ennek a folyamatnak része, hogy a vállalatok, mint munkaadók, egyre nagyobb lojalitást várnak munkavállalóiktól, amely a fokozott teljesítmény kritériumától egészen a korporatív életformáig terjedhet.

E folyamat külsőségekben is tetten érhető, tekintve hogy a vállalati dekorációk (logók, emblémák, zászlók, „himnuszok” és prominens vezetők) ismertebbek lehetnek számos ország államdekorációjánál.

A munkavállalók kitettsége gazdasági tekintetben még látványosabb lehet. A 2002-es amerikai vállalati botrányok rávilágítottak, hogy a társaságok (jó példa az Enron)<sup>92</sup> a külsőségekben megnyilvánuló lojalitás mellett azt is elvárták, hogy a munkavállalók megtakarításait az ő saját részvényeikbe helyezték. Az összeomlás emiatt a munkavállalókat hatványozottan hátrányos helyzetbe hozta: a megtakarításuk és a jövedelmük is elveszett. Természetesen ugyanez igaz a nyugdíjukra is, mivel jelentős része a vállalatok papírjaiba fektetett pénzen alapult volna.

A munkaerő motiválásának rendszerét is hasonló felfogásban fejlesztették a vállalatok, hiszen a jutalmazás egyik kiemelt formája a részvényopciók ajándékozása lett, amely a jutalom realizálódását szintén a jó tőzsdei teljesítményhez köti. Ezzel a társaság azt a – véleményünk szerint hamis– látszatot kelti, hogy a tőkepiaci teljesítmény és a munkavállalók teljesítménye között *közvetlen* összefüggés áll fenn. Elmélyült tőkepiaci ismeretek hiányában a munkavállalók hajlamosak elhinni az érvelést, de hangsúlyozzuk, hogy a gazdasági jelentőségen túl komoly érzelmi motivációt jelenthet, hogy a társaság hajlandó saját munkavállalóit tulajdonosi rangra emelni. Természetesen a részvényopció alapú jutalmazásnak meg van a helye és szerepe, de annak kockázati jellegére (különösképpen a szisztematikus kockázatok tekintetében) fel kell hívnunk a figyelmet. Miután kiindulópontnak a vállalati botrányokat tekintettük, feltétlenül említést kell tennünk a „*whistleblower-protection*”<sup>93</sup> jelentőségéről.<sup>94</sup> 2002-től e jogintézmény fejlődése látványos. A *whistleblowerek* védelme az Egyesült Államokban a *Sarbanes-Oxley Act* szabályozási körében nyert megerősítést, ugyanis a jogszabály *806. szakasza*

<sup>89</sup> Lásd NOCHTA, Tibor, *A magánjogi felelősség útjai a társasági jogban* (DIALÓG CAMPUS KIADÓ, 2005, Budapest – Pécs) 211-213. old.

<sup>90</sup> Lásd FOGEL, Eric M. – GEIER, Andrew M., *Strangers in the House: Rethinking Sarbanes-Oxley and the Independent Board of Directors*, Delaware Journal of Corporate Law (2007) Vol. 32. 39-41. old.

<sup>91</sup> Lásd BENNETT, Robert S. – KRIEGEL, Alan – RAUH, Carl S. – WALKER, Charles F., *Internal Investigations and the Defense of Corporations in the Sarbanes-Oxley Era*, Business Lawyer (2006. november) Vol. 62. 61. old.

<sup>92</sup> Lásd ALTER, Denise M., *Corporate Art Collecting and Fiduciary Duties to Shareholders: Legal Duties and Best Practices for Directors and Officers*, Columbia Business Law Review (2009) 3. old.

<sup>93</sup> A „*whistleblower*” tükörfordításban „*sípfújót*” jelent, de üzleti jogi kontextusban azokat a munkavállalókat értjük alatta, akik a társaság ellen bejelentést tesznek, illetve a társaság ellen indított eljárás során adatot szolgáltatnak, vagy tanúvallomást tesznek.

<sup>94</sup> Lásd BAUMGARTNER, Fabrice, *Whistleblower Procedures and Personal Data Protection in France*, The Corporate Governance Law Review (2007) Vol. 3. No. 2. 206-224. old.

kimondja, hogy a részvénytársaság azon alkalmazottai, akik a bírósági eljárás során csalásra vonatkozó információt szolgáltatnak a kibocsátóról, nem bocsáthatók el, nem fenyegethetők meg és egyéb eszközzel sem diszkriminálhatók a munkáltató által. Amennyiben ez mégis megtörténik – és hitelt érdemlően bebizonyítható, úgy a munkáltató köteles őket visszavenni, még hozzá a korábbiak megfelelő pozícióba, azonos díjazás mellett.

## b) Külső stakeholderek

*Hitelezők* – A hitelezővédelem jogi eszköztára meglehetősen széles. Természetesen hitelezővédelmi garanciát jelent az is, ha a felelős társaságirányítás eszközrendszerével általánosságban növelni lehet a társaságok működési körében a transzparenciát és biztosítani lehet a felelős, átgondolt irányítást.

Ki kell emelnünk, hogy a hitelezővédelemnek vannak ennél konkrétabb intézményei, amelyeket a társasági jogok biztosítanak. Ezek egyike a tőkevédelemhez kötődő társasági jogi intézkedések rendszere, amelynek lényege, hogy a meghatározott társasági formák (korlátolt felelősségű társaság, részvénytársaság stb.) meghatározott nagyságú alaptőkével rendelkezzenek, amely a hitelezői igények kielégítésének fedezeteként fogható fel. Minél korlátozottabb a tagok felelőssége ugyanis, a hitelezői igények kielégítésének lehetősége annál inkább a társaság vagyonára koncentrálódik. Az Európai Unió *második társasági jogi irányelve (tőkevédelmi irányelv)* határozza meg azokat az előírásokat, amelyek a társaságok tőkéjének védelmére vonatkoznak.<sup>95</sup> Hazai példánál maradva, a magyar társasági jog követte az európai tendenciákat, amikor 2006-ban alacsonyabb tőkeminimumokat írt elő a korábbiaknál. Az alacsonyabb tőkeminimumok az *Európai Kisvállalkozói Chartához* igazodva azt a célt szolgálják, hogy az Európai Unióban egyszerűbb legyen a társaságok alapítása és kevesebb bürokratikus akadály korlátozza azt. Ugyanakkor fontos megjegyezni, hogy a hitelezők, mint *stakeholderek*, szűkebb körű védelmet élvezhetnek csak, a kisebb összegű tőkeminimumokon keresztül. Példának okáért Magyarországon egy zártkörűen működő részvénytársaság megalapításához csak 5.000.000 Ft, míg nyilvánosan működő esetén 20.000.000 Ft összegű minimális alaptőkére van szükség. Véleményünk szerint ez a nagyságrend semmilyen szempontból nem tűnik alkalmasnak komolyabb hitelezői igények kielégítésére. Álláspontunk szerint globális szinten beszélhetünk a tőkeminimumok tartalmi kiüresedéséről, amely folyamat a hitelezők szempontjából nagyobb üzleti kockázatot eredményez.

Emellett a hitelezők védelmével összefüggésben szót kell ejtenünk a társaság tagjainak felelősségéről is. Természetesen a korlátozott felelősség áttörésére gondolunk, ugyanis globális viszonylatban általánosnak tekinthető társasági jogi megoldás, hogy azok a tagok (részvényesek), akik korlátozott felelősségükkel a hitelezők rovására visszaéltek, korlátlanul és egyetemlegesen felelnek. A magyar társasági törvény hitelezővédelmi szabályai követik ezt a koncepciót.<sup>96</sup> A felelősség áttörése különösen azokban az esetekben kerül megállapításra a joggyakorlat alapján, amikor a tagok a társaság vagyonával sajátjukként rendelkeznek, avagy úgy csökkentik azt, hogy ezzel a hitelezők kielégítésének fedezetét elvonják.

<sup>95</sup> Lásd CSEHI, Zoltán, *A társaságok tőkésítéséért való tagi felelősségről*, 259-285. in ACTA CONVENTUS DE IURE CIVILI TOMUS X. (Szerk.: Papp Tekla, Szeged, 2009.) 159-285. old.

<sup>96</sup> Lásd a 2006. évi IV. törvény a gazdasági társaságokról 50. § (1) bekezdését.

Érdemes kiemelnünk, hogy a magyar társasági törvény 2006-ban bevezetett egy meglehetősen ellentmondásos rendelkezést, amely előírja, hogy fizetési képtelenséggel fenyegető helyzetben a vezető tisztségviselőknek elsősorban a hitelezői (nem pedig a tulajdonosi) érdekek szerint kell eljárnia.<sup>97</sup> Ez a gyakorlatban szinte megoldhatatlan helyzetet teremt, hiszen a tisztségviselő státusza döntő mértékben a társaság tagjainak (tulajdonosainak) bizalmától függ.

A hitelezővédelem aspektusából meghatározó jelentőséggel rendelkezik a csődjogi szabályozás karaktere, amely az egyes államok vonatkozásában nagymértékben eltérhet. A társaságok vagyonának automatikus zárolása a reorganizáció során a csődeljárást merevebbé teheti a biztosítékkal rendelkező hitelezőknek (*secured creditors*), ugyanakkor védelmet jelenthet a menedzsment és más hitelezők számára. Szintén nem közömbös, hogy a társaság reorganizációja során a menedzsment hivatalban marad-e (Egyesült Államok, Németország), illetve a bíróság vagy a hitelezők által választott testület lép-e a helyébe (Egyesült Királyság, Új-Zéland)?<sup>98</sup> Végezetül igen jelentős hatást gyakorol a hitelezők helyzetére, hogy a csődjogi szabályozás karaktere egyáltalán a megegyezés, a *reorganizációs eljárás* felé tereli-e a folyamatot, esetleg kifejezetten kötelezővé teszi-e azt?

*Állam* – Az állami érdek, mint *stakeholder* érdek több vonatkozásban is összefonódik a társaságok működésével. Ezek közül az egyik legjelentősebb kapcsolódási pont a társaságok adóján keresztül jelentkező állami bevétel.

A társaságok számára persze fontosabb az állami érdeknél saját gazdasági érdekeik szem előtt tartása. Emiatt érthető, hogy nem kívánnak több adót fizetni annál, mint amennyi feltétlenül szükséges, más szóval megpróbálják minimalizálni adójukat. Ez érdekes helyzetet teremt az adójog-politika területén, mert bár a magasabb adókulcsokat megállapító államok elvileg több bevételhez juthatnának, mégis több társaság fogja bejegyeztetni a székhelyét olyan államokban, amelyek adójogi szempontból kedvezőbb feltételeket teremtenek.

Ezt a jelenséget ismerjük úgynevezett *Delaware-jelenségként* (Delaware effect). Az Egyesült Államokban *Delaware* állam, habár a kis területű és lélekszámú államok közé tartozik a legnagyobb társaságok közül mégis nagyon sok került bejegyzésre *Delawareban*.<sup>99</sup> A jelenség oka, hogy ott biztosítottak számukra a legkedvezőbb adójogi feltételek, amely egyik részről előnyös a társaságoknak, másik részről az államnak is. Az ott bejegyzésre került társaságok nagy számának köszönhetően ugyanis jelentős bevétel képződik a társaságok adóiból. (Érdekes, hogy *Delaware* belső nézőpontja mennyire eltérő, hiszen az ottani szakmai álláspontok a társasági jog minőségével és a bíróságok pártatlanságával magyarázzák a jelenséget.)<sup>100</sup> Európa „*Delaware államának*” címére sokáig Hollandia pályázott, amely törekvése az EU jogának alapelveit figyelembe véve nem lehetett maradéktalanul sikeres.

A nagy társaságok adó-optimalizálásához persze nem elegendő, ha az anyavállalat az adójogi szempontból kedvező helyen van bejegyezve. Ehhez az is szükséges, hogy a

<sup>97</sup> Lásd a 2006. évi IV. törvény a gazdasági társaságokról 30. § (3) bekezdését.

<sup>98</sup> Lásd LA PORTA, Raffael – LOPEZ-DE-SILANEZ, Florencio – SHLEIFER, Andrei – VISHNY, Robert W., *Law and Finance*, Journal of Political Economy (University of Chicago Press, 1998) Vol. 106(6). 1136-1137. old.

<sup>99</sup> Lásd STRINE Jr., Leo E., *The Delaware Way: How We Do Corporate Law and Some of the New Challenges We (and Europe) Face*, Delaware Journal of Corporate Law (2005) Vol. 30. 679. old.

<sup>100</sup> Lásd STRINE Jr., Leo E., *The Delaware Way: How We Do Corporate Law and Some of the New Challenges We (and Europe) Face*, Delaware Journal of Corporate Law (2005) Vol. 30. 675. old.

különböző államokban bejegyzett leányvállalatok minimalizálni tudják a lokális profitjukat. Ennek eszköze, hogy különböző jogcímeken (pl. tanácsadás) átjuttassák a bevétel nagyobbik részét az anyavállalatnak, amely kedvezőbb feltételek mellett adózik. A vállalatcsoportok működésének egyik legaktuálisabb jogi felvetése tehát éppen az adójogi szempontú kérdésfelvetés, amely az állami érdekek garanciáinak alapját is jelenti.

Az állami érdekek érvényesüléséhez persze nem elég a megfelelő jogi szabályozás, hanem a felügyeleti rendszernek és az adóhatóságoknak is eredményesen kell működniük és megfelelően széleskörű jogosítványokkal kell rendelkezniük ahhoz, hogy megakadályozzák a profit hamis jogcímeken történő kiáramlását. Feltétlenül hangsúlyt kell fektetni olyan szerződések ellenőrzésére a vállalatcsoport tagjai között, amelyek esetében feltűnő az értékaránytalanság (különös tekintettel a gyakran használt jogcímekre, pl. tanácsadás stb.)

Az állam szerepe az adójogi vonatkozáson kívül azért is kiemelendő, mert olyan *stakeholderről* van szó, amely a legközvetlenebb módon tudja befolyásolni a társaságokra vonatkozó szabályok tartalmát, a jogalkotás eszközével. Ezért az állam feladata –azzal együtt hogy maga is *stakeholdernek* tekinthető–, hogy más *stakeholderek* érdekeit felismerje és jogalkotás útján garantálja, amennyiben szükséges.

*A közérdek* – A közérdek igen bonyolult kategória, főként amennyiben kiterjesztően kívánjuk értelmezni azt. Miután az állam érdekét külön *stakeholder* érdekként említettük, ezért a közérdek fogalmát nem azonosíthatjuk az állami érdek fogalmával. Álláspontunk szerint a közérdeket *stakeholder-védelmi* szempontból tágabb érdekszféraként értelmezhetjük, mint az állami érdeket, ezzel párhuzamosan címzettjeit is nehezebb meghatározni.<sup>101</sup> A globális társadalmi, természeti és gazdasági szempontok szerint közérdeknek minősül minden, ami a közegészségügy, a közjólét és a közérzet (stb.) szempontjából előnyös hatást fejt ki, míg közérdek ellen való az, ami ezek ellen hat. Ez a problémakör meglehetősen tág, hiszen a társaságok tevékenységének bizonyos területei mindenkit érintenek, de a felelősök köre nem határozható meg egyértelműen. Példának okáért nem meghatározható, hogy ki és milyen felelősségi alakzat szerint felel a globális felmelegedésért, mint ahogy az sem, hogy ki a felelős a közízlés látványos romlásáért. Ugyanakkor azon érintettek köre sem egyértelműen meghatározható, akik valamilyen jogi garancia birtokában léphetnének fel *stakeholderként* az általános értelemben vett közérdekvédelmi kategóriák megóvása érdekében. A jogalkotók és a jogalkalmazók szemszögéből éppen ezért mindig nehéz kérdés, hogy hol kezdődik a közérdekvédelem elsőbbsége, ha az más (például részvényesi) érdekekkel ütközne.

Ugyanakkor van rá precedens, hogy a közérdek (társadalmi érdek) ilyen esetekben győzedelmeskedik más –akár gazdasági profitorientált– érdekekkel szemben. A *shareholder primacy* elv közérdekből történő átszakításának jogszerűségét a bírósági gyakorlat is deklarálta az Egyesült Államokban, 1968-ban, a *Shlensky vs. Wrigley* ügyben hozott ítéletben. A jogvita alapját képező tényállás értelmében a *Chicago Cubs* baseball csapat nem vezette be a világitást a *Wrigley Field Stadionba*, ezzel ellehetetlenítve, hogy a csapat ott éjszaka játszhasson. A részvényesek sérelmezték a menedzsment döntését, amely ellen keresettel fordultak. A menedzsment azzal érvelt, hogy a közérdek figyelembe vétele mellett járt el, amely ezúttal a lakossági érdek szem

---

<sup>101</sup> Vö. THOMAS, Randall S., *What is Corporate Law's Place in Promoting Societal Welfare?: An Essay in Honor Professor William Klein*, Berkeley Business Law Journal (2005) Vol. 2. 135-140. old.

előtt tartását jelentette, az éjszakai játék nyugalmat megzavaró, kedvezőtlen hatásaira tekintettel. Egyúttal elismerte, hogy döntésével ebben az esetben mellőzte a részvényesek közvetlen anyagi érdekét. A bíróság pedig helyt adott a menedzsment érvelésének, kifejezve, hogy a részvényesek profithoz fűződő érdekeinek mellőzése más érdekek előmozdítása érdekében történt.<sup>102</sup>

#### 4) A *La Porta-index*<sup>103</sup> és a jog relevanciája a tulajdonosi koncentráció tekintetében

A *shareholder* és *stakeholder* középpontú elemzések összefüggésében többször is szót ejtettünk arról, hogy meghatározó jelentőséggel rendelkezhet a (koncentrált avagy plurális) befektetői szerkezet a társaságirányítás gyakorlatára. E kérdés tekintetében izgalmas felvetésnek tűnik, hogy vajon milyen hatást fejtenek ki a jogszabályi megoldások a tulajdonosi szerkezet alakulására?<sup>104</sup>

Rafael *La Porta* és munkaközössége vonatkozó elemzésében a világ 49 államának tulajdonosi koncentrációját, befektető védelmi és hitelező védelmi rendszerét vizsgálta, valamint a jogérvényesítés erősségét ezekben az országokban.

Az elemzés alaposságára utal, hogy következtetéseiket különböző indexekben is megjelenítették, amelyek alapján a vizsgálat tárgyát képező államok meghatározott pontértéket értek el, sőt a különböző eredetű jogcsaládok (angolszász, német, francia, skandináv) a hozzájuk tartozó államok pontértékei alapján összesített eredményt is kaptak. Így a *La Porta* nevéhez kapcsolódó kutatások a következtetéseket e számszerűsítések útján igyekeznek igazolni, amely véleményünk szerint elgondolkodtató, de nem minden esetben meggyőző eredménnyel jár.

Számunkra a legérdekesebb talán a részvényesi jogok területén alkalmazott módszer lehet. *La Porta* és munkaközössége nyolc különböző jogi szempontot említ, mint a részvényesi jogok érvényesülésének garanciáit. E nyolc szempont nagyobbik részét átfogóan *Antidirector Rights* elnevezéssel illeti, vagyis *igazgatókkal szembeni jogoknak*. Ezek közül hat szempontot igen egyszerű értékelési szisztémában helyez el, ezek sorrendben az a) egy részvény egy szavazat elve b) távolsági szavazás lehetősége c) a részvények letétbe helyezése alóli mentesség a közgyűlés előtt d) az összesített szavazás és az arányos képviselő e) kisebbségvédelem f) elővásárlási jog az újonnan kibocsátott értékpapírokra. Amennyiben ezek közül a szempontok közül egy adott szempont érvényesül egy vizsgált állam jogszabályi megoldásai között, úgy *La Porta* és munkaközössége a táblázat indexében 1 pontot ad az államnak, míg 0 pontot akkor, ha a jogszabályok nem garantálják az adott szempont érvényesülését. Egy példával illusztrálva a módszert: Japánban érvényesül az egy részvény egy szavazat elve, emiatt Japán ennek a szempontnak az érvényesítésén keresztül szerez pontot. Németországban azonban az *Aktiengesetz* generálisan deklarálja ugyan az egy részvény egy szavazat

<sup>102</sup> Lásd FAIRFAX, Lisa M., *The Rethoric of Corporate Law: The Impact of Stake Holder Rethoric on Corporate Norms*, The Journal of Corporation Law (2005-2006) Vol. 31. 684. old.

<sup>103</sup> Rafael *La Porta* és munkaközössége kutatásai alapján arra a következtetésre jutottak, hogy a befektetővédelem jogi intézményei meghatározók a koncentrált, illetőleg plurális tulajdonosi szisztéma kialakulását illetően. Emellett a jogtechnikai megoldások és a pénzügyek számos más érdekes összefüggését vetik fel a *Journal of Political Economy* hasábjain 1998-ban megjelent *Law and Finance* című munkájukban.

<sup>104</sup> Lásd LA PORTA, Raffael – LOPEZ-DE-SILANEZ, Florencio – SHLEIFER, Andrei – VISHNY, Robert W., *Investor Protection and Corporate Valuation*, The Journal of Finance (2002. június) Vol. LVII. 1147-1149. old.

elvét, azonban a 143. § (1) bekezdése alapján ez alól kivételt jelenthetnek a belső megállapodások. Így Németország e szempont alapján nem szerez pontot (0 pont).

Bonyolultabb a helyzet a rendkívüli közgyűlés összehívásának joga vonatkozásában, mert itt azok az államok szereznek pontot, akiknek joga lehetővé teszi, hogy ezt a leadható szavazatok 10%-ának (vagy kevesebbnek) arányában (ami világviszonylatban középértéknek tekinthető) gyakorolni lehessen. Példának okáért Ausztria pontot szerez e szempont alapján, hiszen 5%-tól teszi lehetővé a közgyűlés rendkívüli összehívását, míg Ecuadorban nem sikerül a pontszerzés, mivel az említett jog gyakorlása ott a szavazatok 25%-ához kötött.

Végezetül *La Porta* és munkaközössége azt is értékeli, hogy kötelező e osztalékot fizetni a részvényeseknek és ha igen, akkor milyen arányban? Az táblázat indexe a lehető legkülönbözőbb eredményeket hozta. Kirívóan gyengén teljesített Belgium, amely 0 pontot ért el, míg az Egyesült Államok vagy Kanada 5 ponttal büszkélkedhet. Az így összeállított index alapján vannak le a szerzők következtetéseket a részvényesi jogok érvényesülésének tekintetében (mind az államok, mind a jogcsaládok viszonylatában); illetőleg összevetik az eredményeket más területek hasonló indexeivel (hitelezővédelem, jogérvényesítés, tulajdonosi koncentráció).<sup>105</sup>

A hitelezővédelem területén a módszer meglehetősen hasonló, a 0 illetőleg 1 pontot érő szempontok pedig a következők: a) a vagyon automatikus zárolása nem kötelező esetleges reorganizációs eljárás során b) a biztosítékkal rendelkező hitelezők elsőbbsége igényeik kielégítésének tekintetében c) kötelező reorganizációs eljárás d) a menedzsment távozása a reorganizáció során. A tőkevédelem mérése eltérő szempontok szerint történt, csakúgy mint a részvényesek jogainak esetében a kötelező osztalékfizetés értékének megállapítása az indexben.<sup>106</sup>

A jog érvényesítésének („*Rule of Law*”) területén nem érvényesül a korábban alkalmazott 0 és 1 pontos index. A bírósági rendszer hatékonysága mellett a szempontokat a jogerő, a kisajátítás kockázata, a korrupció és a szerződészegés kockázata képezik. Emellett ebbe a kategóriába sorolta *La Porta* és munkaközössége az államok számviteli standardokhoz történő igazodás viszonylatában elért eredményeit is.<sup>107</sup>

A tulajdonosi koncentráció indexének szempontjait a szerzők úgy határozták meg, hogy a mintavétel alapját képező államok viszonylatában minden ország esetében a tíz legnagyobb tőzsdéi társaság három legnagyobb részvényese által kézben tartott tulajdonosi hányad átlagát (*average*) és medián középértékét (*median*) vették. Emellett külön feltüntették a táblázatban a társaság átlagos piaci kapitalizációját is.<sup>108</sup>

Az eredmények összevetése után *La Porta* és munkaközössége három főbb konklúzióhoz jutott. Elsőként arra, hogy noha a jogrendszerek világszerte eltérőek

---

<sup>105</sup> Lásd LA PORTA, Raffael – LOPEZ-DE-SILANEZ, Florencio – SHLEIFER, Andrei – VISHNY, Robert W., *Law and Finance*, Journal of Political Economy (University of Chicago Press, 1998) Vol. 106(6). 1126-1134. old.

<sup>106</sup> Lásd LA PORTA, Raffael – LOPEZ-DE-SILANEZ, Florencio – SHLEIFER, Andrei – VISHNY, Robert W., *Law and Finance*, Journal of Political Economy (University of Chicago Press, 1998) Vol. 106(6). 1134-1140. old.

<sup>107</sup> Lásd LA PORTA, Raffael – LOPEZ-DE-SILANEZ, Florencio – SHLEIFER, Andrei – VISHNY, Robert W., *Law and Finance*, Journal of Political Economy (University of Chicago Press, 1998) Vol. 106(6). 1140-1145. old.

<sup>108</sup> Lásd LA PORTA, Raffael – LOPEZ-DE-SILANEZ, Florencio – SHLEIFER, Andrei – VISHNY, Robert W., *Law and Finance*, Journal of Political Economy (University of Chicago Press, 1998) Vol. 106(6). 1145-1151. old.



lehetnek, a befektetők számára csak korlátozott garanciákat nyújtanak. Az angolszász jogcsalád tagjai szerepeltek a legjobban,<sup>109</sup> míg ennél gyengébben a római jogi hagyományokkal rendelkező országok (köztük is közepesen a német, míg kifejezetten gyengén a francia eredetű jogok.)<sup>110</sup>

Másodjára azt a következtetést vonták le, hogy a jog érvényesülése nagymértékben eltér világszerte, de a legjobb eredménnyel a német jogcsalád zárta a versenyt, a középmezőnyt az angolszász eredetű jogok alkotják, míg a francia eredetű jogok ismét a sereghajtók között végeztek.<sup>111</sup>

Harmadsorban *La Porta* és munkaközössége arra a következtetésre jutott, hogy a befektetővédelem intézményrendszere világszerte általánosan gyengélkedő tendenciát mutat, amelyből ők a relatíve magas tulajdonosi koncentráció okára következtetnek. Ebből azt is levezetik, hogy közvetlen kapcsolat áll fenn a befektetővédelem határfoka és a tulajdonosi koncentráció között: minél gyengébben védi egy állam joga a befektetőket, a tulajdonosi koncentráció annál magasabb lesz.<sup>112</sup> Az elmondottak tükrében vitatják azokat az álláspontokat, amelyek az Egyesült Államok plurális részvénytulajdoni struktúráját az amerikai stílusú „*antiblockholder*”<sup>113</sup> politika következményeként értékelik. *La Porta* és munkaközössége ezzel összefüggésben arra is felhívta a figyelmet, hogy az irányító *blockholderek* nem támogatják –sőt akadályozzák– a jogszabályi reformokat, amelyek a szélesebb körű befektetői demokrácia alapját képezhetnék. Amennyiben figyelembe vesszük, hogy az Európai Unióban a társaságirányítás reformja milyen nehézkes, akkor könnyen beláthatjuk, hogy a szerzők ebben a tekintetben nem tévednek nagyot.<sup>114</sup>

A végkövetkeztetés mindezek alapján, hogy a jogi megoldások igenis szoros kapcsolatban állnak a gazdasági fejlődés szempontjaival. A kutatási eredmények szubjektív nézőpontjából adódó tévedési lehetőségekre azonban már a szerzők is felhívják a figyelmet, utalva arra, hogy noha például Belgium és Franciaország eredményei az általuk megalkotott indexben nem végeztek előkelő helyen, mégis rendkívül gazdag országok.<sup>115</sup> Ennek ellenére a *La Porta* féle kutatási vonulat következtetései végkicsengése, hogy a befektetővédelem jogintézménye döntő hatást

---

<sup>109</sup> Lásd ZETZSCHE, Dirk A., *Shareholder Interaction Preceding Shareholder Meetings of Public Corporations – A Six Country Comparison*, European Company and Financial Law Review (2005) Vol. 2. 108-109. old.

<sup>110</sup> Lásd LA PORTA, Raffael – LOPEZ-DE-SILANEZ, Florencio – SHLEIFER, Andrei – VISHNY, Robert W., *Law and Finance*, Journal of Political Economy (University of Chicago Press, 1998) Vol. 106(6). 1151. old.

<sup>111</sup> Lásd LA PORTA, Raffael – LOPEZ-DE-SILANEZ, Florencio – SHLEIFER, Andrei – VISHNY, Robert W., *Law and Finance*, Journal of Political Economy (University of Chicago Press, 1998) Vol. 106(6). 1151-1152. old.

<sup>112</sup> Lásd LA PORTA, Raffael – LOPEZ-DE-SILANEZ, Florencio – SHLEIFER, Andrei – VISHNY, Robert W., *Law and Finance*, Journal of Political Economy (University of Chicago Press, 1998) Vol. 106(6). 1152. old.

<sup>113</sup> Lásd LA PORTA, Rafael – LOPEZ-DE-SILANEZ, Florencio – SHLEIFER, Andrei, *Corporate Ownership Around the World*, The Journal of Finance (1999. április) Vol. LIV. 511-512. old.

<sup>114</sup> Lásd LA PORTA, Rafael – LOPEZ-DE-SILANEZ, Florencio – SHLEIFER, Andrei, *Corporate Ownership Around the World*, The Journal of Finance (1999. április) Vol. LIV. 512. old.

<sup>115</sup> Lásd LA PORTA, Raffael – LOPEZ-DE-SILANEZ, Florencio – SHLEIFER, Andrei – VISHNY, Robert W., *Law and Finance*, Journal of Political Economy (University of Chicago Press, 1998) Vol. 106(6). 1152. old.

gyakorolnak a társaságok tulajdonosi szerkezetére,<sup>116</sup> kiemelt hatást gyakorolnak a pénzügyi folyamatokra és nem utolsó sorban jelentősen befolyásolják a vállalatok növekedését és a tőkepiaci viszonyok fejlődését.<sup>117</sup>

Mindezekre tekintettel megállapíthatjuk, hogy a *La Porta* és munkaközössége által folytatott kutatásokra, illetőleg azok eredményére vegyes érzésekkel tekinthetünk.

Véleményünk szerint egyik részről a kutatások kiindulópontja fantáziadús és erősíti az *interdiszciplinaritás* helyes nézőpontját a társaságirányítás területén. Emellett *La Porta* szerzőtársaival egyetemben helyes végkövetkeztetéseket von le a jog szerepét illetően, megállapítva annak átfogó –részletekre kiterjedő– jelentőségét a pénzügyi folyamatok vonatkozásában.

Másik részről érdekes, hogy noha a végkövetkeztetések ilyen átfogó igazságtartalommal rendelkeznek, az érvelés, amely eljuttat odáig, gyenge alapokon áll. Arra gondolunk, hogy azokat az összefüggéseket, amelyeket a szerzők az általuk alkotott index használatával igyekeznek bizonyítani, igen nehéz azzal a módszerrel értékelni, amellyel ezt megkísérik. Nevezetesen: lehetetlen az átfogó jogintézményi keretek összehasonlítása egy 0 és 1 pont terjedelmű összehasonlításban, hiszen az egyes jogintézmények szerepe létezésüktől függetlenül is más lehet az egyes államok jogszabályi környezetének kontextusában. Maradjunk a hazai példánál; a *magyar társasági törvény (2006. évi IV. törvény)* bizonyos hitelezővédelmi rendelkezései közismerten idegenek a gyakorlattól. A vezető tisztségviselőknek csőd közeli helyzetben a hitelezők érdekében kell eljárniuk, de csekély az esélye, hogy a gyakorlatban lehetőségük –és nem utolsó sorban szándékuk– lehetne így tenni. Ugyanez lehet a helyzet a közgyűlés összehívásának „*antidirector right*” típusú kisebbségi jogosultságával. A *La Porta* indexben a magyar szabályozás pontot kapna a szempontra (*Belgium nem kapott*), hiszen a *magyar társasági törvény* a jog gyakorlását már 5%-tól (tehát bőven a 10%-os limit alatt) lehetővé teszi. Ugyanakkor a befektetői tudatosság (és kimondottan a részvényesi minőséghez kapcsolódó jogtudat) csekély foka a gyakorlatban formalizálja a jogosultság jelentőségét. Nem beszélve arról, hogy a kisebbség által összehívott rendkívüli közgyűlésen a többségi szavazatokat kezében tartó tag leszavazhat bármilyen előterjesztést. A *magyar csődjogi szabályozás (2009. évi LI. Törvény)* koncepcióváltása szintén ezt tükrözi. Nagyobb teret kíván engedni a *csőd eljárásnak* (és a *felszámolási eljárás* elkerülésének), hogy a fizetési nehézségekkel küzdő adós a *reorganizációs eljárás* keretein belül helyreállíthassa fizetőképességét. A jogszabályi célkitűzés hasznos lehet mind a vállalkozások, mind a nemzetgazdaság szintjén. A *reorganizáció* megnövekedett játéktérére utal, hogy annak megindítását az *új magyar csődtörvény* 2009. szeptember 1-i hatálybalépését követően a hitelező is kezdeményezheti, ha máskülönben felszámolási eljárást is kezdeményezhetne. Ugyanakkor a gyakorlatban ez nem feltétlenül jár együtt eredményes megegyezéssel az adós és a hitelező között: a tárgyalások kudarcba fulladhatnak, esetleg a hitelezőt alapvetően nem érdekli az ilyen típusú megegyezés.

Úgy gondoljuk tehát, hogy az egyes jogintézmények társadalmi, gazdasági és jogszabályi kontextusa mindig összetettebb annál, minthogy a *La Porta* és

---

<sup>116</sup> Lásd ZETZSCHE, Dirk A., *Shareholder Interaction Preceding Shareholder Meetings of Public Corporations – A Six Country Comparison*, European Company and Financial Law Review (2005) Vol. 2. 108-109. old.

<sup>117</sup> Lásd LA PORTA, Raffael – LOPEZ-DE-SILANEZ, Florencio – SHLEIFER, Andrei – VISHNY, Robert W., *Investor Protection and Corporate Valuation*, The Journal of Finance (2002. június) Vol. LVII. 1166-1169. old.

munkaközössége által felsorakoztatott „bizonyítékokat”<sup>118</sup> maradéktalanul elfogadhatnánk. E megállapításunkkal egyéb iránt nem vagyunk egyedül. *Klaus J. Hopt*, az európai *Highlevel Group of Company Law Experts* tagja szellemesen kritikus, amikor így fogalmaz: „*La Porta és kollégái úgy tesznek, mintha bebizonyították volna...*”<sup>119</sup> És a kritika meglehetősen helytálló.

### III. Virtuális trendek a vagyonkezelés és a *corporate governance* területén – aktuális folyamatok szubjektív nézőpontból

A *corporate governance* egyik sajátosan új nézőpontú megközelítését fedezhetjük fel a gazdasági trendek viszonylatában, amelyek napjainkban egyre határozottabban körvonalazzák azokat a kérdéseket, amelyek a virtuális értékpapír tranzakciók, virtuális profitok és virtuális veszteségek összefüggésében merülnek fel. E jelenségkör meglehetősen összetett, emiatt teljesen átfogó elemzésre nem törekedhetünk, ehelyett szubjektív nézőpontból, a tőkepiaci tranzakciók irányából közelítünk a kérdéshez.

Az ezredfordulót követő vállalati botrányok (*Enron*,<sup>120</sup> *Worldcom*,<sup>121</sup> *Parmalat*<sup>122</sup>) közös jellemzője, hogy azok az érintett vállalatok vagyonkezelői tevékenységi körében merültek fel. Ezeket a társaságokat nem a reálgazdasági tevékenységük visszaesése juttatta csődbe, hanem pénzügyi stratégiájuk –az általuk eszközölt befektetések veszteségei.<sup>123</sup> E befektetések nyereségességének látszatát egy ideig ugyan fenn tudták tartani kreatív könyvelési és számviteli technikáikkal,<sup>124</sup> azonban a hiteles adatok ismeretében a befektetők bizalma szinte azonnal elfogyott. Így az irreális árfolyamcsúcsoktól pár hónap alatt jutottak el a mélypontokra a részvények árfolyamai.<sup>125</sup>

A folyamat remekül illusztrálja, hogy a társaságok (és azok részvényeinek) értéke napjainkban egyre nagyobb ütemben távolodik a reálgazdasági fundamentumoktól<sup>126</sup> és

---

<sup>118</sup> „*Taken together, this evidence describes a link from the legal system to economic development.*” Lásd Lásd LA PORTA, Raffael – LOPEZ-DE-SILANEZ, Florencio – SHLEIFER, Andrei – VISHNY, Robert W., *Law and Finance*, Journal of Political Economy (University of Chicago Press, 1998) Vol. 106(6). 1152. old.

<sup>119</sup> „*As we all know, of course, there is certain support for the relevance of investor protection by the empirical work of LaPorta and colleagues who pretend to have proven the relationship between good, reliable company law and the financial development of countries.*”

Lásd HOPT, Klaus J., *European Company Law and Corporate Governance: Where Does the Action Plan of the European Commission Lead?* 119-142. in CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US (Szerk.: HOPT, Klaus J. – WYMEERSCH, Eddy – KANDA, Hideki – BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009) 122. old.

<sup>120</sup> Lásd JOHNSON, Lyman, *After Enron: Remembering Loyalty Disclosure in Corporate Law*, Delaware Journal of Corporate Law (2003) Vol. 28. 27. old.

<sup>121</sup> LAVEY, Warren G., *Responses by the Federal Communications Commission to WorldCom's Accounting Fraud*, Federal Communications Law Journal (2006) Vol. 58. 619. old.

<sup>122</sup> Lásd STORELLI, Claudio, *Corporate Governance Failures – Is Parmalat Europe's Enron Scandal?* Columbia Business Law Review (2005) 791-826. old.

<sup>123</sup> Lásd BODIE, Zvi – KANE, Alex – MARCUS, Alan J., *Befektetések* (Aula Kiadó Kft., Budapest, 2005) 16. old.

<sup>124</sup> Lásd AGUIRRE, Gary J., *The Enron Decision: Closing The Fraud- Free Zone on Errant Gatekeepers?* Delaware Journal of Corporate Law (2003) Vol. 28. 445. old.

<sup>125</sup> Lásd WESTBROOK, David A., *Corporation Law After Enron: Possibility of a Capitalist Reimagination*, Georgetown Law Journal (2003- 2004) Vol. 92. 73. old.

<sup>126</sup> Lásd SZÁZ, János, *Pénzügyi termékek áralakulása* (Budapest, 2009) 35. old.

egyre inkább a befektetői pszichológia hatására alakul. Ez önmagában még egyáltalán nem mondható új keletű jelenségnek, hiszen a félelem, az óvatosság, a derűlátás, a túlzott optimizmus, a pánik mindig is hatást gyakoroltak a tőkepiacok szereplőire. Azonban kifejezetten posztmodernnek tekinthető jelenség, hogy miközben a befektető védelem jogintézményeinek elvi alapja (a transzparens és felelős működés) továbbra sem változik, a befektetők magatartása (és a befektetők egy részének igényei) már egy újabb nézőpontot tükröznek. E nézőpontváltás egyaránt igaz az intézményi és a lakossági befektetők körében is. Arról már korábban ejtettünk szót, hogy a tulajdonosból (*owner*) miként lett befektető (*investor*), azonban arra is érdemes kitérnünk, hogy a befektetőből az aktuális nézőpont tükrében kereskedő lesz. Pénzügyi eszközeinek menedzselése során (akár közvetlenül, akár közvetetten történik) már nem is játszanak szerepet a –részvényesként tulajdonolt– vállalat sikerei, hanem a személyes gyarapodás igénye, a portfólió<sup>127</sup> növekménye kerül előtérbe.

### 1) Az árfolyamok elszakadása a gazdasági fundamentumoktól

Tehát a kereskedő-befektető eredményei már nem mutatnak feltétlen összefüggéseket makro ökonómiai trendekkel, a világgazdaság és a nemzetgazdaságok teljesítőképességével, sőt elszakadhatnak a mikro ökonómiai alapoktól (tehát a vállalkozások teljesítményétől) is.

Első lépésben határozottan leszögezzük, hogy noha a tőzsdei árfolyamokra sokan úgy tekintenek, mint a gazdasági folyamatok indikátoraira, mi nem osztjuk ezt a vélekedést. Úgy gondoljuk, hogy elsődlegesen a piac pszichológiája<sup>128</sup> alakítja őket – nem felejtve el, hogy természetesen a tőzsdepszichológiára nagy hatást gyakorol a gazdasági fundamentumok vélt vagy valós alakulása.

Fontos megjegyezni, hogy a vélekedés sokszor ellentétes a valósággal. Így a piaci árfolyamok alakulását elemzők egy része már igen korán felfigyelt arra, hogy a tőzsdéken olyan árfolyambuborékok alakulhatnak ki, amelyek mögött nem húzódik meg semmilyen közgazdasági összefüggés (*úgynevezett buborék elméletek*). A jelenség korántsem új keletű, még kevésbé posztmodern. Az egyik leghíresebb piaci buborék a történelem során az úgynevezett *holland tulipánbuborék volt* 1634 és 1637 között. A holland tulipánkereskedők egy csoportja egy újfajta tulipánhagymával jelent meg a piacon. A Törökországból származó importcikk különlegessége abban állott, hogy egy speciális élősködő (az úgynevezett *mozaik vírus*) gazdatestének számított, amely máskülönben veszélytelen volt, de a tulipánnak valószerűtlenül szép hivalkodó színeket és mintákat kölcsönzött. Az új típusú tulipánok megjelenése a piacon felpesztítette a spekulánsok fantáziáját és a tulipán-piacca kapcsolatban kialakult a sérthetlenség, az örökös emelkedés illúziója. A buborék sokáig növekedett, 1634 és 1637 között *egy-két guldenről egészen hatvan guldenig* növekedett az árfolyam. Ehhez mérten azonban még szélsőségesebb üzletek is kötettek: már előfordult, hogy *három* igazán ritka tulipánhagyma fejében egy egész gazdaságot adtak. Az extázis kifulladását követően azonban 1637-re (pár hónap alatt) a tulipánhagymák árfolyama ismét *pár gulden* értékre zuhant. A lelkesedés elapadása a buborék kipukkadását jelentette. Az árak így tehát elszakadtak, majd visszazuhantak a közgazdasági alapokhoz.

<sup>127</sup> Lásd SZÁZ, János, *Pénzügyi termékek áralakulása* (Budapest, 2009) 35-39. old.

<sup>128</sup> Lásd SHILLER, Robert J., *Tőzsdemámor* (Alinea Kiadó, Budapest, 2002) 135-146. old.

Amennyiben azt gondolnánk, hogy az 1600-as évek óta a piaci szereplők, az elemzők és a közgazdaság tudomány annyit fejlődött, hogy ilyen többit nem fordulhat elő, akkor nagyot tévedünk. Az 1990-es évek második felében az informatikai szektor buborékja fűvódott fel majd pukkant ki az Egyesült Államokban (vagyis az úgynevezett *dotcom buborék*.) 2007-ben pedig az akkor kiinduló globális pénzügyi válság alapját az amerikai másodlagos jelzáloghitel-piac krízise okozta. A krízis oka éppen az volt, hogy az ingatlanok megállíthatatlan árfolyam-növekedését a piac tényként kezelte, a trend azonban megfordult.

A tőzsdei kereskedés motivációja azonban nem a gazdaságba vetett bizalom, hanem az árfolyam különbözetből eredő, vagy abból származtatható haszon. Az intézményi és lakossági befektetők tehát nem maradnak távol a piactól pusztán azért, mert az nem tükrözi kellő pontossággal a gazdasági tendenciákat, ehelyett megpróbálnak olyan módszert alkalmazni, ami lehetővé teszi az árfolyamok előrejelzését – adott esetben pontosabban, mint a gazdasági fundamentumok elemzése.

A *fundamentális elemzési technikáknál* ezért napjainkban szélesebben körben terjedtek el az úgynevezett *technikai elemzési technikák* és jellemzővé vált az ezeken alapuló *technikai kereskedés* a tőzsdéken. Ennek az empirikus nézetnek az alapja nem más, mint a múlt adataiból történő empirikus következtetés a jövőbeni trendekre. A technikai elemzés alkalmazói azzal a meggyőződéssel készítik prognózisaikat, hogy a tőzsdei grafikonok adataiban minden árfolyam alakító tényező leképeződik, így azokból következtetni lehet az árfolyamok jövőbeni alakulására. A technikai elemzés tehát a grafikonok, a *chartok* elemzésén alapul.

A technikai elemzés eszköztára meglehetősen sokszínű. Az elemzők az adott kereskedési periódusokat (például kereskedési nap, óra, perc stb.) megjelenítik úgynevezett japángyertyák formájában is. A gyertyák alakja, színe, egymáshoz viszonyított helyzete ugyanis lehetőséget ad az árfolyam alakulásának kikövetkeztetésére.<sup>129</sup>



I. ábra: (A Dow Jones Index grafikonja napi bontásban, japángyertyás megjelenítéssel)

<sup>129</sup> Lásd KECSKEMÉTI, István, *Tőzsdei befektetések a technikai elemzés segítségével* (Kecskeméti István és Társa Bt., 2006) 146-200. old.

Emellett a technikai elemzők nagy hangsúlyt fektetnek a különböző trendek (növekvő, csökkenő, oldalazó) tanulmányozásának, a felhalmozódási vagy szétterülési szakaszok (amikor a csökkenő vagy a növekvő tendencia kimerül) felismerésének, illetve különböző árfolyam-ciklusok (például Elliott-ciklus) körülhatárolásának. Az árfolyam alakulásában döntő szerepe lehet a különböző ellenállás- és támasztékszinteknek, amelyeket az árfolyam lebírhat, de amelyek fel is tartóztathatják a kialakult mozgásirányt.<sup>130</sup>

A grafikonok által kirajzolt alakzatokból<sup>131</sup> a technikai elemző szintén következtethet a jövőbeni árfolyam alakulására, hiszen vannak trendet erősítő (trendtartó), illetve a trendet megfordító (trendváltó) alakzatok. Ennek megfelelően az árfolyamgörbe által leírt alakzat a jövőbeni növekedésre avagy csökkenésre is következtetni enged. A tendenciák biztosabb előjelzését pedig az erre a célra szolgáló függvények, az *indikátorok* teszik lehetővé, amelyeknek számos fajtája ismeretes (Stochastic, MACD, RSI, Boilinger szalag stb.)<sup>132</sup>



2. ábra: Egy úgynevezett dupla-alj alakzat az OTP részvény grafikonjában



3. ábra: Az MACD indikátor eladási jelzést ad a NASDAQ Indexen

A technikai kereskedés jelentőségére azért szükséges kitérnünk, mert azokat egyre szélesebb körben alkalmazzák befektetők. Ezáltal előfordul, hogy bizonyos technikai jelzésekre egyformán reagálnak, így az árfolyamra a befektetők pszichológiai állapota visszahat, miáltal a várakozások önmagukat teljesítik be a piacokon.

Láthatjuk tehát, hogy a modern tőzsdei kereskedés alapja a profitszerzésben és az árfolyamprognózisban rejlik. A gazdasági fundamentumokkal szembeni

<sup>130</sup> Lásd KECSKEMÉTI, István, *Tőzsdei befektetések a technikai elemzés segítségével* (Kecskeméti István és Társa Bt., 2006) 20. old.

<sup>131</sup> Lásd KECSKEMÉTI, István, *Tőzsdei befektetések a technikai elemzés segítségével* (Kecskeméti István és Társa Bt., 2006) 33-80. old.

<sup>132</sup> Lásd KECSKEMÉTI, István, *Tőzsdei befektetések a technikai elemzés segítségével* (Kecskeméti István és Társa Bt., 2006) 100-145. old.

bizalmatlanságot pedig a vállalatok botrányai (a meghamisított pénzügyi beszámolók) is csökkentik.

Az info-kommunikációs robbanás az ezredfordulót megelőző pár évben határozottan felerősítette ezt a tendenciát. Amíg hitelt érdemlő fundamentális elemzésekhez viszonylagosan nehéz hozzájutni, addig a technikai elemzés alapját képező *chartokhoz* viszonylag könnyű. Az internet széleskörű elterjedése lehetővé tette, hogy a befektetők naprakészek (pontosabban másodpercre-készek) legyenek az árfolyamok alakulását illetően és a saját megítéléseik szerint elemezhessek azokat. A különböző informatikai eszközök (elemző programok) magát az elemzési műveletet is megkönnyítik. Így a befektető az általa kötött ügylet alapját képező értékpapírra már valóban árucikként tekint, amelyet árfolyam különbözet mellett kell értékesíteni, amelynek elsődleges funkciója nem az, hogy egy vállalat tulajdonosi jogait megtestesítse, hanem az, *hogy az árfolyama változzon*. Ezek után némi iróniával tekinthetünk arra a globálisnak tekinthető jogalkotói törekvésre, hogy az individuális részvényesi jogok gyakorlását kiszélesítsék. A jogi eszköztár ugyanis egyre cizelláltabb, de a befektetőt egyre inkább *csak* az árfolyam érdekli. Mert a tőzsdei befektetők jelentős része önazonosságuk meghatározása során magukra nem mint befektetőkre, hanem mint *kereskedőkre* tekintenek.

A fentiek összefüggésében érdekes történeti adalék lehet, hogy bár a technikai elemzési módszerek széleskörű alkalmazása kifejezetten modern jelenség a tőzsdei kereskedésben, mégsem mondhatjuk, hogy újszerű találmányról lenne szó. Az 1700-as évek Japánja élenkélő gazdasági viszonyai mellett a rizskereskedelem máris virtuálissá vált. 1710-ben a rizs materiális értelemben vett kereskedését felváltották a rizskuponok, amelyeknek jogi természetét illetően megállapíthatjuk, hogy a legközelebb a közraktári jegy fogalmához álltak. Emellett a világ első határidős kontraktusaiként is felfoghatók, hiszen a raktárakban tárolt rizs jövőbeni szállítására tett ígéretet tartalmaztak. Az 1700-as évek közepére már 1300 rizskereskedő praktizált az *oszakai rizstőzsdén* és csak ennek a piacnak az éves forgalma mintegy 210.000 rizsbála volt. A hagyomány szerint a tőzsdei technikai elemzés alapjait egy gazdag kereskedő *Munehisa Homma* alkotta meg, aki az árfolyamok tanulmányozásával érte el kimagasló eredményeit a kereskedésben. Nem véletlen, hogy az említett japángyertyák feltalálását is az ő nevéhez kötjük. A korabeli feljegyzések arról tanúskodnak, hogy *Homma* egymás után száz sikeres ügyletet kötött meg és egyaránt meghatározó alakja lett az oszakai és tokiói börzéknek is.<sup>133</sup>

## 2) A pénzügyi teljesítmény elszakadása az árfolyamoktól

Az előbbieken tisztáztuk, hogy a tőzsdepszichológia önmagában is elszakítja az árfolyamokat a gazdasági fundamentumoktól. A következőkben azonban arra is ki kell térnünk, hogy a befektető saját egyéni teljesítményét még maguktól az árfolyamoktól is elszakíthatja. Így a befektetések rendszere érték-semlegessé válik, a makrogazdasági hasznosság igénye elvész, a rövid távú spekuláció és a személyes meggazdagodás pedig előtérbe kerül.

Az árfolyamoktól történő elszakadásnak számos oka lehet, mi ezek közül most csak kettőre hívnánk fel a figyelmet. Egyik részről a befektető, mint kereskedő teljesítménye

<sup>133</sup> Lásd *Japán gyertyák és a milliárdos szamuráj* (portfolio.hu, 2009. 09. 12. 12:34). Forrás: <http://www.portfolio.hu/cikkek.tdp?k=2&i=87585&sp=1&p=1>

úgy is elszakadhat a reálgazdasági alapoktól már eleve elszakadt árfolyamoktól, ha az értékpapírok árfolyamcsökkenéséből remél hasznot, tehát *short ügyletet* köt. Emellett úgy is elszakadhat, ha a növekvő vagy csökkenő trendet meglovagolva (tehát vételi vagy eladási pozíciót nyitva) tőkeáttétes konstrukciókkal próbál nagyobb hasznot elérni (például *határidős ügylet*, vagy *opció* segítségével).

Ezeket az ügylettípusokat együttesen *derivatív* (származtatott) ügyleteknek is nevezzük, mert a az ügyletből származó nyereség vagy veszteség nem az ügylet alapját képező értékpapír árfolyamnyereségével vagy veszteségével azonos, hanem az árfolyamváltozásból levezetett, abból származtatott eredményről beszélünk. A következőkben ezeknek a tranzakcióknak a jogügyleti jellegéről esik szó.

A tőzsdei *short ügylet* olyan tranzakció, amelynek célja, hogy az ügyletkötő adott értékpapír árfolyamcsökkenéséből profitálhasson. A *short ügylet* eredetileg –ahogyan az elnevezés is mutatja– rövid távú ügylettípusnak számított, napjainkban azonban már a hosszabb távú *short ügyletek* is igen gyakoriak. Az ügylettípus lényege, hogy az ügyletkötő valamely értékpapír árfolyamának csökkenésére spekulál. A jövőbeni csökkenésből csak úgy származhat nyereség, ha az értékpapír állomány eladása megelőzi az állomány megvásárlását. Ez úgy lehetséges, hogy a befektető a valamely pénzintézet által kezelt értékpapír állományt kölcsönözi, majd azt értékesíti. Így az állomány adott időszerinti értéke a befektető tulajdonába kerül. Miután azonban a pénzintézettel kötött szerződés kölcsönügyleten alapult, a szóban forgó értékpapír állományt későbbi időpontig vissza kell szolgáltatni, amelynek egyetlen módja, hogy a befektető e későbbi időpontig megvásárolja azt. Így válik a *short ügylet* jellege érthetővé: amennyiben a befektető későbbi időpontban olcsóbban szerzi meg az állományt, mint amennyiért korábban értékesítette (tehát annak piaci értéke csökkent), akkor a különbözetből származtatott profitot realizálja. Amennyiben viszont drágábban (tehát annak piaci értéke növekedett), úgy a különbözetből származtatott veszteséget szenved el. A jogügyleti jelleg szempontjából egyáltalán nem közömbös, hogy napon belüli, avagy napon túli *short ügyletről* beszélünk. Amennyiben ugyanis meghatározott kereskedési napon belül a teljes ügylet lebonyolításra kerül (vagyis a kölcsönzött állomány értékesítése és visszavásárlása) akkor a pénzintézet napon belüli elszámolás révén nem kényszerül nélkülözni a rövid időre kölcsönzött állományt. Amennyiben viszont hosszabb távú *short ügyletről* beszélünk, úgy a kölcsönzésre meghatározott díj fejében kerül sor. Így az ügyletkötőnek kalkulációi során figyelembe kell vennie az ebből adódó veszteséget is. A tőzsdei *short ügyletek* természetesen növelik a piacon az eladói nyomást, a tőzsdei krízisek alkalmával tömeges kötésekre kerülhet sor, amely a kiinduló válságot elmélyítheti. Emiatt krízishelyzetekben a tőzsdék gyakran a *short ügyletek* időleges tilalmazása mellett döntenek.

A tőzsdei *határidős ügylet*<sup>134</sup> célja, hogy a befektető nagyobb értékpapír állomány árfolyamváltozására spekulálhasson, mint amilyen nagyságrend megvásárlására anyagi eszközei fedezetet jelentenének. A kívánt célt határidős kontraktus kötésével érheti el, melynek keretein belül a bróker tevékenységét ellátó pénzintézet az ügylet nagyságrendjéhez mérten meghatározott vagyoni eszközök *letétbe helyezését* követeli. A letét jelenti a biztosítékot arra, hogy veszteség esetén a pénzintézet a saját igényeit kielégíthesse. A szerződési feltételekből adódóan a határidős ügyletek jellemzően tőkeáttétes konstrukciók, tehát az ügylet tárgya a befektető vagyonának többszöröse (sokszorosa) is lehet. Amennyiben befektető az általa felvett tőkeáttétes pozícióban

---

<sup>134</sup> Lásd LENTNER, Csaba, *Pénzpiacok szabályozása Magyarországon* (Akadémiai Kiadó, Budapest, 2006) 205. old.



veszteséget szenved el, úgy annak biztosítására vagyoni letétje szolgál. Amennyiben a letét elégtelennek bizonyul, úgy a szerződési feltételek számlafeltöltési kötelezettséget írnak elő. Amennyiben a befektető ennek nem tud eleget tenni, úgy pozíciójának kényszerértékesítésére kerül sor. A határidős kontraktusokat a pénzintézetek jellemzően napi elszámolással kezelik. A határidős pozíció meghatározott jövőbeni időpontig (innen az elnevezés) tartható, amennyiben a befektető ezalatt az idő alatt nem tud profitot realizálni, úgy kénytelen veszteséggel zárni tőzsdei pozícióját. A 2007-ben kiindult pénzügyi válság tapasztalatai rámutattak, hogy a tőkeáttétes derivatívák alkalmazásával a befektetők sokkal nagyobb veszteségeket szenvedtek el, mint amekkorát megengedhettek volna maguknak. A nagyobb profit reményében kölcsönzött vagyoni eszközökből nyitott határidős pozíciók elértéktelenedése révén számos befektető a rendelkezésére álló vagyoni eszközök többszörösét veszítette el. *Warren Buffett* a hatalmas tőkeáttétekkel végrehajtott derivatív ügyleteket „*pénzügyi tömegpusztító fegyvereknek nevezte.*” A legendás magyar származású spekuláns, *André Kostolany* pedig úgy fogalmazott, hogy a 94 százalék felvett hitelből kötött index-szerződések már „*perverzitásnak*” minősülnek”, a „*chicagói hazardjátékosok*” által felépített „*játékkaszinóban*” pedig „*ötszázalékos letét mellett már milliárdos nagyságrendű részvényszerződésekkel lehet játszani, ami tökéletesen perverz helyzet.*”<sup>135</sup>

Az *opciós ügyletek* jogügyleti jellege a magánjogi *vételi jog* intézményén alapul. Az *opciós ügylet* esetében kötött szerződés nem egy meghatározott értékpapír állomány megvásárlására irányul, hanem *vételi* vagy *eladási opciós jogot* vásárol a befektető az értékpapír állomány vonatkozásában. Az *opciós jogot* későbbi időpontban gyakorolhatja, de a szerződésben kikötött áron, ami általában megegyezik a szerződéskötéskor aktuális piaci árral. Az *ügyletkötéstől* a szerződésben meghatározott későbbi időpontig bekövetkező árfolyamváltozás függvényében realizálhat nyereséget vagy veszteséget az *ügyletkötő*. A *vételi opció* megkötése az árfolyam emelkedése által válhat nyereségesé, hiszen a későbbi időpontban magasabb árfolyamon értékesíthető értékpapír-állományhoz a szerződésben korábban meghatározott –szerencsés esetben– alacsonyabb áron lehet hozzájutni. Az *eladási opció* esetében a helyzet éppen a fordítottja: az árfolyam csökkenése lehetővé teszi, hogy a befektető az aktuális piaci árnál drágábban értékesítse az *opciós ügylet* tárgyát képező értékpapír-állományt, a szerződésben kikötött áron. Számos tőzsdén az *opciós szerződések* maguk is nagy forgalmú kereskedés tárgyát képezik.

Az *opciós ügyletekkel*<sup>136</sup> kapcsolatban meg kell jegyeznünk, hogy fontos szerepet töltek be a 2002-es botrányok által érintett vállaltóriás, az *Enron* fiktív-profitjainak biztosítására,<sup>137</sup> mint fedezeti ügyletek. A tőzsdei volatilitásnak kitett részvény-árfolyamnyereségből származó profit ugyanis a hatályos számviteli szabályok szerint nem volt kimutatható a pénzügyi beszámolóiban, viszont leányvállalatokkal kötött fiktív *vételi opciós szerződésekkel* látszólag biztosítani lehetett a növekményt. Az már egy másik kérdés, hogy e leányvállalatok nem rendelkeztek a szerződési kondíciók

<sup>135</sup> Lásd KOSTOLANY, André, *Tőzsdeszeminárium* (Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, 1989) 71. old.

<sup>136</sup> Lásd LENTNER, Csaba, *Pénzpiacok szabályozása Magyarországon* (Akadémiai Kiadó, Budapest, 2006) 205. old.

<sup>137</sup> Lásd AGUIRRE, Gary J., *The Enron Decision: Closing the Fraud-free Zone on Errant Gatekeepers*, Delaware Journal of Corporate Law (2003) Vol. 28. 453-459. old.

teljesítésére alkalmas vagyoni eszközökkel, illetve a rendelkezésükre álló pénzügyi instrumentumok maguk is ki voltak téve a tőkepiaci volatilitásnak.<sup>138</sup>

### 3) Virtuális befektetői demokrácia? – közhelyeink és tévedéseink<sup>139</sup>

Ez idő szerint helytállónak tűnik megállapításunk, miszerint a virtuális tőkepiaci viszonyok gazdasági jelentősége messze meghaladta a klasszikus reálgazdasági ágazatokét. A vagyonkezelés és a befektetés jelentősebb üzletág lett, mint a termelés, az előállítás és a termékek *redisztribúciója*. Ez a jelenség a posztmodern *corporate governance* jellegét is nagymértékben átformálta. Az intézményi befektetők által kezelt társasági tulajdoni hányadok (nagy részvényblokkok) jelentősége egyre inkább azok tőzsdei értékén keresztül realizálódik. Az ágazati tradíciók és az irányítási jogok felelős gyakorlása háttérbe szorul a tulajdonrész kedvező feltételek mellett történő értékesítése mögött. A tulajdonosi és irányítási jogok megőrzése és az ágazat helyzete közömbössé válhat az intézményi befektetők számára, ha pénzügyi stratégiájuk eredményeként – rövidebb távon – jobb befektetéshez juthatnak.

Az „*egzotikus piacok*” megerősödése (Ázsia, Dél-Amerika) arra készítheti őket, hogy felmorzsolják hagyományosan erős európai részvényblokkjaikat és vagyoni eszközeiket a nagyobb növekedés reményével kecsegtető piacokra koncentrálnak. A rugalmasság az értékpapír állományok kölcsönzésének területén erősíti azt a látszatot, hogy meghatározott intézményi befektetők jóval nagyobb eszközállománnyal rendelkeznek a piacon, mint amekkora az általuk tulajdonolt instrumentumok tényleges mennyisége. A nagy tőkeáttétellel végrehajtott tranzakciók bizonyítják, hogy a gyors pénzügyi gyarapodás érdekében a menedzsmentek hajlandók mindent kockára tenni. Ezt nevezzük „*hot money effektusnak*”, mert szűk árrésekre spekulálnak milliárdos összegekkel.<sup>140</sup> Az előbbieken körülhatárolt *stakeholder* érdekek háttérbe szorulnak. Kizárólag a profit számít, ami sosem lehet elég nagy. A kisebb érdekérvényesítő képességgel rendelkező *érintettek* elsőként érezhetik e folyamat következményeit, de ez nem jelent megállást. Végül a menedzsmentek is a profit rabszolgái lesznek. Amennyiben a kívánt nagyságrend elérésére a pénzügyi stratégia mégsem bizonyult alkalmasnak, úgy sor kerül a *nem létező profitok kimutatására*. Érdemes elgondolkodnunk azon, hogy vajon van-e más választásuk. Amit adott esetben tesznek, az persze illegális. Azonban a negyedéves beszámolók adatainak jelentősége olyan ütemet diktál, hogy még egy rövid visszaesés sem megengedhető. Nem szabad ezt elfelejtenünk. *A részvényesek is részesei folyamatoknak*, a menedzsmentek nem kizárólagos felelősök. Ilyen tapasztalatok tükrében azt is érdemes lenne újra gondolni, hogy vajon hasznos-e a globális standardnak tekinthető negyedéves beszámolási kötelezettség, avagy érdemesebb lenne azt egy mérhetőbb terminusra cserélni?

A bankok preferenciája a klasszikus kereskedelmi banki tevékenység helyett az értékpapír spekulációkra irányul. *Jonathan A. Knee*, 2006-ban, *Tévedésből bankár – Wall Street: Az elveszett Illúzió* című könyvében emlékeztet arra, hogy a klasszikus

<sup>138</sup> Lásd WESTBROOK, David A., *Corporation Law After Enron: The Possibility of a Capitalist Reimagination*, Georgetown Law Journal (2003-2004) Vol. 92. 79-81. old.

<sup>139</sup> Ebben a részben számos alkalommal használunk kiemelt idézőjeles szerkezetet, noha annak forrását nem jelöljük meg. A megoldás szándékos: ezeket ugyanis olyan közhelyeknek tekintjük, melyek vagy nem igazak, vagy másként igazak, mint ahogyan eredetileg használni kezdtük azokat.

<sup>140</sup> Lásd KOSTOLANY, André, *Mérlegen a jövő – Tegnap, ma, holnap* (PERFEKT, 1995) 17. old.

„gentleman banking” mellett az 1960-as években e tevékenység még alig rendelkezett jelentőséggel. „Az 1960-as években a Morgan Stanley határozottan tartotta magát ahhoz, hogy nem foglalkozik értékpapírok kibocsátásával és kereskedelmével.” Ugyanakkor: „Az elmúlt években az ebből származó profit mellett eltörpült a hagyományos „gentleman banking” nyeresége, amellyel e bankok aranykorukban foglalkoztak.”<sup>141</sup> Az új aranykorok gyorsabban lett vége, mint azt a legtöbben remélték. A felduzzasztott társaságok értékpapírjainak növekménye illúziókon épül fel. A befektetők mégis beruháznak ebbe a virtuális növekedésbe. Ennek következménye, hogy virtuálisan ők is növekedni kezdenek. Amikor a folyamat tarthatatlanná válik a piac pánikkal szankcionál. „Globális pénzügyi válság” veszi kezdetét. A korábbi alapelv áttörése szükségszerű: eddig mindenki a saját felelősségére játszott a „globális pénzpiacok játékkaszinóiban.” Az államoknak itt nem volt –nem is lehetett– helyük, hiszen a „main stream” közgazdaságtan megfellebbezhetetlen tézise szerint a piac minden folyamatot képes szabályozni.<sup>142</sup> A válság felülír mindent. A bankszektor megsegítése elkerülhetetlen. Az Egyesült Államokban például 700 milliárd dollár nagyságrendben, az adófizetők pénzéből. Kisebb országok –mint Magyarország– kétségbeesetten próbálják megsegélyezni hazai pénzügyi intézeteiket, miközben azok kétségbeesetten igyekeznek még a látszatát is elkerülni annak, hogy erre szükség lenne. Más pénzügyi intézetek –külföldi vállalkozások leányvállalatai– nem mondanának le a segélyről, noha anyavállalatukat már egyszer megsegítették Magyarországon kívül. Ironikus, hogy a banksegély alapelve olyan *szavatoló tőke* meghatározása volt, amelynek elvileg *csak* a legnagyobb hazai pénzügyi intézet felelt volna meg. Az összeget nem sikerült megfelelően meghatározni. Bocsánatos bűn, elvégre „válság van.” Úgy fest mindenki beletörődik, hogy a „kapitalizmus *arcuata* már soha sem lesz olyan, mint azelőtt.” A törvényeknek és az államoknak újra helyük lesz a gazdaságban. Az utóbbiaknak még tulajdonrészük is a megsegített pénzügyi intézetekben és a vállalatokban. Vagy mégsem? A piacok a pánik elmélyülését követően mégis magukra találhatnak. 2009 „a bika éve”,<sup>143</sup> a tőzsdék szárnyalnak. 2010-re olyan érzésünk támadhat, mintha misem történt volna: általános optimizmus és növekedés. Mintha az idő visszafordult volna és 2007-et írnánk? És úgy fest újra kiépülnek azok a pénzügyi struktúrák, amelyeket a globális válság felelőseiként tartunk számon. A pénzügyi válságot követő „tűzoltás szerű” jogalkotás nyomában sokan átfogó és globális reformra számítottak. Úgy fest ez most újra elmarad. „Végül is a baj mégsem volt olyan nagy, mint amekkorának látszott.” Csak reménykedhetünk, hogy nem is lesz.

#### 4) Virtualizáció és dematerializáció a forgalmi viszonyok területén

A társaságok felelős irányítása felelős vagyongazdálkodás hiányában csak illúzió maradhat. De mi a helyzet akkor, ha maga a pénzügyi menedzsment által kezelt vagyon is illúzió? Fiktív profit, amely kimutatható ám nem létezik; fiktív üzlet, amely megkötött, de nem teljesíthető. Álláspontunk szerint a társaságirányítás gyakorlatának jogszabályi keretei ezen a ponton mutatják a legnagyobb hiányosságot. Miközben a világ a

<sup>141</sup> Lásd KNEE, Jonathan A., *Tévedésből Bankár – Wall Street: az elveszett illúzió* (Alinea Kiadó, Budapest, 2008) 8. old.

<sup>142</sup> Lásd DRÁBIK, János, *A pénz diktatúrája – Milyen haszonnal járna a közpénzügyi rendszer visszaállítása?* (Gold Book, 2005) 111-112. old.

<sup>143</sup> A tőzsdei szleng az emelkedő trendet „bika piacnak” nevezi, míg a csökkenőt „medve piacnak”.

befektető védelem és a transzparencia lázában ég, egyre kevésbé kézzelfoghatók a társaságok pénzügyi helyzetére vonatkozó adatok.

A folyamat kétségtelenül az értékviszonyok *dematerializációján* alapul. A materiális gazdasági érték optimális piaci hangulat esetén jogi fikcióval helyettesíthető. Amikor azonban a hangulat komorabbá változik, a „*a vagyoni kapcsolatok jogivá válása*”<sup>144</sup> is a visszájára fordul. A válságok periódusaiban a piaci szereplők a korábbi nagyvonalú ígéretek helyett materiálisabb szemléletmódra térnek át és ez hitelezési válságot eredményez. A meglévő vagyoni eszközökhöz ragaszkodnak, ugyanakkor nem bíznak a *jogi fikciókban* manifesztálódott ígéretekben. Úgy gondoljuk, hogy napjaink eseményei és tendenciái igenis szoros analógiát mutatnak a múlttal, emiatt úgy gondoljuk érdemes elhelyezni azokat a múlt kontextusában. Ugyanis a napjaink viszonylatában természetesnek tekinthető relációkig el is kellett jutnunk és kétségtelen, hogy ez a *világtörténelem* távlatáival mérhető idő alatt történt. Mégis voltak olyan jelentősebb fordulópontok, amelyek a folyamat szempontjából meghatározók. Véleményünk szerint e fejezet végén felüdítően hat a szerzőre és az olvasóra egyaránt, ha a súlyos dogmatikai és tudományos alapok elemzése után így teszünk.

Mielőtt ugyanis azt gondolnánk, hogy az eredeti (kézzelfogható) tartalomtól való virtuális elszakadás posztmodern korunk sajátja, érdemes elgondolkodnunk azon, hogy ez csupán nézőpont kérdése. A gazdasági értékteremtés tekintetében sincs ez másként, amelyet a *corporate governance* központi gondolatköreként határozhatunk meg.

A gazdasági érték a világtörténelem hajnalán még csak annak felhasználható és elfogyasztható formájában jelenhetett meg. Úgy is fogalmazhatnánk, hogy minden dolog annyit ért, amennyit használt. A korabeli jogforrások is tanúskodtak arról, hogy az érték annak gazdaságilag felhasználható minősége által nyeri el státuszát: *Hamurabbi* törvénykönyve a kártérítés szabályait az eltulajdonítható gazdasági értékek *tételes* felsorolása útján rögzítette: ha szabad ember juhot, szarvasmarhát, szamarat, disznót avagy hajót lopott harmincszorosát volt köteles megtéríteni, amennyiben az az istené vagy a palotáé, tízszeresét, ha az a palota emberéé. Ebbe a gondolatkörbe sorolható a *tálió elv* alkalmazása is, hiszen a kézzelfogható érték elvesztését ugyanazon kézzelfogható érték elvételével szankcionálja, nem téve lehetővé, hogy azt *virtuális* kompenzáció útján más gazdasági érték felajánlásával válthassa ki a károkozó.<sup>145</sup>

A gazdasági érték e korai megközelítése a forgalmi viszonyok fejlődésével tarthatatlanná vált. A kereskedelem a mobilizálható értékeknek kedvezett és szükségszerűen kialakultak azok a társadalmi kompromisszumok, amelyek bizonyos dolgoknak nagyobb értéket tulajdonítottak, mint azt a tényleges gazdasági hasznosságuk indokolta volna. A kézműves remek, illetőleg a színes fémek kétségtelenül ebbe a kategóriába tartoztak (bár ezek értéke a modernkor beköszöntével az ipari nemesfém felhasználás miatt is emelkedett.)

Ezzel bizonyos értékek önmagukban is más értékek virtuális megjelenítőivé váltak. A forgalmi viszonyok azonban még átfogóbb, még *virtuálisabb* kategóriára vágytak: a kereskedelemben általánossá vált a pénz használata. Amennyiben hinni lehet a pénz eredetére vonatkozó elméleteknek, úgy a föníciaiak és a görögök jártak élen e fizetőeszköz használatában és az első érmeiket minden bizonnyal a reklám (tehát marketing) célzattal verték a kereskedők saját vállalkozásuk

<sup>144</sup> Lásd VÉKÁS, Lajos, *A szerződési rendszer fejlődési csomópontjai* (Akadémiai Kiadó, Budapest, 1977) 18. old.

<sup>145</sup> Lásd KECSKÉS, András, *A kárfelelősség antik gyökereiről*, JURA (2004) No. 2. 53. old.

népszerűsítésére.<sup>146</sup> Amennyiben napjaink fokozott vállalati marketingtevékenységét posztmodern jelenségként fogtuk fel, úgy ennek az elméletnek tükrében észrevehetjük, hogy meglehetősen távol jártunk a valóságtól. A vállalatok promotálására szolgáló értéktárgyak (pl. a társaság logójával ellátott pen-drive stb.) semmiben nem különbözhet az ókori görög vállalkozások által vert színesfém érméktől, amelyekről a vállalkozó neve, vagy portréja köszönt vissza. Az ókori *Hellász* városállamai között olyan is volt, amely megtagadta a kollektív érték-virtualizálódásban való részvételt, ezáltal létrehozott egy mindenki más pénzénél virtuálisabbat. A legendás katonai tradíciókkal rendelkező, de a kereskedelmet lenéző *Spárta* vaspénzt veretett, amely a városállam határain belül kialakított konszenzus alapján fizetőeszköz volt (holott még a színesfém értékét sem hordozta), viszont más poliszokkal folytatott kereskedelemre nem volt alkalmas. Ezzel kívánta megőrizni a spártai hatalom a társadalmi egyenlőséget: szinte ösztönösen érezték meg, hogy a pénzügyek kezelésében mutatkozó eltérő tehetség szükségszerűen vezetne a társadalom gazdasági differenciálódásához.

Az ehhez hasonló kísérletek azonban nem tudtak a pénz hódító útjába állni és elmondhatjuk, hogy a színesfém érmék uralma hosszú történelmi korszakokon keresztül a gazdaság alapját jelentette. A pénz növekvő jelentősége a jogforrásokban tapasztalható koncepcióváltáson keresztül is megfigyelhető volt. A római *XII. Táblás törvény* még fokozatosságot sugall a tálío elv és a pénzügyi kompenzáció áthidalásának folyamatának tekintetében: csonkítás, azaz valamely végtag megsemmisítése esetén még ugyanazon csonkítást kellett a sértőnek is elszenvednie, míg csonttörés esetén 150-300 As büntetőösszeg (poena) megfizetése is elég volt, annak függvényében, hogy a sértett rabszolga vagy szabad ember volt-e.<sup>147</sup> A pun háborúk idejével közel azonos időben keletkezett *lex Aquilia* ezzel szemben már a pénzügyi kompenzáció elvén alapult, a magánjogi tettekkel kapcsolatos szabályokat –és mint ilyen a tüzzel, összetöréssel, rongálással okozott károkat– a *damnum* fogalma alá vonja. Ezeket illetve rabszolga vagy négylábú, nyájban élő barom megölését az addig *rögzített* pénzösszegek helyett dologban okozott kár esetén a dolog 30 napon belüli, rabszolga vagy barom megölése esetén azoknak egy éven belüli *legmagasabb értékének* megfizetésével bünteti.<sup>148</sup>

A nemesfémbe vert pénzérme azonban nem jelentett teljes virtualizálódást a gazdasági érték tekintetében. Ugyanis amellet, hogy esetében bizonyos mértékben kétségtelenül megtörténik az elvonatkoztatás a gazdaságilag felhasználható eredeti értéktől, de a színesfém tartalom, mint beolvasható és gazdaságilag önmagában is értékes kategória, kézzel fogható gazdasági hasznot is kölcsönzött neki. Emiatt a színesfém tartalom nem is folt közömbös a pénz értéke szempontjából, amit bizonyít, hogy a pénz

<sup>146</sup> Lásd CAMERON, Rondo, *A Concise Economic History of the World From Paleolithic Times to the Present- Second Edition* (Oxford University Press, New York, 1993) 58- 59. old. A görög városállamokhoz köthető a vert pénz feltalálása. Az első pénzérmét valószínűleg reklám céljából verették görög kereskedők vagy bankárok. A legkorábbi érmék Kisázsiaiából, a Kr.e. VII. századból származnak. A vert pénz megjelenése több okból is kiemelkedően jelentős. A kereskedelemben alapvető érétkmérőként a gazdasági fejlődés új dimenzióit nyitotta meg. Jogi szempontú elemzésünkben is utalunk kell azonban arra, hogy a klasszikus római jogban a kártérítés pénzügyi természetű, mely kétségtelen fejlődés például Hamurábi kódexének szankcióihoz képest. A pénz finomabb érétkmérő skálaként, könnyebben igazodhatott a károk sokféleségéhez.

<sup>147</sup> Lásd BESSENYŐ, András, *A római magánjog az európai jogi gondolkodás történetében* (Dialog Campus Kiadó, Budapest- Pécs, 1999) 272. old.

<sup>148</sup> Lásd SÓLYOM, László, *A polgári jogi felelősség hanyatlása* (Akadémiai Kiadó, Budapest, 1977) 54. old.

színesfém tartalmának csökkentése állami monopóliumhoz kötött jog volt, amelyet a *kamara hasznaként (lucrum camerae)* a középkorból ismerünk.

Az igazi virtualizálódás a fizetőeszközök tekintetében akkor következett be, amikor a gazdasági érték képzete elszakadt a pénz által materiális vonatkozásban megtestesített értéktől és megjelent a papír alapú fizetőeszköz, a *bankó*. Ebben az esetben nagyobb áttörésről van szó, mint első pillantásra tűnik. A posztmodern korszak emberének magától értetődő lehet a papírpénz érték-megtestesítő attribútuma, hiszen az absztrakció magasabb fokozatait ismeri (értékpapírszámlán tárolt részvények, derivatívák, stb.) Ezzel szemben az említett átalakulás korszakának embere döbbenettel tekinthetett a jelenségre. Miután fejezetünk legvégére immár eljutottunk odáig, hogy elemzésünk tárgyait elhelyeztük az egyetemes társadalomtudományi gondolkodás művészeti és történeti dimenzióiba is, ezért talán megengedhetjük magunknak, hogy gondolatmenetünket *Johann Wolfgang Goethe* szavaival zárjuk. A témakört ugyanis, amelyről most szót ejtettünk, *Goethe a Faust* II. részében, a *Díszkert* jelenetében teljes mértékben feldolgozza. Ezen az interpretáción keresztül számunkra is képszerűvé válik az érett-középkor emberének megdöbbenése, mikor az értékek ilyen mértékű absztrakciójával találkozik.

A jelentben Faust és Mefisztó a Birodalom pénzügyi problémáinak orvoslásában segédkezik a császárnak, aki szemmel láthatóan inkább csak követi mintsem érti az eseményeket. A papírpénz megjelenéséről udvarnagya tájékoztatja:

#### **UDVARNAGY**

*(sietve érkezik)*

Még álmodni se mertem volna, felség,  
hogy én adom hírül a nagy szerencsét,  
melytől keblem csak úgy dagad,  
mely színed előtt elragad:  
számláink mind rendezve vannak,  
uzsorás karma nem sanyargat,  
pokoli kínom véget ért;  
nem adnám ezt a mennyekért.

#### **HADSZERNAGY**

*(sietve követi)*

A zsold felpénzzel megfejelve,  
újra felcsapott a had erre,  
a zsoldos kedve ragyogó,  
fölpendül kocsmáros, lotyó.

Az új papír-alapú fizetőeszköz megjelenése tehát gazdaságélénkítő hatást váltott ki. Az értéktobblet fogyasztási célú felhasználása a *hadszernagy* által említett ágazatokban hozott gazdasági fellendülést. A császár értetlenül áll a nem várt gazdasági konjunktúra előtt:

#### **CSÁSZÁR**

Kebletek mily repesve tágul!

A ráncos orcákon sugár gyúl!  
Hogy siettek mindannyian!

### **KINCSTÁRNOK**

*(most jelenik meg)*

Az ő művük, tőlük kérdezd, uram.

### **FAUST**

Úgy illik, hogy a kancellár jelentse.

### **KANCELLÁR**

*(lassan közelít)*

Vén napjaimra ér ez a szerencse. -

Lássuk s halljuk a sorsdöntő lapot,  
mely minden bajt jóra változtatott.

*(Olvas)* "Akit illet, mindenki tudja meg:

ezer korona értékű e jegy.

Érte biztos zálog szavatol, a

császári föld mélyének vagyona,

melyet kiásatunk, s ha megkerül

a dús kincs, szolgáljon fedezetül."

A színesfém helyett a fizetési ígéret szolgál fizetőeszközként: a későbbi időpontban történő kitermelés és felhasználás ígérete. Ennek közgazdasági alapja a „császári föld mélyének vagyona”, mint fedezet. De *Goethe* legfeljebb csak sejthette, hogy amiről ő ír, az több évszázad távlatából sem változik majd sokat. Az értékpapírok és a bankjegyek értéke mögött továbbra is ott áll a vállalatok és az államok gazdasági és pénzügyi rendszerének későbbi teljesítményére vonatkozó prognózis. Fogyasztási céllal a jövőbeni növekedés ígérete ugyanúgy folyósítható, mint ahogyan elfolytak az új bankók a Császárság csapszékein. A 2007-es *subprime válságot* megelőző túlfogyasztás például az amerikai ingatlanárak jövőbeni árfolyam növekedésén alapult. A jogi fikciót azonban hitelesíteni is kell. A császár ebben jogszerűtlen aktust gyanít:

### **CSÁSZÁR**

Gaztettet, rút csalást kell sejtennem!

Ki hamisította rá kézjegyem?

Nincs megtorolva e bűn vas-eréllyel?

Kincstárnoka azonban máris helyre teszi a törvényességi deficit szempontjából felmerülő kérdéseket:

### **KINCSTÁRNOK**

Emlékezz! Te írtad alá az éjjel.

Mint a nagy Pán álltál ott, mi eléd

járultunk, s a kancellár így beszélt:

"Tedd a magad nemes öröme végett

egy tollvonással boldoggá a népet."

Reggelre már az ezermesterek

ezerszereztek tiszta kézjegyed.  
S hogy tüstént ki-ki élvezze a nagy jót,  
sorozatszámra nyomattuk a bankót,  
van tízes, húszas, százas, ötvenes.  
Hidd el, hogy ez a népnek kellemes.  
Nézd városod, a félhalál penészét  
feledve mint dőzsöl, nyüzsög a népség!  
Bár rég a világ öröme neved,  
sosem keltett még ilyen örömet.  
Gazdagabb lett az ábécé jeleddel,  
e jelben boldogabb lesz minden ember.

„*E jelben boldogabb lett minden ember*” A császár hozzásegítette a Birodalom lakosait, hogy a jövőbeni teljesítés ígéretére alapozva, „*ki-ki élvezze a nagy jót*”. Az ezermesterek sorozatgyártással segédkeztek az új bankjegyek kibocsátásában. De nem ugyanez történik a posztmodernitás pénzügyi jogi fikcióival is? A pénzintézetek a 2007-2008-as pénzügyi válság előzményeként az Egyesült Államokban hajlandóak voltak másodlagos jelzálogkölcsönt folyósítani, amelyből „*ki-ki élvezhette*” az általa választott javakat. Ráadásul a bankok e hitelezési konstrukciókat is piacra bocsátották értékpapírok formájában, így a vállalkozó kedvű befektetők a hitelből nyert forrásokat a nagyobb növekmény reményében visszaforgathatták ezekbe a pénzügyi instrumentumokba. Láthatólag a kritikus 2007-es év nyaráig a jövőbeni prognózison alapuló ígérettel szemben a piaci szereplők még annyi kételyt sem támasztottak, mint a császár, aki pénzügyi ismeretek terén maga sem vizsgáljuk túl jól:

### **CSÁSZÁR**

S a nép arany gyanánt fogadja el?  
Udvarnak, hadnak ily zsold megfelel?  
Bárhogy ámulok, meggyőznek a tények.

### **UDVARNAGY**

Be nem keríthetők a gyors szökevények;  
a bankó szétrepült azóta már.  
Minden pénzváltó bódé nyitva áll:  
ott bármely bankót ezüst- és arany-  
pénzre váltanak, rabatt persze van.  
Zsúfolt a hússzék, a pékbolt, a csapszék;  
a fél világ csak ehetnék, ihatnék,  
másik felén divatos öltözet.  
A rőfös vág, a szabó öltöget.  
Kocsmákban "éljen!" s rá neved dörög föl,  
míg sütnék-főznek és tányér csörömpöl.

„*Be nem keríthetők a gyors szökevények.*” A udvarnagymintha a jövőbe látott volna. Ahogyan *Warren Buffett* az amerikai másodlagos jelzáloghitel-piac derivatíváit



„*pénzügyi tömegpusztító fegyvereknek*” nevezte, úgy találjuk meg mi is a párhuzamot a két korszak között. A kedvező piaci hangulatban kibocsátott, a jövőbeni növekedés ígérétéen alapuló pénzügy instrumentumok „*be nem keríthetők*”, a befektetők ugyanis minden áron szeretnének hozzájuk jutni. Nagyjából ez volt a helyzet az egzotikus *subprime* pénzügyi termékekkel és ugyanez 2002-t megelőzően az amerikai *dotcom* ágazat értékpapírjaival. Az a pénzügyi reguláció, amely „*bekerítette volna*” őket, biztos számíthatott volna a súlyos és lenéző kritikára, de befektetők tízezreit menthette volna meg vagyonuk elvesztésétől.

### **MEFISZTÓ**

Ki sétálgat s a teraszokra fölmege,  
lát drágaszép ruhájú, deli hölgyet,  
fél szemét pávalegyező takarja,  
s ránk mosolyog, ily cédulát kutatva;  
ékes szó, tréfa nyomán ily hirtelen  
szerelmi hajlandóság nem terem.  
Nem kell ma már erszényt, zacskót cipelni,  
a kis papír szívünk fölött pehelynyi,  
szerelmes kis levél a párja ott.  
Zsolozsmakönyvbe rejtik a papok,  
s a zsoldos fűgében fut el a harcból,  
ha csípején megkönnyebbül a tarsoly.  
Felsőged megbocsátja, ha kicsinyben  
nézem a nagy művet s színleg kicsinylem.

### **FAUST**

A kincsek dermed garmadája, mely  
országaidnak földjében hever,  
meddő. Siralmas korlátként övezne  
ily gazdagságot bármilyen nagy eszme;  
a képzelet, mely felhők közt ivel,  
bárhogy erőlködik, nem éri fel.  
De ha mélyre látni méltó, a szellem  
végtelenül bízik a végtelenben.

Miközben „*a fél világ evett és ivott*”, a császár kételkedett, míg „*meg nem győzték a tények.*” Ellenben napjainkban egyáltalán nem volt divat a kételkedés. Aki a közgazdasági *mainstream* vélekedéssel szemben kritikai nézőpontra helyezkedett, annak számolnia kellett azzal, hogy legjobb esetben is rásütik a „korszerűtlen” bélyeget. A laikus közvélemény pedig ugyanúgy nem foglalt állást, mint a Császárság lakói: a „*divatos öltözékek*” és a „*sütés-főzés*” lehetőségei kellőképpen nyomós érvek bizonyultak a növekedés mellett, amelynek korlátaikat senki sem vitatta. Ahogyan *Faust* fogalmazott: „*végtelenül bíztak a végtelenben.*” Végtelen növekedés azonban nem létezik. *Kenneth E. Boulding*, az általános rendszerelmélet egyik alapító –egyébiránt közgazdász– atyja, így vélekedett a Faust által felvetett kérdéstről: „*Bárki, aki hisz abban, hogy az exponenciális növekedés vég nélkül folytatódhat egy véges világban, az vagy őrült vagy közgazdász.*”

## MEFISZTÓ

Aranynál, gyöngynél e kis cédulák  
könnyebbek; mink van, tudjuk legalább;  
nincs cserebere, alku, nyakra-főre  
költhetjük mámorító borra, nőre.  
Ha ércpénz kell, a pénzváltó segít,  
s ha néki sincs, hát ásunk egy kicsit.  
Majd dobra verjük a láncot, serleget,  
a papiros máris törlesztetett,  
s a gúnyos kétkedés szégyenbe fül.  
Nem kell a régi, megszokott az új.  
Aranya, ékszere, papírja bőven  
lesz a császárságnak minden időben.

„*Nem kell a régi, megszokott az új.*” E nézőpont több száz év távlatából sem változott túlságosan sokat. A „*gúnyos kétkedés*” persze nem mindig fül szégyenbe. Különösen akkor nem, ha a fenntartható fejlődés megkérdőjeleződik, illetőleg, ha a válságok tünetei felülírják a korábbi elgondolásokat. Mefisztó kedvező piaci hangulatban utalt arra, hogy „*ha ércpénz kell, a pénzváltó segít.*” Az 1998-as orosz tőzsdeválság egyik előzménye, hogy a pénzügyi intézetek nagyvonalú kölcsönügyletekkel segítettek egymáson, ha „*ércpénz kellett*”, pontosabban, ha nagyobb eszközállománnyal kellett megjelenni a piacon, mint amekkora a rendelkezésre állt. A 2007-es válság *subprime* hitelezői szintén örömmel adtak „*ércpénzt*” a „*cédulákért*”. Azonban amint a megtérülés kockázatossá vált, egyből az „*ércpénzt*” választották ígéretek helyett: a pénzügyi intézetek nem hiteleztek tovább egymásnak. Viszont ugyanúgy, ahogyan napjainkban, az államhatalmat megtestesítő császár könnyedén engedte át a pénzügyi irányítást a „szakértőknek”:

## CSÁSZÁR

Nektek hálás országunk mindezért;  
a szolgálathoz kell szabnunk a bért.  
Mit birodalmam földje-mélye rejt még,  
rátok bízom, jobb őrpárt úgyse lennék.  
Nektek a zárt lelőhely nem titok,  
tiétek lesz az ásatási jog.  
Jöjjön létre a kincstárnok-szövetség,  
magas tisztéért ki-ki lelkesedjék,  
lássunk a felső- és az alvilág  
között szívvidító harmóniát.

Napjainkban sem volt illendő vitatni, hogy a „*kincstárnok-szövetség*” tekintélye az államok felett áll. „*Magas tisztéért*” még az állami vezetőknek is „*lelkesednie*” kellett, ellenkező esetben a pénzügyi források elapadásával kellett számolni. Ez egybeesett annak az elgondolásnak a széleskörű és általános elfogadásával is, hogy az államnak nincs helye a korszerű gazdaságban. De aki azt gondolta, hogy ez a jelenség posztmodern, az –láthatjuk– nem olvasta kellőképpen figyelmesen *Goethe* sorait. A *Faust* kincstárnokának szemmel láthatóan nincs is ellenére az új reláció:

## **KINCSTÁRNOK**

Viszálynak köztünk még árnyát se lássam,  
a varázsló szeretett pályatársam.  
(*El Fausttal együtt*)

A könnyedén felszámolt pénzügyi krízis után a császár megjutalmazza munkatársait. E bőkezű aktus újabb analógiára ad lehetőséget: az ezredfordulót követően szinte minden vállalati krízis aspektusai között találkozhattunk a javadalmazási botrányokkal. 2008-ban az Egyesült Államokban *Obama* elnök is kifejezte a pénzügyi intézetek javadalmazási politikája fölött érzett felháborodását. *Goethe Faustjának* császára, úgy fest engedékenyebb volt az amerikai elnöknel:

## **CSÁSZÁR**

Jutalmat kap most minden emberem,  
s hogy mit vesz érte, vallja meg nekem.

## **APRÓD**

(*elfogadva a bankót*)  
Mulatok majd sokat, nagyot, vidámat.

## **MÁSIK**

(*ugyanúgy*)  
Nyakláncot, gyűrűt veszek a babámnak.

## **KAMARÁS**

(*átvéve a bankót*)  
Dupla butykossal iszom jobb borocskát.

## **MÁSIK**

(*ugyanúgy*)  
Zsebemben máris viszketnek a kockák.

## **ZÁSZLÓSÚR**

(*megfontoltan*)  
Kastélyom, földem tehermentesül.

## **MÁSIK**

(*ugyanúgy*) Kincs ez, hát többi kincsemhez kerül.

## **CSÁSZÁR**

Azt hittem, új tettekre lelkesedtek;  
de ismervén titeket, ez se lep meg.  
Látom: kapnátok bár kincsgarmadát,  
a régi nótát fűjnatok tovább.

A császár felismerése helytálló: a javadalmazási politika vonatkozásában úgy fest még a harmadik évezred nyitányán is a „*régi nóta*” szól. A nagyságrendek minden mértéket áthágnak. Ekkor azonban megérkezik a császár bolondja, hogy ő is kivegye a részét a jutalomból:

**BOLOND**

(*most jön elő*) Légy a kegyben irántam is pazar!

**CSÁSZÁR**

Ha újra élsz, el is iszod hamar.

**BOLOND**

Bűvös papír! Nem értem jól, mi az?

**CSÁSZÁR**

Sejtem, hisz rosszra költöd el, te gaz.

**BOLOND**

Még több hull. Mít cselekedjem? Nem tudom.

**CSÁSZÁR**

Csak szedd föl mind, hisz néked hullatom. (*El*)

**BOLOND**

Öt ezres csak így az ölembe hullna?

**MEFISZTÓ**

Kétlábú tömlő, feltámadtál újra?

**BOLOND**

Mint gyakran, de ily jóra soha még.

**MEFISZTÓ**

Örömdben kiver a veriték.

**BOLOND**

De hát aranyat ér ez igazán?

**MEFISZTÓ**

Kapsz érte, mit csak szemed, szád kíván.

**BOLOND**

Kapható ház, szántó föld, állatok?

**MEFISZTÓ**

Hogyne! Csak bankót kínálj, s megkapod.

**BOLOND**

S kastély, vadaskert, halastó?

**MEFISZTÓ**

Na lám!

Nemzetes úrnak látlak majd talán!

**BOLOND**

Földbirtokos leszek estére még! - *(El)*

**MEFISZTÓ**

*(solus)* Ki ne dicsérmé bolondunk eszét!

A válság napjainkban rámutatott arra is, hogy a „*bolondok eszét*” még mindig többre tartjuk, mint érdemes lenne. Az üzleti szféra olyan vállalati és pénzügyi vezetők tevékenységét csodálta, akik rövid időn belül juttatták csődbe a korábban ágazatvezetőként számon tartott konszerneket. Amikor a 2002-es Enron botrány részletei a felszínre kerültek a szakmai álláspontok a kapitalizmus gyökeres újragondolásáról beszéltek. 2008-ban, a pénzügyi válság sötét őszi napjaiban ezt egyenesen elkerülhetetlennek tartották. Az elemzések az államoknak újból meghatározó szerepet prognosztizáltak a pénzügyi intézetekben, a vállalkozásokban és a gazdaságban. Arról értekeztek, hogy semmi sem lesz már olyan, mint azelőtt. Így utólag visszatekintve nagyon is hasonló minden. *Goethe Faustját* olvasva pedig rá kell jönnünk: nagyon is régóta nincs új a nap alatt.

## II. Fejezet: Felelős társaságirányítás és vállalati botrányok az Egyesült Államokban

### I. A felelős társaságirányítás fejlődési tendenciái az Egyesült Államokban

Az előző fejezetben többször is utaltunk arra (és a továbbiakban még többször is fogunk), hogy az Egyesült Államokban a társaságok irányítása milyen nagymértékben függ az értékpiacon. Az 1920-as és 30-as évek gazdasági világválsága rámutatott, hogy e piacok működésének törvényessége és átláthatósága a gazdasági fejlődés záloga is egyben. Ennek köszönhető, hogy a szövetségi jog hatálya alatt kiemelkedő jelentőséghez jutottak a felügyeleti hatóságok. Noha a társaságok piaci jelenlétét és tevékenységét több egymástól független hatóság is ellenőrzi, kiemelkedő jelentőséggel rendelkezik ezek közül a *Securities and Exchange Commission* (Értékpapír és Tőzsde Bizottság), amely tőzsde felügyeleti funkciójának ellátása mellett a szabályalkotás tekintetében is vezető szerepet tölt be. Ezt a hatóságot eredetileg az 1934-es *Securities and Exchange Act* (tőkepiaci törvény) hívta életre. Mellette azonban más mértékadó – de inkább az önszabályozás koncepciója alapján működő – szervezetek is befolyással rendelkeznek a tőkepiaci szabályozási területen. Ezek közé tartozik a *New York Stock Exchange* (New Yorki Értéktőzsde), illetőleg a *National Association of Securities Dealers* és annak piaca, a *NASDAQ*.<sup>149</sup>

A szövetségi jog mellett<sup>150</sup> jelentős szerepet töltenek be a tagállami jogok, hiszen ezek alapján jönnek létre és működnek a társaságirányítás alanyai, a vállalatok. A tagállami társasági jogok között talán a legkiemelkedőbb<sup>151</sup> *Delaware* állam társasági joga.<sup>152</sup> *Delaware* állam, noha területét és népességét tekintve a csekélyebb tagállamok közé tartozik, kedvező adójogi rendelkezéseinek és flexibilis társasági jogi (bírói) gyakorlatának köszönhetően számos vállalat székhelye lett az Egyesült Államokban.<sup>153</sup> A *Delaware Code 141. §-a* az igazgatótanács tagjainak szerepéről, a bizottságok megalakításáról, a kvalifikációs feltételekről, javadalmazásról, illetőleg az igazgatók felmentéséről rendelkezik. Szintén lényeges *corporate governance* nézőpontból a jogszabály *144. §-a*, amely az érintett felek tranzakcióinak (*related-party transaction*) szabályozásán keresztül a társaság azon jogügyleteit szabályozza, amelyekben a másik szerződő fél olyan személy, akivel korábban a társaság már korábban speciális jogviszonyban állott (így például a saját igazgatóival).<sup>154</sup>

---

<sup>149</sup> Lásd GARETT, Allison Dabbs, *A Comparison of United Kingdom and United States Approaches to Board Structure*, *The Corporate Governance Law Review* (2007) Vol. 3. No. 3. 100. old.

<sup>150</sup> Vö. GRIFFITH, Sean J. – STEELE, Myron T., *On Corporate Law Federalism, Threatening the Thaumtropy*, *Business Lawyer* (2005-2006) Vol. 61. 3-6. old.

<sup>151</sup> Vö. MACEY, Jonathan R., *Displacing Delaware: Can the Feds Do Better Job Than the States in Regulating Takeovers?* *Business Lawyer* (2001-2002) Vol. 57. 1025-1029. old.

<sup>152</sup> Lásd ARSHT, S. Samuel, *A History of Delaware Corporation Law*, *Delaware Journal of Corporate Law* (1976) Vol. 1. No. 1. 1-22. old.

<sup>153</sup> Lásd SELIGMAN, Joel, *A Brief History of Delaware's General Corporation Law of 1899*, *Delaware Journal of Corporation Law* (1976) Vol. 1. No. 2. 249-287. old.

<sup>154</sup> Lásd GARETT, Allison Dabbs, *A Comparison of United Kingdom and United States Approaches to Board Structure*, *The Corporate Governance Law Review* (2007) Vol. 3. No. 3. 100. old.

A számos tagállam által alkalmazott *Model Business Corporation Act (MBCA)* szintén a társaságirányítás témaköreit szabályozza.<sup>155</sup> Az igazgatótanácson belüli felügyeleti funkciók gyakorlásáról a *Model Business Corporation Act 8.01. §-a* rendelkezik. Emellett más lényeges *corporate governance* témakörök (az igazgatótanács létszáma, az igazgatók felmentése stb.) is visszaköszönnek a jogszabály rendelkezéseiből. Lényeges továbbá, hogy a *Model Business Corporation Act* lehetőséget biztosít arra, hogy az igazgatótanács bizottságokat hozzon létre és arra is, hogy bizonyos funkciók gyakorlását e bizottságok hatáskörébe sorolja.<sup>156</sup>

Az Egyesült Államok bírósági gyakorlatában az igazgatótanács tagjainak két jelentős bizalmi jellegű kötelezettsége (*fiduciary duties*) is kialakult. Ezek a gondosság (*duty of care*) és a társasághoz való hűség (*duty of loyalty*) követelményei,<sup>157</sup> amelyek a *corporate governance* kontraktuális társasági jogi háttérének alapeveiként is felfoghatók.

2002-ben a nagy vállalati botrányokra adott kormányzati válaszlépés a *Sarbanes-Oxley Act* megalkotása volt, amely a részvénytársaságok számviteli reformját és a befektetővédelem ügyének előmozdítását célozta. A jogszabály a *corporate governance* amerikai reformjának jelentős, ám sokat kritizált állomása. Emiatt ennek tartalmát nem most ismertetjük, hanem később, munkánk önálló és terjedelmesebb részében.

A jogszabályokon és a bíró által alkotott jogokon túlmenően az Egyesült Államokban a *corporate governance* szabályozásában jelentős szerepet töltenek be a tőzsdei regisztrációk szabályai. Ezek között kiemelkedően fontos a *New York Stock Exchange Listing Standards* (a New Yorki Értéktőzsde Regisztrációs Standardjai), amelyek példának okáért előírják, hogy a jegyzett társaságok igazgatótanácsában többségben kell lennie a független igazgatóknak. Emellett ezek a standardok megkövetelik a kinevezési, javadalmazási, illetőleg audit bizottságok működtetését is.<sup>158</sup>

A *corporate governance* szabályanyaga az Egyesült Államokban is alakulóban van. Olyan folyamatról van szó, amelyet a legaktuálisabb események tartanak mozgásban, elég, ha mindössze a 2007-2008-as pénzügyi válság eseményeire gondolunk, amely az Egyesült Államok másodlagos jelzálog-hitelpiacáról indult ki 2007 nyarán (*subprime crisis*). Az aktuális események újabb pénzügyi és irányítási kérdések újragondolásának voltak ihletői, amelyek a szövetségi törvényhozás aktusaiban is megnyilvánultak. Ezeknek a jogszabályoknak a körébe sorolhatjuk azokat a jogszabályokat, amelyeket már az *Obama-éra* gazdaságpolitikai koncepciója fémjelez. Ide sorolható a 2008-as *Emergency Economic Stabilization Act* és a 2010-es *Restoring American Financial Stability Act*.

---

<sup>155</sup> Lásd Committee on Corporate Laws, ABA Section of Business Law, *Changes in the Model Business Corporation Act – Amendments to Chapter 7 and Related Provisions Relating to Shareholder Action Without a Meeting, Chapters 8 and 10 Relating to Shareholder Voting for the Election of Directors, and Chapter 13 Relating to Appraisal and Other Remedies for Fundamental Transactions*, Business Lawyer (2005-2006) Vol. 61. 1427-1437. old.

<sup>156</sup> Lásd GARETT, Allison Dabbs, *A Comparison of United Kingdom and United States Approaches to Board Structure*, The Corporate Governance Law Review (2007) Vol. 3. No. 3. 101. old.

<sup>157</sup> Lásd GARETT, Allison Dabbs, *A Comparison of United Kingdom and United States Approaches to Board Structure*, The Corporate Governance Law Review (2007) Vol. 3. No. 3. 101. old.

<sup>158</sup> Lásd GARETT, Allison Dabbs, *A Comparison of United Kingdom and United States Approaches to Board Structure*, The Corporate Governance Law Review (2007) Vol. 3. No. 3. 102-108. old.

A következőkben –e fejezetben– azt a jelenséget igyekszünk bemutatni, amely az Egyesült Államok *corporate governance* jogalkotását a vállalati botrányok és a krízishelyzetek kontextusába helyezi.

Elsőként a 2002-es vállalati botrányok eseménysorozatát elevenítjük fel. Mindezt az *Enron-botrány* részletes vizsgálatán keresztül kívánjuk megtenni. Úgy gondoljuk ugyanis, hogy bár az *Enron-botrány* nem az egyetlen – és napjainkra már nem is a legnagyobb volumenű– amerikai vállalati botrány volt, de eseményei mint iskolapéldák modellezik azokat a problémákat, amelyeknek megoldása azóta is várat magára.

A 2002-es vállalati botrányok következményeként hatályba lépett *Sarbanes-Oxley* befektetői reform szintén részletes vizsgálatunk tárgyát képezi, hiszen rajta keresztül az Egyesült Államok legátfogóbb tőkepiaci és társaságirányítási reformjának lehettünk tanúi, persze csak az 1934-es –nagy gazdasági világválságot követő– reformot követően.

Végezetül megvizsgáljuk, hogy a 2007-ben kiindult pénzügyi válság tükrében milyen kihívásokkal szembesült az Egyesült Államok jogalkotása és milyen globális hatások társulhatnak a folyamathoz?

## II. Az *Enron-botrány*, mint az amerikai vállalati botrányok iskolapéldája

A 90-es évek második felétől az Amerikai Egyesült Államok gazdaságában jelentős fellendülés vette kezdetét, amely a befektetőket is arra készítette, hogy bátrabban mobilizálják pénzeszközeiket, abban a reményben, hogy e pénzügyi sikerek várományosai lehetnek. A fellendülés számos indoka közül ki kell emelni az informatika dinamikus fejlődését, a kommunikációs társadalom kiteljesedését. E folyamatok eredményeként szinte a földből nőttek ki új üzletágak, de a már meglévő vállalatok is sikerrel alkalmazták az új technikákat. A gyorsabb és hatékonyabb információáramlás és az új hozzáférési lehetőségek tovább fokozták a befektetők kedvét és optimizmusát.

E növekedés az ezredfordulón kiteljesedett, a gazdasági élet új titánjainak sikerei a tetőpontjukra hágtak. Sejteni lehetett, hogy a fejlődés üteme már nem fokozható, így 2000-től a befektetők aktivitása is mérsékeltebbé vált és egyre többen igyekeztek értékesíteni részvényeiket- szerencsés esetben realizálni az árfolyamnövekményből eredő hasznot.

A tőzsdén jelentkező túlkínálat –más tényezőkkel együtt- az árfolyamok jelentős csökkenéséhez vezetett. 2002-re világossá vált, hogy a legnagyobb vállalatok sikerei mögött sem mindig állt valós gazdasági teljesítmény. (Miután a felpumpált részvényárak mögött az informatikai szektorba vetett túlzott bizalom állt, ezért a jelenséget *dotcom buboréknak*<sup>159</sup> nevezzük). Fény derült arra is, hogy e vállalatok könyvelési csalásokkal és csúsztatásokkal szépítették gazdasági mutatóikat, annak érdekében, hogy részvényeik vonzóbbnak tűnhessenek a reménybeli befektetők szemében.

---

<sup>159</sup> Szó szerinti fordításban „pont com”, amely az amerikai webcímek kiterjesztése az informatikában (vö. „pont hu” a magyar címek esetében). A dotcom buborék elnevezés egy olyan ágazati buborékra (tech bubble) utal, amely a dinamikus növekedő informatikai szektor papírjait foglalta magába. A kezdetben megalapozott növekedés a túlzott tőzsdei optimizmusnak köszönhetően később olyan értékpiazi buborék keletkezéséhez vezetett, amely egyértelműen az ágazat részvényeinek túlértékelttségére utalt.



Számos esetben a dekonjunktúra csődhöz vezetett, amely a figyelmet ráirányította a jogi szempontokra –különösképp a jogsértésekre-, amelyeket a mesés üzleti sikerek egészen addig elfedhettek. Az *AOL*, a *Xerox*, az *Adelphia Communications* és a *Tyco International* család ügyletei mellett talán a leginkább elhíresült vállalati botrány az *Enron* energetikai gigász látványos összeomlása volt. A 80 milliárd dollár értékű birodalom összeomlása után világossá vált, hogy szükséges a gazdasági és üzleti megoldások és az ahhoz kapcsolódó jogi szabályozás felülvizsgálata, újragondolása. A válaszok azonban nyolc év távlatából sem tűnnek egyértelműnek. Ezért időszerű most, számos esztendő elteltével visszatekinteni az eseményekre és átgondolni, hogy mi is történt ebben az időszakban. Sok új kérdés felvetése mellett ma már a régebbi események is új megvilágítás alá kerülhetnek.

## 1) Az Enron ügy alapfogalmai

Az *Enron* ügy ismertetése és az abból adódó következtetések során figyelembe kell vennünk, hogy a magyar olvasó számára bizonyos kifejezések vagy fogalmak esetleg nem világosak. A következőkben néhány ilyen alapfogalom rövid ismertetése következik.

a) *Az Enron leányvállalatok elnevezése* – Az *Enron* vállalati botrány során számtalan leányvállalattal találkozhatunk, amelyeket maga az *Enron* hívott életre, és amelyek egyetlen célja az volt, hogy az anya-vállalat veszteségeit eltüntessék annak egyenlegéből.

E vállalatok elnevezéseit illetően számos megoldást alkalmaztak, általában valamilyen betűszó formájában. Ezek némelyike *Enron-vezető tisztségviselők* családtagjainak a nevének kezdőbetűi, mint például az *LJM*, amely Andrew Fastow –a csalásokban aktívan közreműködő és hat év börtönre ítélt tisztségviselő- feleségének és két gyermekének keresztnéveinek kezdőbetűiből áll össze. Mások mozaikszóként funkcionáltak, mit a *JEDI (Joint Energy Development Investment)*. Megint mások egyszerű fantázianevek voltak, mint például a *Chewco*. Figyelemre méltó, hogy az *Enron- leányvállalatok* elnevezését több ízben is a népszerű *Star Wars* mozifilm széria ihlette (például *JEDI, Chewco*).

b) *A partnership* – Az említett leányvállalatoknak jelentős része működött *partnership* formában. Az Egyesült Államokban a *partnership*<sup>160</sup> az a vállalati forma, amely a legközelebb áll az Európában személyegyesítő gazdasági társaságként ismert társasági formákhoz. A *partnership*eknek két formáját különböztethetjük meg, a *general partnership (G. P.)* és a *limited partnership (L.P.)*. A *general partnership* az európai közkereseti társaságok megfelelője, mert azt azonos jogállású *general partnerek* alkotják, amíg a *limited partnership*ek a betéti társasághoz hasonlítanak, mert a korlátlanul felelős *general partner* mellett korlátoltan felelős *limited partner* áll. A hasonlóságok mellett azonban mindenképpen meg kell jegyezni, hogy számottevő eltérés mutatkozik az amerikai és az európai modell között. Az amerikai jogban példának okáért a *partnership* létrehozása során nincs szerződéskényszer, az létrejöhet pusztán abból a tényből adódóan, hogy a ténylegesen tagok közösen folytatják

<sup>160</sup> Lásd BARNES, A. James – DWORKIN, Terry Morehead – RICHARDS, Eric L., *Law for Business* (Homewood, Illinois, IRWIN, 1987) 411-412. old.

gazdasági tevékenységüket.<sup>161</sup> Másrészt az európai gazdasági életben a személyegyesítő formák rendszerint alacsony tőkével alakulnak és működnek. Ezzel szemben az *Enron* ügyben szereplő *partnership*ek hatalmas tőkével működtek, a JEDI L. P. példának okáért egy 500 millió dollár értékű *partnership* volt.

c) *A special purpose entity* – Az *Enron* ügy kapcsán elhíresült vállalatok nagyrésze úgynevezett *special purpose entity* (*SPE*) volt. A *special purpose entity* speciális célra –például kockázatviselés- létrehozott jogalany. Az *Enron* leányvállalatok, mint speciális célú jogalanyok működési körében felmerülő egyik legfontosabb kérdés az volt, hogy számviteli szempontból hogyan működhetnek függetlenül az anyavállalattól. Erre azért volt szükség, mert az *Enron* jelentős mértékű veszteséget csoportosított át ezekhez a vállalatokhoz, miáltal azok a saját egyenlegében nem kerültek kimutatásra. Ez volt a kulcsa annak, hogy az *Enron* folyamatosan, időről időre kiváló pénzügyi mutatókat produkálhatott.

Az *SPE*-k alkalmazásának a tekintetében meg kell említeni, hogy az *Enron* ügy elhíresült botrányai óta az amerikai üzleti jogi terminológia kellemetlen szájjal és megnövekedett bizalmatlansággal említi a speciális célú jogalany kifejezést. Az *Enron* csalások forgatókönyvében kiemelkedő jelentőséghez jutó *SPE*-k működésével kapcsolatban ugyanis szembetűnő ellentmondás tapasztalható, amelyre –az *Enron* ügy következményeit és tanulságait kiterjedt tanulmányban elemző- *David A. Westbrook* is felhívja a figyelmet: Az *SPE*-ket ugyanis alapítóik meghatározott céljaira hozzák létre, ennek ellenére a számviteli kérdésekben kiemelt fontossághoz jut a függetlenségük kérdése.<sup>162</sup> Amint pedig azt a későbbiekben láthatjuk majd, az *Enron* csalárd ügyletei közül némelyikben döntő jelentősége volt ennek a kérdésnek.

d) *A Generally Accepted Accounting Principles (GAAP)* – A *GAAP* tulajdonképpen nem más, mint az Egyesült Államokban alkalmazott számviteli szabályok összessége. A számviteli szabályok megalkotásánál -hatékonysági szempontokat szem előtt tartva- elkerülték a kormányzati utat. Ehelyett 1973-ban sor került a *Financial Accounting Standards Board (FASB)* létrehozására. A *GAAP* a *FASB* standardok, állásfoglalások és iránymutatások hatályban lévő szabályainak összessége, amely gyakorlatias szempontoktól vezérelve kiegészült más pénzügyi és gazdálkodó szervezetek ajánlásaival, állásfoglalásaival és javaslataival. A *GAAP* nem törvény, szabályainak betartása mégis kötelező.

Az Egyesült Államokban, a nyilvános tőzsdei forgalomban működő részvénytársaságok negyedéves beszámolók formájában nyilatkoznak a pénzügyi helyzetükről. Ez a

---

<sup>161</sup> Lásd *Truck Insurance Exchange vs. Industrial Indemnity Co.* (688 P. 2d 1243 (Sup. Ct, Mont. 1984)). Az ügyben hozott ítélet kimondta, hogy két burgonyatermelő farmer, Wilbur Kim és fia, William Kimm, *partnership* üzleti formációt hozott létre pusztán azzal, hogy az egyébként külön- külön megtermelt burgonyát közösen tárolták és az értékesítésből származó hasznot közös bankszámlán számolták el. William Kimm saját termelésű burgonyáját olyan vegyszerekkel kezelte, amelyek megkárosították vevőit. William Kimm biztosító társasága, az esetből eredő károkat rendező *Truck Insurance Company* keresettel fordult Wilbur Kimm biztosító társasága, az *Industrial Indemnity* ellen, amelyben a kárrendezés megosztását követelte, arra hivatkozva, hogy Wilbur és William Kimm tulajdonképpen kvázi *partnership* formációban működtek a közös raktározási és bankszámla viszonyok miatt. Az ügyben született ítélet helyt adott az érvelésnek és megállapította a két farmer között fennálló *partnership* jogviszonyt.

<sup>162</sup> Lásd WESTBROOK, David A., *Corporation Law After Enron: Possibility of a Capitalist Reimagination*, *Georgetown Law Journal*, (2003-2004) Vol. 92. 76-77. old.

kimutatás megjeleníti az adott vállalat bevételeit és kiadásait az adott negyedévben. A *GAAP* előírások azonban lehetővé teszik, hogy amennyiben egy nyilvánosan működő részvénytársaság érdekeltséggel rendelkezik valamely más jogalanyban és ez a másik jogalany kellőképpen független a részvénytársaságtól, akkor a részvénytársaság negyedéves beszámolójába nem kell feltüntetni e jogalany pénzügyi mutatóit. A kellő mértékű függetlenség minimális követelménye egy a részvénytársaságtól teljes mértékben független partner, aki minimum 3 százalék részesedés erejéig biztosít vagyoni hozzájárulást. E 3 százalékot ténylegesen neki kell kockára tennie, azaz elvileg nincs lehetőség arra, hogy különféle garanciák vagy fedezetek kikötésével áttelepítsék a kockázatot a részvénytársaság rovására.

Amint azt látni fogjuk a későbbiekben, az *Enron* erőfeszítései arra irányultak, hogy leányvállalatainak mutatóit elkülönítse a saját negyedéves jelentéseitől, így tüntetve el számottevő veszteséget az egyenlegéből. Az *Enron* sokszor igyekezett megteremteni leányvállalatainak függetlenségének látszatát. Ezt a célt nagyrészt úgy érthette el, ha olyan helyzetet teremtett, amelyben a leányvállalatai –a *GAAP* említett szabályaival látszólagos összhangban- színleg függetlennek tűntek tőle. Ez irányú igyekezetükben az *Enron* vezetői és segítők, „a kapuk őrei” –a *gatekeeperek*- gyakorta lépték át a törvényesség határait.

e) *Az Enron botrányban érintett jelentősebb tisztségviselők* – Az *Enron* csalárd ügyleteiben érintett tisztségviselők közül a leginkább *Andrew Fastow* vezető pénzügyi tisztségviselő neve vált ismerté. Rajta kívül azonban más vezető tisztségviselők is érintettek voltak abban a csalárd szériában, amelynek a következményeként az *Enron* pénzügyi helyzete tarthatatlanná vált.

Az 1961. december 22-én, *Washington D. C.* –ben született *Andrew Stuart Fastow* az *Enron* pénzügyi igazgatója volt (chief financial officer, CFO). Az *Enron* leányvállalatok létrehozásában, működtetésében és csalárd ügyleteik összehangolásában *Fastow* töltötte be a vezető szerepet. A *JEDI* elnevezésű társaság jogilag kifogásolható ügyleteiben segítségére volt korábbi beosztottja, *Michael J. Kopper* is. A leányvállalatok működési körében *Fastow* jelentős mozgásteret élvezett, amelyet személyes meggazdagodásának a céljaira is felhasznált. Az általa elkövetett csalások következményeként lefolytatott büntetőeljárásban 6 év börtönre ítélték.

A pennsylvaniai *Pittsburghben*, 1953. november 25-én született *Jeffery Keith Skilling* is a botrányokban érintett tisztviselők közé tartozott. Az ő büntető ügyében még nem született végleges határozat, miután fellebbezett a 24 év és 4 hónap börtönbüntetést ráróvó korábbi határozat ellen. A bíróság azonban megtagadta arra irányuló kérelmét, hogy szabad lábon védekezhessen, ezért *Skilling* a börtönben várja az újabb ítéletet.

*Kenneth Lee Lay*, az *Enron* botrányban vezérigazgatói minőségében érintett tisztségviselő 1942. április 15-én született. Amíg *Fastow* és *Skilling* börtönbe került, addig „Ken” *Lay* coloradoi vakációja során 2006. július 5-én szívelégtelenségben elhalálozott. Széles körben elterjedt álláspont szerint, egészségi állapotának megromlásában kiemelt szerepe volt az ellene folytatott eljárás okozta stresszhatásoknak.

f) *A „Powers Report”* – Az –e munkában sűrűn hivatkozott– „*Powers Report*” elterjedt rövidített elnevezése annak a jelentésnek, amelyet a *William Charles Powers* által vezetett vizsgálóbizottság készített az *Enron* csődjének az ügyében. A teljes cím: *Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of*

*Enron Corp.* A korábbi Enron igazgatósági tag *William Charles Powers*, ma igazgatói minőségben áll az *austini University of Texas* élén.

g) A „*gatekeeperek*” – Az *Enron* vezető tisztségviselőit jogilag kifogásolható, vagy nehezen megítélhető tranzakcióik során külső szakértők és tanácsadók is segítették. Az ilyen tanácsadókat az Egyesült Államokban plasztikus gyűjtőszóval *gatekeepereknek*, azaz kapuőröknek nevezik.

Nehéz lenne egységes meghatározást adni a *gatekeeperek* fogalmát illetően, de a jogirodalmi értelmezésekre támaszkodva elmondhatjuk, hogy elviekben független külső tanácsadókról és szakértőkről van szó (ügyvédek, könyvvizsgálók, bankárok), akik a befektetők érdekében fejtik ki a tevékenységüket.<sup>163</sup>

A gyakorlat sokszor merőben mást mutat, a *gatekeeperek* sokszor az igazgatóságot segítik, hogy megkerülhessék a befektetői érdekeket. Az *Enron* ügyben vállalt szerepükről és a vitás kérdésekről a későbbiekben még bővebben ejtünk szót.<sup>164</sup>

## 2) Az *Enron* csalások forgatókönyve

Az *Enron* csalárd ügyleteinek lényegét igen röviden összefoglalhatjuk. Noha a csalások rendszere és kivitelezése több szálon futott és rendkívüli összetettséget mutatott, maga a séma mégis egyszerű, és szinte minden esetben azonos volt.

Az *Enron* –sokszor jogilag kifogásolható módon– leányvállalatokat alapított, hogy azokkal hamis vagy színlelt üzleteket és pénzügyi tranzakciókat bonyolíthasson. Ezeket az ügyleteket az a közös vonás jellemezte, hogy tényleges gazdasági hasznot nem hajtottak, sőt költségeiket tekintve veszteséget termeltek. Az *Enron* ugyanis leányvállalatain keresztül tulajdonképpen saját magával kötött üzleteket.

Tényleges haszon ezekből az ügyletekből nem származhatott, hiszen leegyszerűsítve annyi történt, mintha valaki az egyik zsebéből kivett pénzt átteszi a másikba. Azonban ezeknek az ügyleteknek a segítségével az *Enron* jelentős mértékben képes volt kozmetikázni a negyed éves pénzügyi beszámolóit. A kialakított mechanizmus szerint az *Enron* a veszteségeket a leányvállalatoknál hagyta, míg a velük kötött üzletek bevételeit feltüntette saját egyenlegében.

Az *Enron* leányvállalatai között felfedezhetünk néhány közös jellemző vonást, amelyek a későbbi ügyleteik kapcsán bonyodalmakat okoztak. Ezek közül az egyik, hogy legtöbbjük vagyona az *Enron* által rendelkezésükre bocsátott *Enron* részvények képezték. Ez pedig azt is jelentette egyúttal, hogy a leányvállalatok fizetőképessége döntő mértékben függött attól, hogy az *Enron* részvény hogyan teljesít az értékpiacon.

Ennek a jelentősége még inkább előtérbe kerül, ha arra gondolunk, hogy az *Enron* számos ilyen leányvállalattal kötött fedezeti ügyleteket, hogy a tulajdonában álló értékpapírok árfolyamnyereségéből származó hasznot –legalább is papíron– bebiztosítsa. Ilyenkor ugyanis előfordulhatott, hogy az *Enron* részvények rossz tőzsdei teljesítménye esetén – a leányvállalatok vagyona nem volt elégséges a fedezeti ügyletekben meghatározott célokra.

<sup>163</sup> Lásd COFFEE, John C., *The Attorney as a Gatekeeper: An Agenda for the SEC*, Columbia Law Review (2003) Vol. 103. 1296-1299. old.

<sup>164</sup> Lásd AGUIRRE, Garry J., *The Enron Decision: Closing the Fraud-free Zone on Errant Gatekeepers*, Delaware Journal of Corporate Law (2003) Vol. 28. 447. old.

E szövevényes, már-már „bizantin” fedezeti konstrukciók során még az is előfordult, hogy egy bizonyos részvény árfolyamnyereségéből eredő haszon biztosítására olyan leányvállalattal kötöttek vételi opciót, amelynek vagyona a fedezni kívánt részvénytípusból állt. Eszerint, ha bekövetkezett az eshetőség, amely a fedezeti ügylet lényegét adja: azaz a meghatározott részvény árfolyama csökkent, akkor ezzel párhuzamosan automatikusan csökkent az említett leányvállalat fizetőképessége is. Ezek a fedezeti ügyletek mégsem voltak teljesen értelmetlenek: csak ezeknek a segítségével tudta ugyanis az *Enron* megjeleníteni negyedéves pénzügyi beszámolóiban azt a hasznot, amelyeket fedezeti ügyletek hiányában a vonatkozó jogi szabályozás – tekintettel a részvények tőzsdei árfolyam ingadozására – nem engedélyezett volna feltüntetni e beszámolóban.

Az egyre kedvezőbb és kedvezőbb pénzügyi beszámolók hatására az *Enron* részvények árfolyama az egekbe szökött, amely a befektetőket is vásárlásra készítette, a társaság valós gazdasági teljesítményére vonatkozó ismeretek hiányában.

A csalásban közreműködő vezető tisztségviselők (ide értve az *Enron* botrányainak során leginkább elhíresült –vagy inkább hírhedté vált– *Andrew Fastowt*) és bizalmasaik jelentős haszonra tettek szert akár az e célból alapított cégeken, akár az *Enron* részvények árfolyam- spekulációján keresztül.

Az *Enron* tisztviselőit e csalárd ügyletek lebonyolításában sokszor segítették ügyvédek, könyvelők vagy befektetési bankjaik. E *gatekeeperek* jogi megítélésük az *Enron* ügy vonatkozásában egyébiránt igen összetett. Habár a *gatekeeperek* hivatalosan a befektetők érdekében fejtik ki tevékenységüket<sup>165</sup> a gyakorlatban –és konkrétan az *Enron* ügyben– sokszor a vezető tisztségviselők utasításai, kérései és ajánlásai alapján jártak el.

Habár az *Enron* által létrehozott leányvállalatok megszámlálhatatlanok, e fejezetben mi csak a három legjelentősebb és leginkább elhíresült csalással foglalkozunk és ezeken keresztül mutatjuk be a sémát, amelyet természetesen más ügyletek során is alkalmaztak.

a) A *JEDI – Chewco* ügy, vagyis „az *Enron* álszakáll mögött”<sup>166</sup>

A *JEDI – Chewco* ügy<sup>167</sup> sok szempontból mintáértékű az *Enron* leányvállalatok csalárd ügyletei között. A *JEDI* séma később mintaként szolgált sok egyéb leányvállalat létrehozásához és működtetéséhez, amelyeket az *Enron* pénzügyi mutatóinak kozmetikázásához és veszteségeinek eltüntetéséhez használtak.<sup>168</sup>

---

<sup>165</sup> Lásd COFFEE, John C., *The Attorney as a Gatekeeper: An Agenda for the SEC*, Columbia Law Review (2003) Vol. 103. 1296-1299. old.

<sup>166</sup> Lásd AGUIRRE, Garry J., *The Enron Decision: Closing the Fraud-free Zone on Errant Gatekeepers*, Delaware Journal of Corporate Law (2003) Vol. 28. 445. old.

<sup>167</sup> Lásd POWERS, William C. Jr. – TROUBH, Raymond S. – WINOKUR, Herbert S. Jr., *Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of Enron Corp* (2002) február 1. Forrás: <http://f11.findlaw.com/news.findlaw.com/wp/docs/enron/specinv020102rpt1.pdf>. 41-66. old.

Lásd még AGUIRRE, Garry J., *The Enron Decision: Closing the Fraud-free Zone on Errant Gatekeepers*, Delaware Journal of Corporate Law (2003) Vol. 28. 453-459. old.

<sup>168</sup> Lásd AGUIRRE, Garry J., *The Enron Decision: Closing the Fraud-free Zone on Errant Gatekeepers*, Delaware Journal of Corporate Law (2003) Vol. 28. 453-460. old.

A *JEDI LP* története 1993-ban kezdődött, amikor is az *Enron* és a *California Public Employees' Retirement System (CalPERS)* ezen a néven hozott létre egy 500 millió dollár értékű *limited partnershipet*.<sup>169</sup>

A *JEDI* elnevezés egy mozaikszó, amelynek jelentése *Joint Energy Development Investment*. Az *Enron*, mint *general partner* és a *Calpers*, mint *limited partner* egyaránt 250 millió dollár értékű beruházással járult hozzá, az *Enron* vagyoni hozzájárulása saját részvényeinek szolgáltatásából állt. A *JEDI* az *Enron* leányvállalatok jelentős részéhez hasonlóan *special purpose entity (SPE)* volt, vagyis speciális célú jogalany.<sup>170</sup>

Miután a *JEDI* kellő mértékben függetlennek számított –tekintettel a *GAAP* ide vonatkozó rendelkezéseire-, ezért könyvelése elkülönült az *Enronétól* és az *Enron* negyedéves egyenlegében nem kellett feltüntetni a *JEDI* működési körében felmerülő bevételeket és veszteségeket.<sup>171</sup>

Ennek köszönhetően a *JEDI* volt az első úgynevezett „*off the balance sheet*” *SPE*, vagyis olyan speciális célú jogalany, amelynek pénzügyi mutatói elkülönültek az *Enronétól*, miáltal arra is alkalmassá vált, hogy az *Enron* pénzügyi veszteségeket tüntessen el általa, hiszen veszteségei nem jelentek meg az *Enron* mérlegében.<sup>172</sup>

E számviteli függetlenség kulcsa a *GAAP* ide vonatkozó rendelkezéseiben keresendő. Az 1933. évi *Securities Act* és az 1934. évi *Securities and Exchange Act* értelmében ugyanis a nyílt tőzsdei forgalomban működő részvénytársaságoknak negyedéves jelentés formájában kell nyilatkozniuk vagyoni helyzetükről. Ezeket a negyedéves egyenlegeket a *GAAP* iránymutatásai szerint kell elkészíteni. A *GAAP* rendelkezései szerint, ha egy részvénytársaság –esetünkben az *Enron*– érdekeltséggel rendelkezik egy másik jogalany működésében –jelen esetben a *JEDI*-ben– és ez a másik jogalany kellő mértékben független a benne érdekeltséggel rendelkező részvénytársaságtól, akkor annak mérlegét nem kell feltüntetni a részvénytársaság negyedéves jelentésében.<sup>173</sup>

Ezeknek a feltételeknek az 50%-os *CalPERS* tulajdonban álló *JEDI* megfelelt. Noha az *Enron general partner* volt, a *JEDI* irányításában a *CalPERS*-nek kétoldalú megállapodással biztosított nagyobb teret. Ennek köszönhetően az *Enron* kezdetben jogszerűen különítette el a *JEDI* pénzügyi mutatóit saját negyedéves jelentéseitől.<sup>174</sup>

A *JEDI* működése és pénzügyi függetlensége alkalmas volt arra, hogy az *Enron* által alkalmazott csalások egyik sémája legyen. A forgatókönyv -a végletekig leegyszerűsítve- az volt, hogy az *Enron* elkönyvelte a leányvállalataival folytatott üzletekből származó bevételeket, a veszteségeket viszont nem. Ennek megfelelően az *Enron* nem tüntette fel a saját egyenlegében a *JEDI* kiadásait és veszteségeit. A *JEDI* részesedésből származó bevételeket viszont mégis elkönyvelték, javítva a vállalat pénzügyi mutatóit. Ezzel a módszerrel az *Enron* jelentős „fiktív” tőkét tudott

<sup>169</sup> Lásd WESTBROOK, David A., *Corporation Law After Enron: Possibility of a Capitalist Reimagination*, Georgetown Law Journal, (2003-2004) Vol. 92. 73. old.

<sup>170</sup> Lásd AGUIRRE, Garry J., *The Enron Decision: Closing the Fraud-free Zone on Errant Gatekeepers*, Delaware Journal of Corporate Law (2003) Vol. 28. 453-460. old.

<sup>171</sup> Lásd WESTBROOK, David A., *Corporation Law After Enron: Possibility of a Capitalist Reimagination*, Georgetown Law Journal, (2003-2004) Vol. 92. 73. old.

<sup>172</sup> Lásd WESTBROOK, David A., *Corporation Law After Enron: Possibility of a Capitalist Reimagination*, Georgetown Law Journal, (2003-2004) Vol. 92. 73. old.

<sup>173</sup> Lásd WESTBROOK, David A., *Corporation Law After Enron: Possibility of a Capitalist Reimagination*, Georgetown Law Journal, (2003-2004) Vol. 92. 74. old.

Lásd még AGUIRRE, Garry J., *The Enron Decision: Closing the Fraud-free Zone on Errant Gatekeepers*, Delaware Journal of Corporate Law (2003) Vol. 28. 454-455. old.

<sup>174</sup> Lásd WESTBROOK, David A., *Corporation Law After Enron: Possibility of a Capitalist Reimagination*, Georgetown Law Journal, (2003-2004) Vol. 92. 74. old.

bevételezni, amely tulajdonképpen nem is létezett, de mégis alkalmas volt arra, hogy növelje a befektetők bizalmát. Minden olajozottan működött a következő négy évben. 1997-ben azonban a *JEDI LP* helyzete jelentős mértékben megváltozott. Az Enron ugyanis létre akart hozni egy új beruházást *JEDI II* néven, egymilliárd dollár értékben. Az Enron szerette volna, ha a *CalPERS* befektet a *JEDI II*-ben, ugyanakkor azt is tudta, hogy a *CalPERS* pénzügyi helyzete nem teszi lehetővé, hogy ezzel egyidejűleg a *JEDI*-ben is befektető maradjon. Ezért a *CalPERS*-nek mindenek előtt meg kellett szabadulnia a *JEDI* részesedésétől.<sup>175</sup>

Szükség volt tehát egy vevőre, aki megvásárolná a *CalPERS* részesedését. Külső befektető azonban nem jelentkezett. Ez problémát okozott, mert az Enron nem vásárolhatta ki a *CalPERS*-t, hiszen ebben az esetben a *JEDI* -100 százalékos Enron tulajdonba kerülve elvesztette volna a *GAAP* előírásai szerint korábban fennálló függetlenségét és a *JEDI* veszteségei feltüntetésre kerültek volna az Enron egyenlegében is. Márpedig éppen ez volt az, amit az Enron minden eszközzel szeretett volna elkerülni. Ebben az esetben ugyanis elvesztette volna az 1997-es bevételek 40%-át, az egyenlegben ily módon megjelölő 711 millió dollár többlet kiadás pedig a részvényesek osztalékát is nagy mértékben korlátozta volna: mintegy 313 millió dollárral kaptak volna kevesebbet.<sup>176</sup>

A következményeket nem volt nehéz megjósolni: a befektetők bizalma megrendült volna, ami az Enron részvények tömeges eladását vonta volna maga után. A tőzsdén jelentős túlkínálat jelentkezett volna a vállalat papírjaiból, miáltal árfolyamuk zuhanórepülésbe kezdett volna.

Az Enron úgy döntött, hogy a függetlenség látszatának megőrzése mellett létrehoz egy olyan beruházót, amely kivásárolhatja a *CalPERS* érdekeltségeit a *JEDI*-ben.

Erre a célra az Enron egy olyan SPE-t konstruált, amelynek a függetlensége csak látszólagos függetlenség volt. Ebből eredően 1997-től a *JEDI LP* függetlensége az Enrontól is csupán látszólagos függetlenség lehetett.<sup>177</sup>

Az új SPE-t *Chewco* néven hozták létre, létezésének egyetlen célja pedig az volt, hogy az Enron partnere legyen a *JEDI*-ben. A *Chewco* megalkotásához szükséges csalárd szériában aktívan közreműködtek az Enron *gatekeeperei*, a *Vinson & Elkins*, mint ügyvédi iroda és a *Barclays Bank*, mint befektetési bank és mint könyvelő az *Arthur Andersen* is.<sup>178</sup>

---

<sup>175</sup> Lásd AGUIRRE, Garry J., *The Enron Decision: Closing the Fraud-free Zone on Errant Gatekeepers*, Delaware Journal of Corporate Law (2003) Vol. 28. 454. old.

Lásd még WESTBROOK, David A., *Corporation Law After Enron: Possibility of a Capitalist Reimagination*, Georgetown Law Journal, (2003-2004) Vol. 92. 77-78. old.

<sup>176</sup> Lásd AGUIRRE, Garry J., *The Enron Decision: Closing the Fraud-free Zone on Errant Gatekeepers*, Delaware Journal of Corporate Law (2003) Vol. 28. 454. old.

Lásd még WESTBROOK, David A., *Corporation Law After Enron: Possibility of a Capitalist Reimagination*, Georgetown Law Journal, (2003-2004) Vol. 92. 75. old.

<sup>177</sup> Lásd POWERS, William C. Jr. – TROUBH, Raymond S. – WINOKUR, Herbert S. Jr., *Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of Enron Corp* (2002) február 1. Forrás: <http://fl1.findlaw.com/news.findlaw.com/wp/docs/enron/specinv020102rpt1.pdf>. 43-46. old.

Lásd még AGUIRRE, Garry J., *The Enron Decision: Closing the Fraud-free Zone on Errant Gatekeepers*, Delaware Journal of Corporate Law (2003) Vol. 28. 454-455. old.

<sup>178</sup> Lásd POWERS, William C. Jr. – TROUBH, Raymond S. – WINOKUR, Herbert S. Jr., *Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of Enron Corp* (2002) február 1. Forrás: <http://fl1.findlaw.com/news.findlaw.com/wp/docs/enron/specinv020102rpt1.pdf>. 43-46. old.



A *Chewco*-t 1997-ben hozták létre. Lévéen maga is *SPE* volt, meg kellett, hogy feleljen két követelménynek, ahhoz hogy könyvelését ne kelljen összevonni az *Enron*éval. Ezek a feltételek a számviteli függetlenség követelményei voltak. Egyik részről szükség lett volna egy olyan független tulajdonos partnerre, aki személyében teljesen elkülönül a szponzortól, vagyis az *Enrontól*.<sup>179</sup>

Másik részről a független partnernek 3 százalékos nagyságrendű vagyoni hozzájárulást kellett teljesítenie. Ennek a 3 százalékos hozzájárulásnak a tőzsdefelügyelet (a *SEC*) iránymutatásainak értelmében 3 százalékos tényleges kockázatvállalásnak kellett lennie, vagyis nem köthettek ki garanciákat annak fedezésére.<sup>180</sup>

A *Chewco* azonban egyik követelménynek sem felelt meg. A „független” partnerek *partnership*ek és korlátolt felelősségű társaságok voltak, amelyeknek működését egy *Enron* alkalmazott, *Michael Kopper* koordinálta. *Kopper* és az általa irányított tulajdonos struktúra *Andrew Fastow*nak, az *Enron* vezető pénzügyi igazgatójának iránymutatásai alapján működött, amiért természetesen bőkezű ellentételezésben részesültek.<sup>181</sup>

A *Chewco* alapításakor –1997 novemberében– nem rendelkezett olyan vagyoni hozzájárulással, amelyet a független partner teljesített volna. Vagyona tulajdonképpen bankkölcsonökből állt össze, amelyek visszafizetéséért az *Enron* szavatolt. Következésképpen a független partnerek részéről semmilyen tényleges vagyoni kockázatvállalás nem történt.<sup>182</sup>

---

Lásd még AGUIRRE, Garry J., *The Enron Decision: Closing the Fraud-free Zone on Errant Gatekeepers*, Delaware Journal of Corporate Law (2003) Vol. 28. 454. old.

<sup>179</sup> Lásd POWERS, William C. Jr. – TROUBH, Raymond S. – WINOKUR, Herbert S. Jr., *Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of Enron Corp* (2002) február 1. Forrás: <http://fl1.findlaw.com/news.findlaw.com/wp/docs/enron/specinv020102rpt1.pdf>. 47-54. old.

Lásd még AGUIRRE, Garry J., *The Enron Decision: Closing the Fraud-free Zone on Errant Gatekeepers*, Delaware Journal of Corporate Law (2003) Vol. 28. 454-455. old.

Lásd még WESTBROOK, David A., *Corporation Law After Enron: Possibility of a Capitalist Reimagination*, Georgetown Law Journal, (2003-2004) Vol. 92. 76-78. old.

<sup>180</sup> Lásd POWERS, William C. Jr. – TROUBH, Raymond S. – WINOKUR, Herbert S. Jr., *Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of Enron Corp* (2002) február 1. Forrás: <http://fl1.findlaw.com/news.findlaw.com/wp/docs/enron/specinv020102rpt1.pdf>. 47-54. old.

Lásd még AGUIRRE, Garry J., *The Enron Decision: Closing the Fraud-free Zone on Errant Gatekeepers*, Delaware Journal of Corporate Law (2003) Vol. 28. 454-455. old.

Lásd még WESTBROOK, David A., *Corporation Law After Enron: Possibility of a Capitalist Reimagination*, Georgetown Law Journal, (2003-2004) Vol. 92. 77. old.

<sup>181</sup> Lásd POWERS, William C. Jr. – TROUBH, Raymond S. – WINOKUR, Herbert S. Jr., *Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of Enron Corp* (2002) február 1. Forrás: <http://fl1.findlaw.com/news.findlaw.com/wp/docs/enron/specinv020102rpt1.pdf>. 47-54. old.

Lásd még AGUIRRE, Garry J., *The Enron Decision: Closing the Fraud-free Zone on Errant Gatekeepers*, Delaware Journal of Corporate Law (2003) Vol. 28. 454-455. old.

Lásd még WESTBROOK, David A., *Corporation Law After Enron: Possibility of a Capitalist Reimagination*, Georgetown Law Journal, (2003-2004) Vol. 92. 77-78. old.

<sup>182</sup> Lásd POWERS, William C. Jr. – TROUBH, Raymond S. – WINOKUR, Herbert S. Jr., *Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of Enron Corp* (2002) február 1. Forrás: <http://fl1.findlaw.com/news.findlaw.com/wp/docs/enron/specinv020102rpt1.pdf>. 47-54. old.

Lásd még WESTBROOK, David A., *Corporation Law After Enron: Possibility of a Capitalist Reimagination*, Georgetown Law Journal, (2003-2004) Vol. 92. 78. old.



A *Barclays* befektetési bank 240 millió dollár összegű kölcsönt bocsátott a *Chewco* rendelkezésére, hogy az kivásárolhassa a *CalPERS* részesedését a *JEDI LP*-ben. E kölcsön visszafizetésére viszont az *Enron* vállalt garanciát.<sup>183</sup>

Miután az *Enron* tisztában volt azzal, hogy az alapítás után fennálló helyzet alapján a *Chewco* nem felelt meg a számviteli függetlenség követelményeinek, ezért többször megkísérelték átalakítani annak vagyoni viszonyait. A *Chewco* vagyonának továbbra is jelentős része származott olyan bankkölcsönökből, amelyekért az *Enron* vállalt garanciát. Ezen felül maga a *JEDI* is kölcsönzött pénzt a *Chewco*-nak és a partnerek is további hozzájárulásokat teljesítettek. E hozzájárulások teljesítésére viszont már a *Barclays* adott kölcsönt, amely kölcsön visszafizetéséért megint csak az *Enron* vállalt garanciát. Figyelemre méltó továbbá, hogy míg a *Barclays* 11,4 millió dollár hitelt nyújtott a befektetők hozzájárulásához, titokban visszavett a *JEDI*-től 6,58 millió dollárt, mint a kölcsön visszafizetését szolgáló biztosítékot.<sup>184</sup>

Mindent összevetve megállapíthatjuk, hogy a *Chewco* sohasem rendelkezett a 3 százalékos független befektetéssel, tulajdonképpen a befektetések alapjául szolgáló kölcsönök visszafizetéséért az *Enron* szavatolt, olyan helyzetet teremtve, mintha csak a saját pénzéből teljesítette volna azokat.<sup>185</sup>

Ezek után a *Chewco* már nem volt egyéb, „mint maga az *Enron*, csak éppen álszakáll mögé rejtőzve.”<sup>186</sup>

A *JEDI – Chewco* modell a későbbiekben számtalan *SPE* megalkotásához szolgált mintaként. Ezek, mint említettük arra szolgáltak, hogy a negyedéves beszámolóiban az *Enron* felülértékeltse a nyereségét és elrejtse kiadásait. A rózsás pénzügyi mutatók pedig arra készítették a tőzsdei elemzőket, hogy az *Enron* részvényt mindig vásárlásra érdemes értékpapírnak minősítsék.<sup>187</sup>

Maga az *Enron – JEDI – Chewco* háromszög számtalan csalárd pénzügyi tranzakció keretében szolgált. *William Powers* jelentése, a *Powers Report* számtalan ilyen tranzakciót említ, amelyek közül álljon itt néhány<sup>188</sup> a teljesség igénye nélkül:

- Mind az *Enron*, mind a *JEDI* folyósított pénzügyi összegeket a *Chewco* és személy szerint *Kopper* számára.

---

<sup>183</sup> Lásd POWERS, William C. Jr. – TROUBH, Raymond S. – WINOKUR, Herbert S. Jr., *Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of Enron Corp* (2002) február 1. Forrás: <http://f11.findlaw.com/news.findlaw.com/wp/docs/enron/specinv020102rpt1.pdf>. 49. old.

<sup>184</sup> Lásd AGUIRRE, Garry J., *The Enron Decision: Closing the Fraud-free Zone on Errant Gatekeepers*, Delaware Journal of Corporate Law (2003) Vol. 28. 455. old.

<sup>185</sup> Lásd POWERS, William C. Jr. – TROUBH, Raymond S. – WINOKUR, Herbert S. Jr., *Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of Enron Corp* (2002) február 1. Forrás: <http://f11.findlaw.com/news.findlaw.com/wp/docs/enron/specinv020102rpt1.pdf>. 47-54. old.

Lásd még WESTBROOK, David A., *Corporation Law After Enron: Possibility of a Capitalist Reimagination*, Georgetown Law Journal, (2003-2004) Vol. 92. 78. old.

<sup>186</sup> Lásd AGUIRRE, Garry J., *The Enron Decision: Closing the Fraud-free Zone on Errant Gatekeepers*, Delaware Journal of Corporate Law (2003) Vol. 28. 455. old.

<sup>187</sup> Lásd AGUIRRE, Garry J., *The Enron Decision: Closing the Fraud-free Zone on Errant Gatekeepers*, Delaware Journal of Corporate Law (2003) Vol. 28. 455-456. old.

<sup>188</sup> Lásd WESTBROOK, David A., *Corporation Law After Enron: Possibility of a Capitalist Reimagination*, Georgetown Law Journal, (2003-2004) Vol. 92. 78. old.

- A *Chewco* pénzüsszegeket fizetett ki az *Enronnak*, feltehetőleg azért cserébe, hogy az *Enron* garantálta a *Chewco* tartozásait a *Barclays* felé. Az *Enron* az így befolyt pénzüsszegeket azonnal feltüntette, mint nyereséget.
- A *JEDI* szervezői díj jogcímen pénzüsszegeket folyósított az *Enronnak*.
- Az *Enron* bevételként könyvelte el a *JEDI* tulajdonában álló *Enron* részvények árfolyam-emelkedését.

A *JEDI* – *Chewco* ügyletek 2001-ben értek véget, amikor is az *Enron* úgy ítélte meg, hogy az így létrehozott konstrukció már nem szolgálja tovább pénzügyi érdekeit. Ennek megfelelően –rendkívül kedvező feltételek mellett- kivásárolta a *Chewco* részesedését a *JEDI*-ben, sőt még az adót is befizette, a befektetők ebből származó jövedelme után.<sup>189</sup> 2001 októberében azonban –köszönhetően a média és a tőzsde felügyelet fokozódó érdeklődésének- újra terítékre került a *Chewco* ügye az *Enron* vezetői előtt. A *Vinson&Elkins* és az *Arthur Andersen* közreműködésével ismét áttekintették a *Chewco* ügyleteit és megállapították, hogy az valójában nem rendelkezett független tulajdonosokkal. Ebből pedig az következik –lévén az *Enronon* és a *Chewcon* kívül más tulajdonosa nem volt– a *JEDI* sem volt független. Ezért immár a *JEDI* – *Chewco* pénzügyi mutatóit is beépítve a könyvelésbe az *Enron* 1997. november 8-ig visszamenőleg újra elkészítette pénzügyi kimutatásait. Az új kimutatások szerint a bevételi oldal 1,048 milliárd dollárral lett karcsúbb, amíg a kiadások 2,585 milliárd dollárral emelkedtek meg. Ez nagymértékben hozzájárult ahhoz, hogy a befektetők bizalma megrendült az *Enronban* és a vállalat részvényeinek tőzsdei árfolyama összeomlott. Kevesebb, mint egy hónap múlva az *Enron* csődöt jelentett.<sup>190</sup>

#### b) Az *LJMI* fedezeti ügye

Az *LJM Cayman LP*<sup>191</sup> elnevezésű *SPE* 1999-ben került megalakításra. Formáját tekintve *limited partnership* volt. Funkcióját illetően az *Enron* tőzsdei befektetései fedezetére hozták létre. Az *LJMI* vagyona *Enron* részvényekből állt, azok pedig magától az *Enrontól* származtak és ebből adódóan tőkeössége az *Enron* részvények árfolyam-ingadozásától függött. Ezért a vele kötött fedezeti aktusok tulajdonképpen csak látszólagos fedezetet jelentettek, semmiképpen sem ténylegeset. Az *LJMI* nevéhez három jelentősebb pénzügyi tranzakció kötődik. Mi most csak a legjobban elhíresült *Rythms Netconnection*<sup>192</sup> - fedezeti ügylettel foglalkozunk az alábbiakban.<sup>193</sup>

<sup>189</sup> Lásd még WESTBROOK, David A., *Corporation Law After Enron: Possibility of a Capitalist Reimagination*, Georgetown Law Journal, (2003-2004) Vol. 92. 78. old.

<sup>190</sup> Lásd AGUIRRE, Garry J., *The Enron Decision: Closing the Fraud-free Zone on Errant Gatekeepers*, Delaware Journal of Corporate Law (2003) Vol. 28. 456. old.

<sup>191</sup> Lásd POWERS, William C. Jr. – TROUBH, Raymond S. – WINOKUR, Herbert S. Jr., *Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of Enron Corp* (2002) február 1. Forrás: <http://f1.findlaw.com/news.findlaw.com/wp/docs/enron/specinv020102rpt1.pdf>. 68. old.

<sup>192</sup> Lásd POWERS, William C. Jr. – TROUBH, Raymond S. – WINOKUR, Herbert S. Jr., *Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of Enron Corp* (2002) február 1. Forrás: <http://f1.findlaw.com/news.findlaw.com/wp/docs/enron/specinv020102rpt1.pdf>. 77. old.

<sup>193</sup> Lásd WESTBROOK, David A., *Corporation Law After Enron: Possibility of a Capitalist Reimagination*, Georgetown Law Journal, (2003-2004) Vol. 92. 79. old.

A fedezeti ügylet előzményei 1998 márciusáig nyúlnak vissza, amikor is az *Enron* 5,4 millió darab *Rythms* részvény megvásárlása mellett döntött. Ebben az időpontban a *Rythms Netconnection* internetszolgáltató vállalat a nyílt tőzsdei forgalomba lépés előtt álló, –korábban zártkörű, magánkézben lévő– részvénytársaság volt. A részvények darabjához ekkor 1,85 dollár fejében jutott hozzá. A vásárlás az *Enronnak* közel 10 millió dollárjába került. Az *Enron* mindjárt a nyílt tőzsdei kereskedés első napján nagy árfolyamnyereséget könyvelhetett el a *Rythms* részvénycsomagon: az 1,85 dollárért vásárolt részvények a nap végére 69 dolláron zártak.<sup>194</sup>

Az *Enron* azonban egyelőre nem realizálhatta a *Rythms* részvények árfolyamnyereségéből származó hasznot. Ennek pedig az volt az oka, hogy korábban megállapodást kötött a *Rythms Netconnections*-el, amelynek értelmében a részvényeket az *Enron* 1999 végéig tartani köteles és csak ezt követően értékesítheti őket. A *GAAP* szabályainak értelmében viszont az ilyen befektetéseket –részesedést egy másik nyíltan működő részvénytársaságban- nem tüntethette fel nyereségként az egyenlegében, hiszen bizonytalan volt a részvények árfolyamának későbbi alakulása.<sup>195</sup>

Emellett az *Enron* határidős szerződésekkel vállalt kötelezettséget arra, hogy *Enron* részvényeket vásárol kikötött árfolyamon egy befektetési banktól. Az *Enron* részvény árfolyama jóval a kikötött ár felett volt, ezért az üzlet alapvetően jónak ígérkezett. Problémát csak az jelentett, hogy egy részvénytársaság alapvetően nem mutathat ki nyereséget saját részvényeinek árfolyam emelkedésén keresztül.<sup>196</sup>

1999. június 18-án az *Enron* vezető tisztségviselőinek egy csoportja, *Andrew Fastow*, *Kenneth Lay* és *Jeffery Skilling* úgy döntött, hogy a két említett nehézséget egyszerre rendezzi, még pedig az *Enron* csalások forгатókönyvéből jól ismert módon, *SPE* segítségével. Ez az *SPE* az *LJMI* volt, amelynek segítségével az *Enronnak* lehetősége nyílt arra, hogy az említett határidős szerződésekől származó hasznot realizálhassa, egyúttal fedezeti ügyletet köthetett a *Rythms* részvények árfolyam ingadozásának biztosítására is.<sup>197</sup>

Az *Enron* a határidős szerződések által érintett *Enron* részvényekkel felruházta az *LJMI*-et. Az újonnan megalakított és túlnyomórészt *Enron* részvényekből álló vagyonnal rendelkező *LJMI* feladata pedig az volt, hogy a *Rythms* részvények árfolyamának növekedéséből származó haszon fedezetére vételi opciót kössön.<sup>198</sup>

---

<sup>194</sup> Lásd WESTBROOK, David A., *Corporation Law After Enron: Possibility of a Capitalist Reimagination*, Georgetown Law Journal, (2003-2004) Vol. 92. 79-81. old.

<sup>195</sup> Lásd POWERS, William C. Jr. – TROUBH, Raymond S. – WINOKUR, Herbert S. Jr., *Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of Enron Corp* (2002) február 1. Forrás: <http://f11.findlaw.com/news.findlaw.com/wp/docs/enron/specinv020102rpt1.pdf>. 77-84. old.

Lásd még WESTBROOK, David A., *Corporation Law After Enron: Possibility of a Capitalist Reimagination*, Georgetown Law Journal, (2003-2004) Vol. 92. 79-81. old.

<sup>196</sup> Lásd WESTBROOK, David A., *Corporation Law After Enron: Possibility of a Capitalist Reimagination*, Georgetown Law Journal, (2003-2004) Vol. 92. 80. old.

<sup>197</sup> Lásd POWERS, William C. Jr. – TROUBH, Raymond S. – WINOKUR, Herbert S. Jr., *Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of Enron Corp* (2002) február 1. Forrás: <http://f11.findlaw.com/news.findlaw.com/wp/docs/enron/specinv020102rpt1.pdf>. 77-84. old.

Lásd még WESTBROOK, David A., *Corporation Law After Enron: Possibility of a Capitalist Reimagination*, Georgetown Law Journal, (2003-2004) Vol. 92. 79-81. old.

<sup>198</sup> Lásd WESTBROOK, David A., *Corporation Law After Enron: Possibility of a Capitalist Reimagination*, Georgetown Law Journal, (2003-2004) Vol. 92. 79-81. old.

A *Rhythms* részvényekből álló csomagra kötött vételi opció feltételei az *Enron* nézőpontjából igen kedvezőek voltak, ugyanis az *LJMI* arra vállalt kötelezettséget, hogy a *Rhythms* részvények darabját a kikötött határidő lejártával 56 dollárért vásárolja meg, függetlenül azok aktuális tőzsdei árfolyamától. Ezzel a megállapodással az *Enron* biztosította a *Rhythms* tranzakcióból származó hatalmas profit jelentős részét.<sup>199</sup>

Jobban megvizsgálva ez a fedezeti ügylet jelentős gyengeségeket mutatott. Az *LJMI* ugyanis nem volt kellő mértékben tőkeerős ahhoz, hogy viselje az ügyletből származó kockázatokat. Mivel ugyanis az *LJMI* vagyona *Enron* részvényekből állt, ezért elképzelhető volt, hogy azok esetleges árfolyamcsökkenése miatt nem rendelkezett volna kellő vagyonnal a vállalt kötelezettség teljesítéséhez. Ha pedig az *Enron* és a *Rhythms* részvények árfolyama egyaránt zuhant volna, abban az esetben az *Enron* legfeljebb részben fedezhette volna ez a vételi opció.

Nem tudta továbbá fedezni az opció a *Rhythms* részvény további árfolyamnyereségét sem, hiszen azt előre rögzített vételárra kötötték. Ennek a helyzetnek a megoldására az *Enron* és az *LJMI* további –méréselt sikereket jelentő- fedezeti ügyleteket kötött egymással. Végül a *Rhythms Netconnectionnel*, a részvények tartására kikötött megállapodás lejártát követően 2000 első felében az *Enron* megszabadult a csökkenő árú *Rhythms* részvényektől.<sup>200</sup>

Ezek után viszont az *Enronnak* már nem volt szüksége a fedezeti ügyletek fenntartására. Felmondásuk során *Andrew Fastow* és egyéb *Enron* alkalmazottak cégei jelentős haszonra tettek szert érdekeltségeiken keresztül.<sup>201</sup>

### c) Az *LJM2* és a *Raptor* tranzakciók

*Andrew Fastow* javaslata alapján került sor 1999. október 11-én az *LJM2* elnevezésű *SPE* létrehozására. Az aktus az igazgatóság egyhangú határozatán alapult, miáltal az tulajdonképpen deklarálta, hogy *Fastow* részvétele az *LJM2* működésében nem veszélyezteti az *Enron* érdekeit.<sup>202</sup>

---

<sup>199</sup> Lásd POWERS, William C. Jr. – TROUBH, Raymond S. – WINOKUR, Herbert S. Jr., *Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of Enron Corp* (2002) február 1. Forrás: <http://f11.findlaw.com/news.findlaw.com/wp/docs/enron/specinv020102rpt1.pdf>. 81. old.

Lásd még WESTBROOK, David A., *Corporation Law After Enron: Possibility of a Capitalist Reimagination*, Georgetown Law Journal, (2003-2004) Vol. 92. 80. old.

<sup>200</sup> Lásd POWERS, William C. Jr. – TROUBH, Raymond S. – WINOKUR, Herbert S. Jr., *Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of Enron Corp* (2002) február 1. Forrás: <http://f11.findlaw.com/news.findlaw.com/wp/docs/enron/specinv020102rpt1.pdf>. 87. old.

Lásd még WESTBROOK, David A., *Corporation Law After Enron: Possibility of a Capitalist Reimagination*, Georgetown Law Journal, (2003-2004) Vol. 92. 80-81. old.

<sup>201</sup> Lásd POWERS, William C. Jr. – TROUBH, Raymond S. – WINOKUR, Herbert S. Jr., *Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of Enron Corp* (2002) február 1. Forrás: <http://f11.findlaw.com/news.findlaw.com/wp/docs/enron/specinv020102rpt1.pdf>. 87-92. old.

Lásd még WESTBROOK, David A., *Corporation Law After Enron: Possibility of a Capitalist Reimagination*, Georgetown Law Journal, (2003-2004) Vol. 92. 81-86. old.

Lásd még WIDEN, William H., *Enron at the Margin*, Business Lawyer (2003) Vol. 58. 973-983. old.

<sup>202</sup> Lásd POWERS, William C. Jr. – TROUBH, Raymond S. – WINOKUR, Herbert S. Jr., *Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of Enron Corp* (2002) február 1. Forrás: <http://f11.findlaw.com/news.findlaw.com/wp/docs/enron/specinv020102rpt1.pdf>. 97-128. old.



Az *LJM2* működése tulajdonképpen azon a sémán alapult, amelyet korábban –a *JEDI*, illetőleg az *LJM1* működési körében– már megismerhattünk. Az *LJM2* külső befektetői nagyobb részben gazdálkodó szervezetek voltak, a tényleges irányítás viszont *Fastow* kezében volt, akinek tudomása volt az *Enron* és az *LJM2* belső ügyeiről. Az ő vezérletével hatékonyabb üzleti mechanizmusokat bonyolíthatott a két jogalany, mintha egymástól teljesen független üzletfelek lettek volna.

Az *LJM2* nevéhez kötődő –törvényességi szempontból több ízben kifogásolható– pénzügyi manőverek az úgynevezett „*Raptor*” tranzakciók. A „*Raptor*” vállalatok alatt pedig azokat a jogalanyokat értjük, amelyeket e pénzügyi tranzakciók lebonyolítása céljából hozott létre és működtetett az *LJM2*. A *JEDI* és az *LJM1* család ügyleteit ismerve, nem meglepő, hogy a négy *Raptor* közül hármát *Enron* részvényekből álló vagyoni hozzájárulással alapítottak.<sup>203</sup>

*Raptor I*– Az első ilyen *Raptor* cég a 2000 április 18-án, *Talon* elnevezéssel létrehozott vállalat volt. Az alapításban egyik részről részt vett az *LJM2*, amely 30 millió dollár készpénz hozzájárulást teljesített, másik részről az *Enron*, amely 1000 dollár készpénzzel, és 50 millió dollár értékű egyéb kötelezettség vállalásokkal –jelentős mértékben részvényekkel- járult hozzá az alapításhoz. A *Talon* az *Enron* –a korábban ismertetett séma szerint- fedezeti ügyletek megkötésére használta.<sup>204</sup>

A problémát az jelentette, hogy a *Talon* 41 millió dollár készpénz kifizetésére vállalt kötelezettséget az *LJM2* javára, amely minden valószínűség szerint az *Enron* és az *LJM2* íratlan megállapodásának következményeként történhetett. Gondot okozott azonban, hogy –mint azt láthattuk az alapításnál- a *Talonnak* nem állt rendelkezésére ilyen nagyságrendben készpénz. Így valamilyen módon pénzhez kellett jutnia, hogy kifizethesse az *LJM2*-t. Végül a készpénzt úgy teremtették elő, hogy eladtak egy *Enron* részvényekre vonatkozó vételi opciót az *Enronnak* 41 millió dollárért. Így tulajdonképpen nem történt más, mint hogy az *Enron* fizetett a *Talonnak*, hogy az fizethessen az *LJM2*-nek.<sup>205</sup>

---

Lásd még WESTBROOK, David A., *Corporation Law After Enron: Possibility of a Capitalist Reimagination*, Georgetown Law Journal, (2003-2004) Vol. 92. 81-86. old.

Lásd még WIDEN, William H., *Enron at the Margin*, Business Lawyer (2003) Vol. 58. 973-983. old.

<sup>203</sup> Lásd POWERS, William C. Jr. – TROUBH, Raymond S. – WINOKUR, Herbert S. Jr., *Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of Enron Corp* (2002) február 1. Forrás: <http://f11.findlaw.com/news.findlaw.com/wp/docs/enron/specinv020102rpt1.pdf>. 97-128. old.

Lásd még WESTBROOK, David A., *Corporation Law After Enron: Possibility of a Capitalist Reimagination*, Georgetown Law Journal, (2003-2004) Vol. 92. 81- 86. old.

Lásd még WIDEN, William H., *Enron at the Margin*, Business Lawyer (2003) Vol. 58. 973-983. old.

<sup>204</sup> Lásd POWERS, William C. Jr. – TROUBH, Raymond S. – WINOKUR, Herbert S. Jr., *Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of Enron Corp* (2002) február 1. Forrás: <http://f11.findlaw.com/news.findlaw.com/wp/docs/enron/specinv020102rpt1.pdf>. 97-128. old.

Lásd még WESTBROOK, David A., *Corporation Law After Enron: Possibility of a Capitalist Reimagination*, Georgetown Law Journal, (2003-2004) Vol. 92. 81- 86. old.

Lásd még Widen, WIDEN, William H., *Enron at the Margin*, Business Lawyer (2003) Vol. 58. 973-983. old.

<sup>205</sup> Lásd POWERS, William C. Jr. – TROUBH, Raymond S. – WINOKUR, Herbert S. Jr., *Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of Enron Corp* (2002) február 1. Forrás: <http://f11.findlaw.com/news.findlaw.com/wp/docs/enron/specinv020102rpt1.pdf>. 97-128. old.

*Raptor II és IV*– A *Raptor II és IV* néven elhíresült tranzakciók, -hasonlóan az *Enron* és a *Talon* fedezeti ügyleteihez- teljes hozamcsere<sup>206</sup> alapultak (angol terminológiával *total return swap*). A teljes hozamcsere lényege igen könnyen megérthető: a felek kötelezettséget vállalnak arra, hogy fizetnek egymásnak valamely beruházás árfolyamértékének függvényében. Az *Enron – Talon* modellel illusztrálva, egy ilyen fedezeti megállapodás a következőképpen mutatott: a teljes hozamcsere *Enron* tulajdonban álló részvényekre vonatkozott. Amennyiben az árfolyamuk növekedett volna, akkor az *Enron* tartozott volna készpénz megfizetésével a *Talonnak*, fordított esetben pedig a *Talon* az *Enronnak*. Ugyanezt az eljárást követték a *Raptor II és IV* tranzakciók is. Az *Enron* ezzel kívánta bebiztosítani a befektetéseinek értékét.<sup>206</sup>

Ezek a megállapodások azonban a gyakorlatban megalapozatlanok voltak, ha figyelembe vesszük a *Raptorok* tényleges tőkeerejét. Az említett *Raptor I, II és IV* tranzakciókat mind olyan cégekkel bonyolította le az *Enron*, amelyeknek vagyona túlnyomó részben *Enron* részvényekből állt. Ebben az esetben viszont számolni kellett azzal az eshetőséggel is, hogy az *Enron* által birtokolt befektetések árfolyama és az *Enron* részvények árfolyama párhuzamosan zuhanásnak indul. Ekkor pedig a *Talonnak* és az egyéb *Raptor* cégeknek nem állt volna rendelkezésére kellő mértékű vagyon, hogy a kötelezettségvállalásuknak megfelelően kielégíthessék az *Enron* megalapozott igényeit. Fizetőképességük ugyanis meghatározó mértékben függött az *Enron* részvények árfolyamától.<sup>207</sup>

*Raptor III*– E tranzakció, mint fedezeti ügylet még az előbbieknél is gyengébb lábakon állt. Az *Enron* azért hozta létre a *Raptor III*-at, hogy a vele kötött teljes hozamcsere (*total return swap*) segítségével biztosítsa egy jelentősebb befektetésének árfolyam ingadozásából eredő kockázatait. Ez a befektetés a *The New Power Company*-ben (*TNPC*) birtokolt jelentős részesedés volt.<sup>208</sup>

---

Lásd még WESTBROOK, David A., *Corporation Law After Enron: Possibility of a Capitalist Reimagination*, Georgetown Law Journal, (2003-2004) Vol. 92. 81- 86. old.

Lásd még WIDEN, William H., *Enron at the Margin*, Business Lawyer (2003) Vol. 58. 973-983. old.

<sup>206</sup> Lásd POWERS, William C. Jr. – TROUBH, Raymond S. – WINOKUR, Herbert S. Jr., *Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of Enron Corp* (2002) február 1. Forrás: <http://f11.findlaw.com/news.findlaw.com/wp/docs/enron/specinv020102rpt1.pdf>. 97-128. old.

Lásd még WESTBROOK, David A., *Corporation Law After Enron: Possibility of a Capitalist Reimagination*, Georgetown Law Journal, (2003-2004) Vol. 92. 81- 86. old.

Lásd még WIDEN, William H., *Enron at the Margin*, Business Lawyer (2003) Vol. 58. 973-983. old.

<sup>207</sup> Lásd POWERS, William C. Jr. – TROUBH, Raymond S. – WINOKUR, Herbert S. Jr., *Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of Enron Corp* (2002) február 1. Forrás: <http://f11.findlaw.com/news.findlaw.com/wp/docs/enron/specinv020102rpt1.pdf>. 97-128. old.

Lásd még WESTBROOK, David A., *Corporation Law After Enron: Possibility of a Capitalist Reimagination*, Georgetown Law Journal, (2003-2004) Vol. 92. 81- 86. old.

Lásd még WIDEN, William H., *Enron at the Margin*, Business Lawyer (2003) Vol. 58. 973-983. old.

<sup>208</sup> Lásd POWERS, William C. Jr. – TROUBH, Raymond S. – WINOKUR, Herbert S. Jr., *Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of Enron Corp* (2002) február 1. Forrás: <http://f11.findlaw.com/news.findlaw.com/wp/docs/enron/specinv020102rpt1.pdf>. 97-128. old.

Lásd még WESTBROOK, David A., *Corporation Law After Enron: Possibility of a Capitalist Reimagination*, Georgetown Law Journal, (2003-2004) Vol. 92. 81- 86. old.

Lásd még WIDEN, William H., *Enron at the Margin*, Business Lawyer (2003) Vol. 58. 973-983. old.

A *Raptor III.* vagyona azonban legnagyobb részben épp *TNPC* részvényekből állt. Vagyis, ha a *TNPC* részvény árfolyama csökkent, elkerülhetetlen csökkenés állott be a *Raptor III.* vagyonában is. Ez pedig azzal a következménnyel járhatott, hogy a *Raptor III.* sem tudott eleget tenni a teljes hozamcseréből fakadó fizetési kötelezettségének.<sup>209</sup>

A szerencse nem kedvezett az *Enronnak* és a fizetőképtelen *Raptorok* fizetőképességének megalapozása érdekében számos nehezen áttekinthető, már- már „bizantin” pénzügyi konstrukció létrehozására kényszerült. Az ezekből adódó veszteségeket viszont rendszeresen igyekezett kihagyni az egyenlegéből, bízva abban, hogy a *Raptorok* gazdasági helyzete a jövőben jobbra fordul. Ez azonban sosem következett be.

### 3) A jogi következtetések

A nagy vállalati botrányok jogi elemzése során nehéz megállapítani, hogy az események tükrében mikor beszélhetünk valódi jogellenességről, illetőleg mikor mondhatunk jogilag elfogadhatónak –ha nem is éppen helyeselhetőnek- bizonyos cselekményeket. Az *Enron* csalárd ügyletei közül elég csak a felsoroltakat tekinteni, hogy világos legyen: nehézséget jelent a fekete és a szürke szféra elhatárolása. Érdekes abból a feltételezésből kiindulni, hogy a részvénytársaságok működésének érdekviszonyai lehetnek bár összetettek, de azok középpontjában a részvényesek érdekei állnak. Az előző fejezetünkben idézett vitapont *Klein* professzor és *Gilson* tézisei között úgyszintén ezt a kérdést feszegeti. És vajon kifogásolható-e bármi a menedzsment részéről, ha az végső soron a részvényesek érdekeit szolgálja? És vajon mi szolgálja igazából a részvényesek érdekeit? A választ megtalálni igazán nem könnyű, ha az *Enron* ügy részleteiből indulunk ki.

A részvényesek legegységesebb érdeke, hogy kivehessék a részüket a társaság gazdasági sikereiből. A részvényes –főként az Egyesült Államokban és főként a nyílt tőzsdéi forgalomban működő részvénytársaságok világában- befektető. Befektetői minősége közvetetté teszi a közte és a társaság közötti jogi kötelék jellegét ugyanakkor erősíti e kötelék gazdasági vonatkozásait. A gazdasági kötelék középpontjában pedig a befektetés által hajtott gazdasági növekmény áll, amely elsődlegesen a részvény árfolyamnyereségén keresztül realizálódik.

A részvényárak változásának előnyös, illetőleg káros vonatkozásai azonban nem mindig ítéltethők meg a részvényesek és a befektetők szempontjából.

Vegyük alapul az *Enron* részvény árfolyamának ingadozását. 2000 szeptemberében a vállalat részvényei elérték a 90 dolláros magasságot. 2001 októberében viszont már csak 33 dollárba került darabjuk. Az ezt követő negyedéves beszámoló nyilvánosságra kerültevel folytatódott a mélyrepülés és a részvény már csak 13 dollár 90 centért cserélt gazdát; 2001 novemberének végén pedig már csak 26 centet adtak érte. Végül, 2001.

---

<sup>209</sup> Lásd POWERS, William C. Jr. – TROUBH, Raymond S. – WINOKUR, Herbert S. Jr., *Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of Enron Corp* (2002) február 1. Forrás: <http://f11.findlaw.com/news.findlaw.com/wp/docs/enron/specinv020102rpt1.pdf>. 97-128. old.

Lásd még WESTBROOK, David A., *Corporation Law After Enron: Possibility of a Capitalist Reimagination*, *Georgetown Law Journal*, (2003-2004) Vol. 92. 81- 86. old.

Lásd még WIDEN, William H., *Enron at the Margin*, *Business Lawyer* (2003) Vol. 58. 973-983. old.

december 2-án az *Enron* csődöt jelentett- az eddigi legnagyobbat az Egyesült Államok történetében.<sup>210</sup>

Amennyiben abból indulunk ki, hogy a részvények árfolyamának emelkedése elsődleges szempont a nyílt tőzsdei forgalomban működő részvénytársaságok működése során, akkor el kellene fogadnunk, hogy az *Enron* igazgatói 2000 szeptemberéig kiválóan végezték a dolgukat. A fent elemzett csalárd szériák viszont rámutatnak, hogy ez korántsem, így volt, sőt ami a kérdést illeti, éppen az ellenkezője igaz: az ezt megelőző időszakban alapozták meg a csőd lassú, de annál biztosabb bekövetkeztét. Még attól a tényezőtől is elvonatkoztathatunk, hogy *Fastow* és érdekköre milyen közvetlen személyes célokat kívánt elérni a csalárd ügyletek során. Elvonatkoztathatunk még a személyes meggazdagodást megalapozó csalárd magatartásoktól is. Amennyiben ezektől mind elvonatkoztatunk, még akkor is igaz, hogy nagyon jól jártak azok a részvényesek, akik a kozmetikázott számlakönyvekre alapozott árfolyamnövekményt jókora –pontosabban még időben- realizálták.

Mégis teljesen világos, hogy az iménti erőltetett és ál-naiv érvelésünk teljes mértékig elfogadhatatlan. A csillagászati részvényárak hátterében ugyanis hamis tranzakciók, fedezet nélküli fedezeti ügyletek és csak papíron –de a valóságban nem- létező pénzeszegek álltak. Az *Enron* saját magával üzletelt és az ebből eredő „hasznot” valódinak tüntette fel könyvelésében, hogy a gazdasági mutatók minél kedvezőbbnek tűnjenek. Ez alapozta meg az *Enron* részvények kiemelkedő teljesítményét és tőzsdei árfolyamát.

A korábban felidézett három –és a hozzájuk hasonló számtalan- áltranzakció azonban a valóságban éppen nem profitot, hanem veszteséget termelt. Várható volt tehát, hogy eljön majd az idő (mint ahogy el is jött), amikor a hamis beszámolók mögé tekintve, szembe kell majd nézni a tényleges költségekkel és veszteségekkel is. Ebben a pillanatban pedig az *Enron* 80 milliárd dolláros kártyavára összedől majd<sup>211</sup> és a részvények árfolyama léggömb módjára pukkad ki. Alig több, mint egy év leforgása alatt.

A helyzetből adódó csőd, e hamis tranzakciók nyilvános közzétételét követően már elkerülhetetlen következmény volt. Tulajdonképpen még azt is elmondhatjuk, hogy az *Enron* tényleges mérlegétől függetlenül. Az üzleti életben ugyanis a legnagyobb kereskedelmi hitelintézetek közzétett bevételekre támaszkodnak a hitelképesség megállapításánál. A bevételi adatokra támaszkodva számítják ugyanis az *EBIT* és *EBITDA* hányadosokat, amelyek utalnak a tőkeáramlás dinamizmusára, ezáltal a hitelképesség felbecsülésének alapját képezik.<sup>212</sup>

A csőd által vagyonukat veszített befektetőket viszont már nem vigasztalja az, hogy a megfelelő időben kedvező áron is értékesíthették volna az értékpapírjaikat. A kedvező lehetőségek periódusa ugyanis az ő számukra végérvényesen elmúlt. Ezért a fentiek ismeretében le kell szögeznünk, hogy a részvényesek gazdasági érdeke, a *shareholders wealth*, nem valamiféle pillanatnyilag magas részvényárat jelent, hanem tartósan kedvező gazdasági állapotot és áttekinthető működési viszonyokat. Az áttekinthető működési viszonyok közé pedig természetesen oda kívánkozik a jogszerűség kritériuma

---

<sup>210</sup> Lásd WESTBROOK, David A., *Corporation Law After Enron: Possibility of a Capitalist Reimagination*, Georgetown Law Journal, (2003-2004) Vol. 92. 64. old.

<sup>211</sup> Lásd AGUIRRE, Garry J., *The Enron Decision: Closing the Fraud-free Zone on Errant Gatekeepers*, Delaware Journal of Corporate Law (2003) Vol. 28. 447. old.

<sup>212</sup> Lásd WIDEN, William H., *Enron at the Margin*, Business Lawyer (2003) Vol. 58. 973- 974. old.



is. A jogszabályok áthágása nélkül nem lehetett volna ugyan felépíteni ezt a „80 milliárd dolláros kártyavárat”,<sup>213</sup> azonban nem kellett volna számolni annak leomlásával sem.

A fekete és a szürke zóna határai azonban szükségszerűen összemósódnak. Viszont az Egyesült Államok igazságszolgáltatásának eljárásai, amelyek az *Enron* vezető tisztségviselői ellen folytak, talán kevesebb vitás kérdést vetnek fel, mint a vádak, amelyekkel az őket segítőköt illették. Ezek a segítők –a *gatekeeperek*- elviekben független, a részvényesek érdekeinek védelmében tevékenykedő szakértő elemek.<sup>214</sup>

A *gatekeeperek* tevékenységével kapcsolatos vitás kérdésekre Gary J. Aguirre<sup>215</sup> hívta fel a figyelmet 2003-ban, a *Delaware Journal of Corporate Law* hasábjain.<sup>216</sup> A cikkében az *Enron* ügyvédeknek (*Vinson & Elkins*) és könyvvizsgálóinak (*Arthur Andersen*) és bankárainak (*Barclays Bank*) a helyzetével foglalkozik és utal azok jogi szempontból vitatható cselekményeire. Álláspontja szerint e hatalmas profitot termelő cégeknek nem fűződhetett érdeke ahhoz, hogy jogellenes magatartást tanúsítsanak az *Enron* csalárd ügyleteiben való részvétel által. Az így megszerzett haszon ugyanis nem állt volna arányban a jogsértő magatartásból fakadó veszélyekkel és kockázatokkal.<sup>217</sup>

Aguirre érvelése szerint magatartásuk indoka az volt, hogy a *gatekeeperek* nem tudhatták, hogy amit tesznek tulajdonképpen hogyan minősíthető jogilag. Sőt, a bírói gyakorlat ismeretében egyenesen jogszerűnek hihették mindazt, amit tettek. Ugyanis 1974-et követően –a *Central Bank of Denver, N. A. v. First Interstate Bank of Denver, N. A.* ügyben hozott ítélet kulcsfontosságú a kérdésben– a bírói gyakorlat meghúzta egy „csalás-mentes zóna” (*fraud-free zone*) határait, amely kedvezett a *gatekeeperek*nek, hogy busás haszon fejében segíthessék a nyílt tőzsdei forgalomban működő részvénytársaságokat abban, hogy megkerülhessék a befektetők érdekeit.<sup>218</sup>

Az *Enron* csalárd ügyletei kapcsán lefolytatott polgári peres eljárások folyamán viszont –Aguirre szavaival élve- *Melinda Harmon* bírónő majdnem „lecsukta e csalás-mentes zóna kapuját a megtévedt *gatekeeperek* előtt.” Noha Aguirre ezt plasztikusan úgy minősíti, mint „kerülő utat a *Central Bank* körül” (*detour around Central Bank*), mégis rögtön ezt követően utal arra, hogy nem valószínű, hogy a kerülőút kitarthat a peres eljárások befejezéséig.<sup>219</sup> A megállapítás utólag helyesnek bizonyult. Példának okáért az *Arthur Andersen*nek jogkérdésekben sikerült tisztáznia magát, noha gazdaságilag beleroppant a botránysorozatba. Mindazonáltal számtalan új kérdést vetett fel a nyílt tőzsdei forgalomban működő részvénytársaságokat segítő tanácsadók és szakértők tevékenysége, elemi erővel jelentkezett az áttekinthetőség igénye és a jogi megítélés szempontjai is összetettebbé váltak. Az amerikai sajtót és jogirodalmat pedig egyaránt aktívan foglalkoztatta a téma.<sup>220</sup>

<sup>213</sup> Lásd AGUIRRE, Garry J., *The Enron Decision: Closing the Fraud-free Zone on Errant Gatekeepers*, *Delaware Journal of Corporate Law* (2003) Vol. 28. 447. old.

<sup>214</sup> Lásd COFFEE, John C., *The Attorney as a Gatekeeper: An Agenda for the SEC*, *Columbia Law Review* (2003) Vol. 103. 1296- 1299. old.

<sup>215</sup> AGUIRRE, Gary J., ügyvéd San Diegoban. Korábban az *Aguirre & Eckmann* Ügyvédi Iroda partnere.

<sup>216</sup> Lásd AGUIRRE, Garry J., *The Enron Decision: Closing the Fraud-free Zone on Errant Gatekeepers*, *Delaware Journal of Corporate Law* (2003) Vol. 28. 447- 511. old.

<sup>217</sup> Lásd AGUIRRE, Garry J., *The Enron Decision: Closing the Fraud-free Zone on Errant Gatekeepers*, *Delaware Journal of Corporate Law* (2003) Vol. 28. 447. old.

<sup>218</sup> Lásd AGUIRRE, Garry J., *The Enron Decision: Closing the Fraud-free Zone on Errant Gatekeepers*, *Delaware Journal of Corporate Law* (2003) Vol. 28. 447. old.

<sup>219</sup> Lásd AGUIRRE, Garry J., *The Enron Decision: Closing the Fraud-free Zone on Errant Gatekeepers*, *Delaware Journal of Corporate Law* (2003) Vol. 28. 447. old.

<sup>220</sup> Lásd AGUIRRE, Garry J., *The Enron Decision: Closing the Fraud-free Zone on Errant Gatekeepers*, *Delaware Journal of Corporate Law* (2003) Vol. 28. 447. old.

Az *Enron* ügy által kiváltott társadalmi méretű felháborodás természetesen a politika számára is lépéskényszert jelentett. Nem állítható, hogy a *Sarbanes-Oxley Act (SOX)* néven ismert, a *Részvénytársaságok Könyvelési Reformjáról és a Befektetők Védelméről* szóló 2002. évi törvény megalkotását kizárólag az *Enron* ügy ihlette volna, de döntő befolyást gyakorolt a folyamatra, mint a végső lökés, a *Worldcom-botrányal egyetemben*.

### III. A *Sarbanes-Oxley Act* és a felelős társaságirányítás 2002-es reformja az Egyesült Államokban

Az előbbieken utaltunk arra, hogy az *Enron-botrány* tapasztalatai végül is a *Sarbanes-Oxley Act* rendelkezéseiben csapódtak le. Most azonban visszatekintésünket mégis régebbre kezdjük, hogy a 2002-es botrányokat és az *Enron-botrányt*, a *Sarbanes-Oxley* jogalkotással együtt elhelyezhessük a XX. század végének és a XXI. század nyitányának hisztorikus kontextusában.

Az 1990-es évek vége még a derűlátás és a túlzott optimizmus időszaka volt az amerikai értékpiacon. Amikor az 1998-as orosz tőzsdeválság hatásai lecsengtek, a piacok növekedésnek indultak és számos jel mutatott abba az irányba, hogy a fejlődés tartós lesz. Az üzleti életben alkalmazott új technikák és megoldások a fogyasztók számára is mind hozzáférhetőbbek lettek (globális szinten is), az informatikai üzletágak szektorális növekedése szinte példátlan mértékű profitot termelt. A fogyasztói igények növekedésével az Internet- használat hétköznapivá vált, a világháló szinte minden háztartásba beköltözött, az ahhoz tartozó (szoftver és hardver) kellékekkel együtt. Nem csoda hogy ebben az időszakban több millió laikus (üzleti ismeretekkel csak alig rendelkező) befektető helyezte el pénzeszközeit a sikeres vállalatok papírjait vásárolva. Erre az időszakra tehető az úgynevezett „dotcom buborék” felfúvódása.<sup>221</sup>

Ebben a derűs üzleti atmoszférában a vállalati menedzsmentek is elsősorban a profitszerzés szempontjait tekintették elsődlegesnek, gyakran megfelelkezve a pénzügyi beszámolók minőségéről. A befektetőket úgy tűnt ez nem is nagyon zavarja (és ez egészen addig így volt, amíg az első veszteségek nem jelentkeztek.)

2000 tavaszán a buborék már kipukkadni látszott, a fejlődés ugyanis már átlendült a csúcsponton, egyre több befektető döntött úgy, hogy realizálja a profitját és eladja részvényeit. A piaci túlkínálat következtében az árfolyamok süllyedni kezdtek. Később, 2001. szeptember 11-én a World Trade Center ikertornyai ellen intézett terrortámadás a piacokon csak növelte a bizonytalanságot.

Az ikertornyok sok mindent maguk alá temettek, ami a nagyon is közeli múltban magától értetődő, természetes volt. A XXI. század nyitányán újfajta globális problémák jelentkeztek, az Egyesült Államok újfajta háborúra készült, de minden jel abba az irányba mutatott, hogy a gazdaság is új irányokat vesz és újfajta kapitalizmus van születőben. A világgazdaság új motorjai (Kínai, India, Dél- Amerika) mind nagyobb fordulatszámot értek el, míg a régiek úgy tűnt kicsit lassabbak már. Az Egyesült Államok vállalati csodái közül –amint az előbbi részben vázoltuk– sokról kiderült, hogy a fantasztikus pénzügyi beszámolók háttérében nem álltak valós adatok. A csalásokra fényderült, az imént láthattuk, hogy 2002 már a vállalati botrányok éve volt.

---

<sup>221</sup> A legprecízebben talán „pont hu” buboréknak fordíthatjuk magyarra. A szófordulat az internetes címek végződésére utalva jelzi, hogy e tőzsdei buborék érintettjei az informatikai szektor befektetői voltak.

Visszajutottunk tehát oda, ahonnan indultunk: *dotcom buborék*, számviteli csalások és *Enron-botrány*.

*George Bush* elnök a botrányokat kommentálva 2002. július 9-én mondott beszédet, amelyben azonban még mindig nem tett említést arról, hogy az eseményeket a jogalkotás eszközeivel kellene orvosolni. Ehelyett csak a már meglévő szabályok szigorúbb betartását szorgalmazta, különös tekintettel az igazgatósági tagok személyes felelősségre vonhatóságára.

Ne feledjük azonban, hogy amint azt korábban már említettük, az *Enron-botrány* után nem sokkal, több másik vállalat is hasonló botrányokba keveredett. A *Global Crossing*, az *AOL*, a *Xerox*, az *Adelphia Communications* és a *Tyco International* vállalati botrányai szintén a címlapokra és a média érdeklődésének a középpontjába kerültek.<sup>222</sup> Amikor 2002. június 25-én a *Worldcom* is nyilvánosságra hozta tényleges pénzügyi adatait, a pánik elérte a csúcspontját. A *Worldcommal* egy időben pedig a *Qwest* is feliratkozott e hosszú listára. Több –a legnagyobbak közül való– könyvvizsgáló cég is érintett volt a botrányokban: a *Deloitte&Touche*, az *Ernst&Young*, a *KPMG* és a *PricewaterhouseCoopers* neve is szóba került. Figyelemre méltó, hogy az *Enron*, a *Global Crossing*, a *Worldcom* és a *Qwest* könyvvizsgálója az *Arthur Andersen* volt.

A *Worldcom* összeomlásával –minden idők addigi legnagyobb csődjével– egyéb iránt az *Enron* előbbieken felállított rekordját megdöntve szerezte meg a kétes babérokat. Világossá vált, hogy a média nyomása, a megkárosított befektetők haragja és a társadalom felháborodása most már kormányzati lépésekért kiált.

## 1) A törvény megalkotása

A *Sarbanes-Oxley Act* 2002. július 30-án *George W. Bush* elnök aláírásával emelkedett törvényi erőre. Elfogadásával kapcsolatban közismert, hogy az széleskörű –két párti– támogatást élvezett. *Michael Oxley* képviselő javaslatát a Képviselőház 2002. április 25-én, 334-90 arányban fogadta el, míg a Szenátus Bankbizottsága 2002. június 18-án, 17-4 arányban. A Szenátus 2002. július 15-én (nem egészen három héttel a *Worldcom-botrány* kirobbanása után) egyhangúan, 79-0 arányban fogadta el a javaslatot. Ezt követően a Képviselőház és a Szenátus e célra létrehozott egyeztető bizottsága összehangolta a különbségeket a két javaslat között és 2002. július 24-én jóváhagyta a végleges törvényjavaslatot, amelynek a 2002. évi *Sarbanes-Oxley Act* nevet adta. A rákövetkező napon a Képviselőházban 423-3 arányban, a Szenátusban pedig 99-0 arányban –elsöprő többséggel– került elfogadásra a javaslat. Érdekes azonban áttekinteni részletesebben is, kik voltak a javaslat előterjesztői és milyen utat járt be a tervezet a jogalkotás fázisaiban.

### a) A törvény elnevezése

Tekintettel arra, hogy e törvény elnevezése magában rejti alkotóinak nevét és rajtuk keresztül a törvényalkotás fázisainak emlékeit is, érdemes röviden felidézni *Paul Sarbanes* demokrata szenátor és *Michael Oxley* republikánus képviselő politikai múltját és munkásságát. A jogszabály ugyanis világszerte *Sarbanes-Oxley Act* néven vált

---

<sup>222</sup> Lásd WESTBROOK, David A., *Corporation Law After Enron: Possibility of a Capitalist Reimagination*, Georgetown Law Journal, (2003-2004) Vol. 92. 65- 67. old.

ismertté (sőt bizonyos okoknál fogva talán hírhedtté is) az üzleti és könyvvizsgálati szférák szakemberei között, sőt gyakran használják a még rövidebb (SOX) elnevezést is. Teljes elnevezése a *Részvénytársaságok Könyvelési Reformjáról és a Befektetők Védelméről szóló 2002. évi törvény*. A törvény bevezető rendelkezései között utal arra, hogy az elnevezés hivatkozás céljából történő rövidített alakjának helyes változata a *2002. évi Sarbanes-Oxley Act*.

*Paul Sarbanes* szenátor *lakóniai görög* emigráns családból származik, 1933-ban, a *Maryland* keleti partján fekvő *Salisbury* városában született, egyetemi tanulmányait a *Princeton University* hallgatójaként végezte, de ösztöndíjjal megfordult az *angliai Oxford University*-n is, ahol kimagasló tanulmányi eredményt ért el. Először 1976-ban választották szenátorrá, amely mandátumot folyamatos újraválasztás mellett leköszönéséig, 2006-ig töltötte be. Ezzel ő lett *Maryland* eddigi leghosszabb ideig hivatalában maradt szenátora. Számos házbizottság tagjaként látott el megbízatást, többek között 1974-ben az ismert *Watergate Bizottságban*, illetve a *Költségvetési Bizottságban*. 2002-ben ő volt a *Sarbanes– Oxley Act* szenátusi előterjesztője, miáltal neve rövid idő alatt az érdeklődés középpontjába került.

*Michael Garver Oxley* képviselő 1944-ben született az *ohioi Findlay*-ben. Jogi diplomáját 1969-ben szerezte az *Ohioi Állami Egyetemen*. Korábbi pályáján a *Federal Bureau of Investigation (FBI)* munkatársaként is dolgozott, képviselői mandátumát pedig 1981-ben szerezte. 2004-ben kiélezett választási küzdelemben győzte le a demokrata jelöltként harcba szálló *Ben Konopot*, majd nem sokkal ezután bejelentette, hogy 2007-ben, a mandátumának lejártával egyidőben visszavonul. Nevének világhírnevet kölcsönzött, hogy 2002-ben ő volt a *Sarbanes-Oxley Act* kongresszusi előterjesztője.

Az eltérő pártállású előterjesztők nevei, amelyek egymás mellett állnak a jogszabály elnevezésében, önmagukban is jelzik a törvény megalkotását végigkísérő kétpárti (demokrata és republikánus) konszenzust. A konszenzus azonban sokszor nem az, aminek látszik, különösen ha azt végső soron a választási kampány érdekei, propagandisztikus célkitűzések, vagy a politikai marketing szempontjai vezérlik. A vállalati csalások elleni markáns fellépés hálás szerepét ugyanis egyik párt sem szerette volna elmulasztani. Ezért végső soron már maga a törvény elnevezése is magában rejti a vele szemben megfogalmazott kritikák egyik legmarkánsabbikát: sokszor a szakmai szempontok áldozatául estek a népszerűségi szempontoknak.

## b) A képviselőházi vita

Kissé közhelyesnek is tűnhet a megállapítás, miszerint a szavazatok többségét kezében tartó pártnak lehetősége nyílik arra, hogy erőteljes kontrollt gyakoroljon a jogalkotási eljárásra. Úgy fest, hogy ez alól a *Sarbanes-Oxley Act* sem jelent kivételt. A *Michael Oxley* republikánus képviselő által vezetett pénzügyi bizottság (*Financial Services Committee*) törvénytervezetét a szavazatok többségét kezükben tartó republikánusok egyetlen nap leforgása alatt sikerre vitték. A demokraták ugyan kifogásolták néhány rendelkezés hiányát, ez azonban lényeges akadályt nem gördített a törvényjavaslat útjába. A kifogás alapját jelentő rendelkezések közül kettő szerepelt a demokraták módosító javaslatában, amely végül is megbukott. A republikánus törvényjavaslat mégis magabiztos fölényvel –két párti támogatást élvezve– került elfogadásra.

A demokrata képviselők ugyanis a küszöbön álló újraválasztási kampány előtt nem kockáztathatták meg, hogy a republikánus javaslatot azon az alapon utasítsák el, hogy

az nem kellőképpen szigorú, miközben korábban egy olyan alternatívát támogattak, amely megbukott.<sup>223</sup>

A javaslat papírformaszerű –de a vártnál fölényesebb– győzelmének történetét tovább színesíti, hogy az audit bizottságok függetlenségének, illetve a vezető tisztségviselői kölcsönök kérdését a képviselőházi vita egyetlen pontban sem érintette, sőt a demokraták javaslatában sem szerepeltek. Emellett a képviselők a javaslat vitájában csak rendkívül korlátozott számban vettek részt, akik pedig mégis, azok mind tagjai voltak a javaslatot előkészítő pénzügyi bizottságnak (*Financial Services Committee*).<sup>224</sup>

#### c) A szenátusi vita

Az általános vélekedés szerint az Egyesült Államokban a törvényalkotás legfontosabb kérdései a bizottsági ülésezések során dőlnek el. Sokszor azonban a szenátusi ülésteremben játszódnak le a meghatározó események. Ennek legfőbb oka, hogy a szenátusi ügyrend rendkívül széles mozgásteret biztosít az egyes szenátorok számára, hogy hatást gyakoroljanak a jogalkotás folyamatára. Ez adott esetben obstrukció eszközeivel történő késleltetésben is megnyilvánulhat.

Az eljárás arculatát azonban igen jelentős mértékben módosíthatja egy sikeres klotúr, hiszen a további vita és módosító javaslatok előterjesztésének lehetőségét nagymértékben korlátozza. Ehhez azonban két párti egyetértés szükséges, hiszen háromötödös többséghez kötött indítványról van szó.

A *Sarbanes-Oxley Act* esetében különösen hangsúlyos volt a klotúr sikere. Ugyanis e törvény megalkotása során a gyakorlatban a háromötödös többségnél is szélesebb körű támogatásra lehetett volna szükség, amit már csak azért sem lett volna könnyű elérni, mert mindenki a saját javaslataival kívánta volna kiegészíteni a tervezetet. A klotúr sikere viszont azt jelentette, hogy a bizottsági ülésezés során függőben maradt vitás kérdések soha sem jutottak a szenátusi vita középpontjába. Ennek eredményeként a jogalkotás e fázisában sem volt lehetőség részletes vizsgálat tárgyává tenni a törvényjavaslat rendelkezéseit.

#### d) A bizottsági munkafázis

A törvényjavaslatot ugyan a demokraták terjesztették elő, de annak tartalmát a republikánusoknak is módjában állt befolyásolni. A javaslat sikeréhez ugyanis az ő támogatásuk is elengedhetetlen volt. A demokraták többségnek is alig– alig nevezhető egyetlen szavazat előnye a jogalkotás lényegesebb kérdéseit két párti támogatástól tette függővé.

A republikánusok befolyásának köszönhető egyik legfontosabb következmény, hogy a könyvvizsgálati közfelügyeletet ellátó bizottság (*PCAOB*) tagjai közül kettőnek okleveles könyvvizsgálónak kell lennie. Az aktív könyvvizsgálók részvételi lehetőségének megteremtésére *Michael Enzi* republikánus szenátor<sup>225</sup> különös gondot fordított, egyébiránt a szenátusban ő volt az egyetlen okleveles könyvvizsgáló. Az ő

<sup>223</sup> Lásd ROMANO, Roberta, *The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*, Yale Law Journal (2004- 2005) Vol. 114. 1551. old.

<sup>224</sup> Lásd ROMANO, Roberta, *The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*, Yale Law Journal (2004- 2005) Vol. 114. 1551. old.

<sup>225</sup> Michael Enzi szenátor a Banking, Housing, and Urban Affairs Committee tagjaként vett részt a törvényalkotásban.

támogatása meghatározó jelentőségű volt, amelyet viszont attól tett függővé, hogy az említett rendelkezés bekerül-e a javaslatba, vagy sem.

A szenátusi bizottság tanácskozásainak beszámolóiból kiderül, hogy az elnök Paul *Sarbanes* szenátor csak az év májusának végére tudott előterjeszteni olyan javaslatot, amelyet minden demokrata bizottsági tag támogatni tudott, a *Michael Enz*ivel történő megegyezés pedig újabb egy hónapjába került. Az ő átállása viszont maga után vonta párttársainak a támogatását is, miáltal *Sarbanes* javaslata kétpárti –de még így sem egyhangú– támogatással került elfogadásra a bizottságban. Habár a bizottság republikánus tagjai korábban több mint száz módosító javaslatot terjesztettek elő –lassítva ezzel az eljárást–, a megegyezés *Enz*ivel lehetőséget adott *Sarbanes*nek, hogy ezeket figyelmen kívül hagyja.

A törvényalkotás során következő fázisától megváltozott a republikánusok taktikája. Noha a bizottsági eljárás alatt –majdnem végig– a törvényjavaslat ellen foglaltak állást, a szenátus előtti klotúr indítványuk lényegében a törvény elfogadását eredményezte. Álláspontjuk radikális megváltoztatását azzal indokolták, hogy a során következő bizottsági értekezleten, amelyen a képviselőházi és szenátusi törvényjavaslat összehangolása történik, előnyösebb pozícióból érvényesíthetik a szándékaikat.

Ennél valószínűbb, hogy a fő szerepet a politikai– és közhangulat krízisszerűvé változása játszotta. A vonatkozó politikai elemzések következtetései szerint a krízis helyzetek gyors és határozott lépéseket diktálnak a pártok számára a jogalkotás területén.

Az események tükrében a hangulat többször is megváltozott: 2001 őszén az *Enron* összeomlása időlegesen felkavarta a kedélyeket. A következő év áprilisára azonban a krízishangulat nagymértékben enyhült, a közkeletű vélekedés szerint az *Enron* elszigetelt jelenség volt csupán. A törvényjavaslat sorsa a Szenátus Bank Bizottsága előtt vontatottan, lassan haladt csak előre: *Sarbanes*nek hónapokba telt a két párti támogatás megszerzése. A kialakult helyzet a demokraták frakcióvezetője, *Thomas Daschle* számára is komoly fejtörést okozott, a törvényjavaslat sikerre juttatása pillanatnyilag szinte lehetetlen vállalkozásnak tűnt.

Azonban június 26-át követően –ami a *Worldcom-botrány* kitörésének napja– a politikai környezet lényegesen megváltozott. *Daschle* immár nyolcvan támogató szavazat reményében várhatta a júliusra kitűzött szavazást. *Phil Gramm*, a bizottság rangidős republikánus szenátora, aki a törvényjavaslat egyik legelhivatottabb ellenzője volt eddig, most meg sem próbált akadályt gördíteni annak útjába.

A kialakult válsághelyzet hatására a Szenátus felgyorsította a jogalkotási folyamatot és támogatta a klotúrt.

#### e) A törvényjavaslat a Szenátus előtt

A Szenátus előtt a törvényjavaslatnak csupán egyetlen rendelkezése képezte érdemi vita tárgyát. Ez az egy a könyvvizsgáló cégek által nyújtott nem– könyvvizsgálói szolgáltatások tilalmáról szóló rendelkezés volt.

A képviselőházi javaslat nem rendelkezett az ellenőrző bizottság szervezeti kérdéséről, annak érdekében, hogy azokat a tőzsdefelügyelet (*SEC*) határozhassa meg. A nem–könyvvizsgálói szolgáltatások nyújtásának lehetőségét a tőzsdefelügyelet már korábban is korlátozta. Ehhez a képviselőházi javaslat hozzátett még kettő megszorítást.

A pártok közötti véleménykülönbséget megalapozta, hogy ezeket a kérdéseket illetően a republikánusok a Képviselőházi javaslat rendelkezéseit támogatták, amelyek

egybeesetek a tőzsde felügyelet (SEC) élén álló *Harvey L. Pitt* javaslataival is. A könyvvizsgáló szakma is ezeket a javaslatokat –következésképp a Képviselőházi javaslatot– támogatta. Azonban pár évvel korábban a könyvvizsgálói lobbí *Pitt* támogatásával akadályozta meg az akkori tőzsdefelügyeleti elnök, *Arthur Levitt* szabályozási törekvéseit. A republikánusok támogatását és a demokraták ellenszenvét maga mögött tudó *Pitt* személye minden valószínűség szerint közrehatott a pártok véleményformálásában. Elképzelhető, hogy a demokraták bizonyos kérdésekről másként vélekedtek volna, ha más személy állt volna a tőzsdefelügyelet élén.

A nem-könyvvizsgálói szolgáltatások nyújtásának tilalmáról szóló vita felidézte a két évvel korábbi összeütközést *Levitt* és a könyvvizsgálói iparág között. Ami azonban akkor fölösleges aggodalomnak tűnhetett, 2002-ben már megalapozott előrelátásnak mutatkozott –legalább is a demokraták számára. A számviteli csalások által kiváltott médiaőrületnek és közfelháborodásnak köszönhetően a politika is nyomás alá került. A vezető médiumok esti hírei között 2002 januárja és júliusa között 613 üzleti hír került adásba, amelyből 471 (azaz 77%) számviteli csalásokkal foglalkozott. Ráadásul mindezek 80%–a megfogalmazta a kormányzati beavatkozás igényét is. Mindez nagymértékben aláásta a könyvvizsgálói iparág társadalmi presztízsét is.

A Szenátus előtt a másik három igen jelentős vállalatirányítási rendelkezésről (úgy mint a független ellenőrző bizottság, a vezetői kölcsönök és a *certification requirement* kérdése) nemigen esett szó.

Érdeemes említést tenni más módosító javaslatokról is. Ilyen a *Senate Judiciary Committee* (Igazságszolgáltatási Bizottság) módosító javaslata, vagy azok, amelyek főként szenátorok egyéni kezdeményezései voltak.

Az utóbbiak közül az egyik legismertebb *John McCain* és *Carl Levin* szenátorok módosító javaslata volt, amely a tőzsdei opciók számviteli megítéléséről szólt, és amely saját pártvezetésük támogatásának hiányában nem került a törvényjavaslatba. Itt azonban nem párton belüli széthúzásról, mint inkább praktikus megfontolásokról volt szó: a javaslat akadályozhatta volna a törvényalkotás folyamatát és kimenetét. Még maga *Sarbanes* is lemondott a bizottsági vita során saját törvényjavaslatának a tőzsdei opciókra vonatkozó rendelkezéséről, annak érdekében, hogy saját párttársai támogatását megszerezze.

A *Senate Judiciary Committee* (Igazságszolgáltatási Bizottság) javaslatának vitás kérdései régebbi eseményekig nyúlnak vissza. A javaslatot az elnök *Patrick Leahy* szenátor után *Leahy* javaslatnak is nevezik. E módosítás a büntetőjogi szankcióknak, a *whistleblower*ek védelmének, és az értékpapírcsalások elévülési statútuma kiterjesztésének témaköreit foglalta magába.

Az utóbbi kérdésében előterjesztett módosítás felülbírált a Legfelsőbb Bíróság egyik – az elévülési statútumról rendelkező– határozatát,<sup>226</sup> amelyet az értékpapír perek 1995. évi reformja<sup>227</sup> –a tőzsdefelügyelet és a *plaintiffs' bar* lobbí tevékenysége ellenére–

---

<sup>226</sup> *Lampf vs. Gilbertson*, 501 U.S. 350 (1991).

<sup>227</sup> Az 1995. évi Private Securities Litigation Reform Act (PSLRA) figyelemre méltó változásokat eszközölt a szövetségi értékpapírtörvények kérdéseiben, úgymint a perbeli védelem, a felelősség, a keresetindítás, a díjazások, a költségek és a pertársaság kérdésében.

A jogszabály születésével kapcsolatos érdekesség, hogy Bill Clinton elnöki vétójával szemben emelkedett törvényerőre (Clinton két elnöki ciklusa alatt összesen harminchét alkalommal emelt vétót). A republikánusok csaknem egyhangúan támogatták a törvényt, összesen csak négyen (*William Cohen*, *John McCain*, *Richard Shelby*, *Arlen Specter*) szavaztak ellene. A demokraták közül a liberálisok (*Tom Harkin*, *Ted Kennedy*, *Claiborne Pell*, *Carol Moseley Braun*) támogatták, míg sokan elleneztek a törvényt.

helyben hagyott. A *Leahy* javaslat viszont, az eljárásindítás határidőinek meghosszabbításával kedvezőbb helyzetbe kívánta hozni a megkárosított felpereseket. A demokrata frakció előterjesztésében a javaslat elévülési státútumra vonatkozó rendelkezése és a büntetőjogi szankciókról szóló rendelkezés összevontan szerepelt. Azonban míg az utóbbi széleskörű támogatást élvezett az előbbi ellentmondásos és pártpolitikai színezetű volt. Az elévülési státútum kérdése megosztotta a pártokat, aszerint hogy azok hogyan viszonyultak az 1995-ös reformokhoz. Habár az 1995-ös értékpapírjogi reform kétpárti támogatást élvezett, *Bill Clinton* elnök vétót emelt ellene, illetőleg, a *plaintiffs' bar* határozottan ellenezte. Miután azonban 2001-ben a Fehérház a Republikánusoké lett, a Demokraták a Szenátusban gátolták a vonatkozó kezdeményezéseket. Ez a magatartás pedig az 1995-ös rendelkezések ellen irányult, amely kiváltotta a Republikánusok ellenérzéseit. A pártok álláspontjai mögött persze mások érdekei is meghúzódtak: az üzleti társadalomé a Republikánusok és a *plaintiff's bar*-é a demokraták oldalán.

Végül az elévülési státútum szolgáltatott alapot annak a Republikánus lépésnek, amely a klotúrhöz vezetett: *Gramm* szenátor indítványozta annak elkülönítését a módosító javaslat más rendelkezéseitől, amellyel viszont már magának a törvényjavaslatnak a sikerét tette kérdésessé. Ennek hatására a pártok megegyeztek az elévülési státútumot illetően és a klotúr beiktatását illetően is.<sup>228</sup>

Abban a rövid periódusban, amely a klotúr és a törvény elfogadása között eltelt, a Szenátus még elfogadott pár módosító javaslatot, köztük a felső vezetők részére bocsátott kölcsönök tilalmazásáról szólót is. Ezt a –*Charles Schumer* demokrata szenátor által előterjesztett– javaslatot vita nélkül, egyhangúlag fogadták el. Figyelemreméltó, hogy egy pár nappal korábbi beszédében a Wall Streeten, *George W. Bush* elnök felhívta a vállalati igazgatótanácsok figyelmét, hogy tartózkodjanak a vezető tisztségviselői kölcsönök szolgáltatásától. *Schumer* felszólalásában egyébiránt hozzátette, hogy „beszélt a Fehérház embereivel, akik támogatásukról biztosították.”

Az amerikai jogirodalom csípős kritikával feszegeti a kérdést, hogy *Bush* miért helyezkedett ilyen álláspontra, amikor korábban ő maga is kapott hasonló kölcsönöket. Egyes álláspontok odáig mennek, hogy így akarta magát mentesíteni az ebből eredő kritikák alól.<sup>229</sup>

Bármi is legyen azonban az ok, *Bush* állásfoglalása döntőnek bizonyult a rendelkezés sorsát illetően. Korábban ugyanis a Bank Bizottság már elutasított egy ilyen javaslatot, sőt *Sarbanes* szenátor, amikor a javaslatot ismertette a Szenátussal, úgy fogalmazott, hogy az általa vezetett bizottság „nem ment el addig”, hogy tilalmazza a vezető tisztségviselői kölcsönöket.

#### f) Miért támogatták a törvényt a Republikánusok?

A fentiek ismeretében további érdekes kérdés lehet, hogy vajon miért támogatták a Republikánusok a Demokrata törvényjavaslatot. *Roberta Romano*, a *Yale Law School*

---

<sup>228</sup> Lásd ROMANO, Roberta, *The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*, Yale Law Journal (2004- 2005) Vol. 114. 1562. old.

<sup>229</sup> Lásd ROMANO, Roberta, *The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*, Yale Law Journal (2004- 2005) Vol. 114. 1562. old.



professzor asszonya több lehetséges okot is felvet a témába vágó cikkében a *Yale Law Journal* hasábjain.<sup>230</sup>

Egyik részről kétségtelen, hogy jelentős társadalmi nyomás nehezedett a republikánus szenátorokra, ami –főként a *Worldcom-botrány* kirobbanása után– nemigen hagyott más választást a számukra.

Másik részről a törvényjavaslat lehetséges ellenzői –az üzleti társadalom képviselői–, akik az ellenérvek társadalmi és gazdasági bázisát képezhették volna, koránt sem mutattak egységes arculatot a kérdésben. Az Üzleti Kerekasztal (*Business Roundtable*), amelynek tagjai közt a nagyvállalatok szerepelnek, támogatta a törvényjavaslatot. Ezzel szemben a tagjai között sok kisebb céget számláló Kereskedelmi Kamara (*Chamber of Commerce*) ellenezte azt. Ennek oka többek között abban keresendő, hogy a kisebb vállalkozásokat (amelyek a Kereskedelmi Kamara bázisát alkotják) túlságosan is érzékenyen érintették a jogszabály által bevezetett, vagy megemelt adminisztratív és számviteli költségek. Nekik elemi érdekük volt, hogy a kisvállalkozások mentesüljenek például a nem könyvvizsgálói szolgáltatások tilalmának szabálya alól. *Gramm* szenátor ilyen irányú javaslata azonban nem nyert kellő támogatást és nem került be a törvénybe. Ezzel ellentétben a Kerekasztal tagjai –nagyvállalatok–, akiket kevésbé érintett a jogszabály költségvonzata, a jogszabály mellé álltak, hogy ezzel is demonstrálják elítélő nézőpontjukat a vállalati botrányokkal szemben, valamint elhatárolják magukat az azokban érintett vállalatoktól.

Azzal együtt, hogy az üzleti társadalom nem alkotott egységes bázist a jogszabály ellenzőinek oldalán, a média élesen kritizálta a Republikánusokat, amiért javaslataik a Demokratákéhoz képest túlzottan is elnézők a vállalati élet „kártévőivel”<sup>231</sup> szemben.

Amennyiben mindezt számba vesszük, úgy nem nehéz megérteni, hogy a Republikánusok nem ragaszkodtak a javaslatukhoz, miközben azt a megkárosított befektetők nézték volna rossz szemmel, akik részvényeiken, derivatív ügyleteiken, nyugdíjalapjaikon, portfólióikon keresztül nagyarányú veszteséget szenvedtek. A politikai közvélemény pedig kétségtelenül előbb szimpatizált velük, mint a vállalati menedzsmentek bonyolult, egymásnak is ellentmondó érveivel.

Egy ilyen markáns szembenálláshoz még az is igen kevés volt, hogy a republikánus szenátorok valószínűleg meghittebb kapcsolatot ápoltak a Kamarával, mint a Kerekasztallal. Az egyes államokban a Kamarának ugyanis számos tagja tevékenykedik. A hivatalos álláspont szerint a Republikánusok az egyeztető konferenciát várva szavazták meg a törvényt, hogy azon majd kedvezőbb pozícióban közelíthessék annak tartalmát a saját álláspontjukhoz.

Elképzelhető hogy ennél azért nagyobb hangsúllyal esett a latba, hogy a hagyományosan demokraták által propagált vállalati elszámoltathatóság témaköre a választásokon politikai tőkét jelenthetett volna. Különösen akkor, ha a Republikánusok „puhán”<sup>232</sup> állnak a vállalati bűncselekményekhez.

---

<sup>230</sup> Lásd ROMANO, Roberta, *The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*, Yale Law Journal (2004- 2005) Vol. 114. 1521– 1611. old.

<sup>231</sup> Az amerikai jogirodalom plasztikus terminológiájának tükörfordítása (corporate wrongdoers).

<sup>232</sup> Lásd BORRUS, Amy – MCNAMEE, Mike, *Accounting: Congress Only Looks like It's Getting Tough*, Business Weekly (2002, április 29.) Idézi Roberta Romano: „soft on corporate crime”. Lásd ROMANO, Roberta, *The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*, Yale Law Journal (2004- 2005) Vol. 114. 1566. old.

Azonban az egyeztető bizottság ülésezésének időszakára a társadalmi, gazdasági és nem utolsó sorban média közeg nem volt már alkalmas arra, hogy a Republikánusok véghezvigyék ilyen irányú törekvéseiket.

Ezeknek az eseményeknek a tükrében válnak érthetővé a republikánus Képviselőházi frakcióvezető, *Richard Gephardt* szavai a törvény támogatásáról: „feltétel nélküli megadás”<sup>233</sup>.

## 2) A törvény tartalma

A *Sarbanes-Oxley Act* (ebben a részben a továbbiakban *SOX* törvény) a következő tizenegy fejezetet tartalmazza:

- I. A nyilvánosan működő részvénytársaságok számvitelét ellenőrző bizottság
- II. A könyvvizsgálói függetlenség
- III. A vállalati felelősség
- IV. Pénzügyi adatok szigorított közzététele
- V. Az elemzőkre vonatkozó összeférhetetlenségi szabályok
- VI. A SEC (tőzsd felügyelet) erőforrásai és hatásköre
- VII. Tanulmányok és beszámolók
- VIII. Vállalati és büntetőjogi felelősségre vonhatóság,
- IX. A fehérgalléros bűnözés szankcióinak szigorítása
- X. vállalati adó- visszatérítés
- XI. A vállalati felelősségre vonhatóság csalás esetén

A törvény szabályozási koncepciója nagy általánosságban a befektetővédelem és a számviteli reform intézményeit kívánja megreformálni. Ahogyan a jogszabály elnevezése is utal rá –A részvénytársaságok számviteli reformjáról és a befektetők védelméről szóló 2002. évi törvény– a befektetők védelmét a vállalati beszámolók megbízhatóságának és pontosságának javításával próbálja megvalósítani –kritikusai szerint csak kevés sikerrel.

A reformok érdekében létrehozott egy új ellenőrző bizottságot a független könyvvizsgáló cégek számára, amelynek irányába a törvény hatálya alá eső társaságoknak beszámolási kötelezettsége áll fenn. Emellett szigorúan szabályozza a könyvvizsgáló cégek tevékenységét, tilalmazva, hogy ügyfeleik számára nem könyvvizsgálati szolgáltatásokat (*non audit services*) nyújtsanak.

Kötelezővé teszi a társaságok vezérigazgatói és pénzügyi vezetői által teendő értékelést a belső kontrollra vonatkozóan, emellett tilalmazza a vállalati kölcsönök folyósítását felsővezetők számára.

A törvény hatálya kiterjed mindazokra a társaságokra, amelyeket az 1934. évi tőkepiaci törvény kibocsátóként definiál, azaz minden olyan társaság, amelynek részvényeit jegyzi az Egyesült Államok valamely tőzsdéjén. Emiatt minden olyan külföldi vállalatot is érintenek a törvény rendelkezései, amely az Egyesült Államok valamely tőzsdéjén regisztrált. Érthető módon a külföldi vállalatokat érzékenyen érintik a *SOX* törvény működési költségeket drágító rendelkezései (különös tekintettel a belső kontrollrendszer működtetési költségeire) és az amerikai kormányzat barátságatlan

---

<sup>233</sup> „an unconditional surrender”

lépésének tekintik a jogszabályt. Sőt némelyikük egyenesen az amerikai értékpiacon való távolmaradás mellett dönt, olyan országok tőzsdéit részesítve előnyben, ahol nincsen hatályban a SOX törvényhez hasonló szigorú szabályozás.<sup>234</sup>

#### a) Bevezető rendelkezések

A törvény első érdemi fejezetét megelőzően tartalmaz három rövidebb bevezető szakaszt. Ezek közül az első a törvény rövidített elnevezéséről rendelkezik (*Sarbanes-Oxley Act of 2002*), illetve felsorolja a törvény egyes fejezeteinek címét is.

A második értelmező rendelkezéseket tartalmaz,<sup>235</sup> illetve rendelkezik arról, hogy az 1934. évi tőkepiaci törvény (*Securities Exchange Act of 1934*) harmadik szakasza kerüljön kiegészítésre a *Sarbanes-Oxley Act*-ben foglaltakkal.

A bevezető rendelkezések közül a harmadik –utolsó– szakasz deklarálja, hogy a *Sarbanes-Oxley Act* bármely pontjának (illetve a tőzsd felügyelet által a törvény hatálya alatt hozott szabályok és a PCAOB állásfoglalások) megsértése egyenértékű az 1934-es *Securities Exchange Act* megsértésével, ezzel összhangban ugyanazokat a szankciókat vonja maga után.<sup>236</sup>

#### b) A PCAOB (*Public Company Accounting Oversight Board*)

A független könyvvizsgáló cégeket ellenőrző bizottság, a *Public Company Accounting Oversight Board* (továbbiakban a *PCAOB*) létesítésével és felállításával a SOX törvény a könyvvizsgálatot végző cégek hatékony intézményi ellenőrzését kívánta megteremteni. Megalakítását követően, immár nyolc éves távlatból tekinthetünk vissza e szervezet munkájára. A vállalati botrányok tanulsága szerint erre szükség is volt, hiszen több esetben is felmerült a könyvvizsgáló cégek ellentmondásos szerepe.

A SOX törvény első fejezete rendelkezik a *PCAOB* megalakításáról, valamint annak összetételéről, feladat- és hatásköreiről, finanszírozásáról. A bizottság a *Sarbanes-Oxley Act* által –így tehát a szövetségi jog (*federal law*) hatálya alatt– konstituált non-profit részvénytársaság, amely a nyilvánosan működő részvénytársaságok könyvvizsgálóit ellenőrzi. A bizottság tevékenységén keresztül érvényesíteni kívánt jogpolitikai cél, hogy a befektetők informatív, valóságos és független könyvvizsgálói jelentésekhez jussanak.

Ennek érdekében a *PCAOB* feladata a nyilvánosan működő társaságok könyvvizsgálatát végző cégek regisztrációja, valamint az auditált beszámolók készítésére vonatkozó standardok megalkotása a könyvvizsgálatra, a minőségellenőrzésre, az etikai és függetlenségi kérdésekre vonatkozóan. Emellett ellátja az általa regisztrált cégek felügyeletét, visszaélések esetén pedig megfelelő szankciókat ró ki.

Az elnevezés érdekessége, hogy az amerikai üzleti szleng gyakran nem is a *PCAOB* rövidítést használja, hanem azzal összecsengésben „*Peekabo*”-nak nevezi e bizottságot. Az elnevezés fanyar humora a testület ellenőrző –mindentlátó– hatáskörére és

---

<sup>234</sup> Példának okáért a SOX törvény hatálybalépését követő évben, 2005-ben az Alternative Investment Market (AIM), a londoni másodlagos tőzsde 519 új vállalatot regisztrált, míg New Yorkban a Nasdaq csak 45-öt.

<sup>235</sup> Példának okáért értelmezi a PCAOB bizottság, a kibocsátó (issuer), igazgatótanács (board), stb. fogalmát.

<sup>236</sup> Sarbanes-Oxley Act, 1-3. §

széleskörű<sup>237</sup> jogosítványaira utal. (Érdekes ugyanis, hogy a *Peekabo* egy játék neve, amelyet újszülöttekkel játszanak a felnőttek: arcukat eltakarják, majd hirtelen felfedik, az újszülöttre néznek, meglepetésére így szólva: „*Peekabo!*”<sup>238</sup> *Látlak!*”)

A bizottság tagjainak, független ellenőrzési feladataik ellátása érdekében szigorú összeférhetlenségi szabályoknak kell megfelelniük. Függetlenségük iránya tulajdonképpen kettős: a kormányzati és az üzleti szféra irányában is érvényesülnie kell. Ebből adódóan a *PCAOB*-nak non-profit, nem kormányzati szervként kell működnie, az alkalmazottjai sem lehetnek az Egyesült Államok kormányának alkalmazásában álló személyek.

Összetételét tekintve a testület öt pénzügyi szakemberből áll, akiknek a kinevezése öt évre szól. Közülük kettőnek okleveles könyvelőnek kell lennie, a maradék három tag azonban nem lehet –és korábban sem lehetett– az. Az elnök ugyan lehet okleveles könyvelő, de csak akkor, ha kinevezése előtt legalább öt éve nem végezte nyilvánosan működő részvénytársaság könyvelését.<sup>239</sup>

A tagok függetlenségének biztosítása érdekében munkájukat kötelesek teljes állásban végezni. A törvény hatálya alá eső társaságoktól nem kaphatnak semmiféle juttatást. Ez alól természetesen kivételt képeznek az olyan biztos és folytatólagos juttatások, mint például a nyugdíj, hiszen ezek állandó jellegűknél fogva nem alkalmasak anyagi befolyás gyakorlására sem.

A tagok kinevezésének jogát a tőzsdefelügyelet, vagyis a *Securities and Exchange Commission (SEC)* gyakorolja, az Egyesült Államok Központi Bankjának elnökével és a Pénzügyminiszterrel való egyeztetést követően. A továbbiakban újráválasztásukra csak egyszer kínálkozik lehetőség. A mandátum lejártá előtt munkájuk alól a tőzsdefelügyelet –csak megfelelő indoklással– mentheti fel őket.<sup>240</sup>

Minden olyan társaságnak be kell jegyeztetnie magát a *PCAOB*-nál, amely nyilvánosan működő cégek könyvvizsgálatát végzi. Az érintett könyvvizsgáló cégeknek meg kell adniuk azoknak a társaságoknak a nevét, amelyeknek az elmúlt évben beszámolót készítettek, illetve azokét is, amelyeknek vélhetően beszámolót fognak készíteni. Ebből a rendelkezésből következik, hogy a *PCAOB*-nál nem regisztrált könyvvizsgáló cégek nem is végezhetik jogszerűen a nyilvánosan működő részvénytársaságok könyvvizsgálatát.<sup>241</sup>

Mindezek mellett a *SOX* törvény e szakasza széleskörű adatszolgáltatási kötelezettséget ró a könyvvizsgáló cégekre. A regisztrált cégeknek nyilatkozniuk kell arról, hogy milyen összegű díjazásban részesültek az érintett társaságok által, ideértve mindazon díjazásokat, amelyeket könyvvizsgálói, illetve egyéb számviteli és nem könyvvizsgálói (non-audit) szolgáltatásaikért részesültek. Emellett válaszolniuk kell a *PCAOB* pénzügyi információkra és beszámolókra vonatkozó kérdéseire is.

---

<sup>237</sup> Vö. ACEVEDO, Arthur, *How Sarbanes- Oxley Should be Used to Expose the Secrets of Discretion, Judgement and Materiality of the Auditor's Report in De Paul Business and Commercial Law Journal* (2005-2006) Vol. 4. 8. old.

<sup>238</sup> „peekabo” ~ ”kukucs”

<sup>239</sup> Lásd ACEVEDO, Arthur, *How Sarbanes- Oxley Should be Used to Expose the Secrets of Discretion, Judgement and Materiality of the Auditor's Report in De Paul Business and Commercial Law Journal* (2005-2006) Vol. 4. 8. old.

<sup>240</sup> Sarbanes-Oxley Act 101. §

<sup>241</sup> Lásd ACEVEDO, Arthur, *How Sarbanes- Oxley Should be Used to Expose the Secrets of Discretion, Judgement and Materiality of the Auditor's Report in De Paul Business and Commercial Law Journal* (2005-2006) Vol. 4. 8. old.

Emellett a regisztrált cégek kötelezettsége, hogy a szolgáltatásaik minőségellenőrzéséről szóló nyilatkozatot bemutassák, hogy felsorolják az összes alkalmazásukban álló és a könyvvizsgálatokban résztvevő könyvelőt, valamint hogy jelentést tegyenek a cég és alkalmazottai ellen folyamatban levő könyvvizsgálati jelentésekkel kapcsolatos büntető-, polgári-, és közigazgatási eljárásról.

A bejegyzett cégek éves beszámolójukat kötelesek benyújtani a PCAOB-nak, illetve annak kérésére adott esetben ennél gyakrabban is jelentési kötelezettség terheli őket. A könyvvizsgálók működési költségeit növelheti, hogy a PCAOB-nak jogában áll regisztrációs és tagsági díjat gyűjteni a bejegyzett cégektől.<sup>242</sup>

A PCAOB-nak kulcsfeladat jut a könyvvizsgálati standardok meghatározásában. Ebből adódóan a szervezetnek együttműködési kötelezettsége áll fenn azokkal a kijelölt könyvelő és tanácsadó csoportokkal, melyeket a törvény által meghatározott témakörökben létrehozni kívánt standardokkal kapcsolatban hívnak össze. A PCAOB elfogadhatja az ezen csoportok által javasolt standardokat, de jogában áll azokat kiegészíteni, módosítani, hatálytalanítani vagy visszautasítani. A SEC irányában pedig évente beszámolási kötelezettség terheli a standardok alkotásával összefüggő tevékenységét illetően.

A jogszabály alapján a PCAOB-nál regisztrált cégek kötelesek legalább hét évig megőrizni a könyvvizsgálói tevékenységükre vonatkozó azon iratokat és az ezekhez kapcsolódó információkat, amelyek alkalmasak a beszámolókból foglalt következtetések alátámasztására. A bejegyzett cégek kötelezettsége, hogy a minőségellenőrzésre vonatkozó standardokat bevezessék, valamint hogy az általuk készített beszámolókat egy külső partnerrel felülvizgáltassák és jóváhagyassák.

Az egyik létrehozott számviteli standard a –később még ismertetésre kerülő 404-es szakasz által előírt– belső kontroll rendszer ellenőrzését célozza.<sup>243</sup> E standard alapján a könyvvizsgáló köteles kielemezni, hogy a belső kontroll szerkezete, eljárásai által kezelt adatok alapján pontos képet lehet-e kapni a kibocsátó vagyoni helyzetéről (tranzakciók, pénzeszközök csoportosítása).<sup>244</sup> Ehhez kapcsolódóan a könyvvizsgálók feladata meggyőződni arról, hogy a kibocsátó pénzügyi tranzakciói megfelelően dokumentáltak-e; csak ezek alapján tudja beszámolóit a GAAP alapján elkészíteni, valamint az érintett társaság belső kontroll rendszerében felmerülő gyengeségekről beszámolni.<sup>245</sup> Ismét visszaköszönnek tehát a vállalati botrányok számviteli csalásai, ezúttal a megakadályozásukra tett erőfeszítéseken keresztül.

A számviteli standardok alkotásával kapcsolatos rendelkezések tulajdonképpen szakítást jelentenek azzal az 1940 óta bevett gyakorlattal, amelynek során a számviteli szakma önmaga alakította ki működésének standardjait.<sup>246</sup>

---

<sup>242</sup> Sarbane-Oxley Act 102. §

<sup>243</sup> Lásd ACEVEDO, Arthur, *How Sarbanes- Oxley Should be Used to Expose the Secrets of Discretion, Judgement and Materiality of the Auditor's Report in De Paul Business and Commercial Law Journal* (2005-2006) Vol. 4. 8. old.

<sup>244</sup> Lásd SOLTENBERG, Clyde – LACEY, Kathleen A. – CRUTCHFIELD GEORGE, Barbara – CUTHBERT, Michael, *A Comparative Analysis of Post- Sarbanes-Oxley Corporate Governance Developments in the US and European Union: The Impact of Tensions Created by Extraterritorial Application of Section 404*, *American Journal of Comparative Law* (2005) Vol. 53. 465. old.

<sup>245</sup> Sarbanes-Oxley Act 103. §

<sup>246</sup> Lásd ACEVEDO, Arthur, *How Sarbanes- Oxley Should be Used to Expose the Secrets of Discretion, Judgement and Materiality of the Auditor's Report in De Paul Business and Commercial Law Journal* (2005-2006) Vol. 4. 10. old.

A regisztrált cégek vizsgálatának szabályai alapján évente kell ellenőrizni azoknak a könyvvizsgáló cégeknek a működését, amelyek több mint 100 kibocsátó számára végeznek könyvvizsgálatot, míg a többi bejegyzett céget legalább háromévente.<sup>247</sup>

A *PCAOB* vizsgálati eljárása során széleskörű jogosítványokat élvez, vizsgálatot indíthat a bejegyzett könyvvizsgáló cégek és alkalmazottaik tevékenységének körében, amely a *SOX* törvény, a *PCAOB*, vagy az értékpapírszabályozás vonatkozó rendelkezéseit sértheti. A törvény alapján bejegyzett cégeket és alkalmazottaikat szigorú együttműködési kötelezettség terheli (adatszolgáltatás, tanúskodás).

Az említett jogszabályok megsértése esetén a *PCAOB*-nak jogában áll szankciót kivetni a bejegyzett cégre és alkalmazottjára (felfüggesztés, kizárás, pénzbüntetés).<sup>248</sup> A szervezet szankciót vehet ki azokra a cégekre is, amelyek nem megfelelően felügyeltek valamely alkalmazásukban álló személyt, annak könyvvizsgálati tevékenységével vagy a minőségellenőrzési előírások betartásával kapcsolatban.

A *PCAOB* által kezelt dokumentumok és adatok nem nyilvánosak, azokat bizalmas és titkos adatként kell kezelni a bírósági és közigazgatási eljárások során. A törvény azonban hozzáférést biztosít ezekhez az adatokhoz a *SEC*, a legfőbb ügyész és egyéb állami szervek számára.<sup>249</sup>

A törvény kötelezi a külföldi könyvvizsgáló cégeket is –amelyek a hatálya alá tartozó vállalatok vagy külföldi leányvállalataik számára végeznek könyvvizsgálatot–, hogy regisztráltassák magukat a szervezetnél. A *SOX* törvény és a *PCAOB* valamint a *SEC* vonatkozó szabályai ezért őket is ugyanolyan mértékben kötelezik, mint azokat a könyvvizsgáló cégeket, amelyek a szövetségi vagy valamely tagállami jog alapján jöttek létre és működnek.<sup>250</sup>

A *PCAOB* felett a felügyeleti és felülbírálati jogosítványokat a *SEC* gyakorolja, a közérdek, a befektetői érdekek és a törvényesség védelmében. Ennek keretében jogában áll előírás vagy rendelet útján bővíteni a szervezet feladatait, illetőleg előírhatja bizonyos adatok dokumentációját. Amennyiben szükséges, a *SEC* még el is távolíthatja hivatalából a szervezet tagjait.

A *PCAOB*-nak értesítési és együttműködési kötelezettsége áll fenn a *SEC* irányában, minden olyan vizsgálattal kapcsolatosan, amely az értékpapírszabályozás megsértésével kapcsolatos. Köteles továbbá tájékoztatást adni arról, ha valamely hatáskörébe tartozó céggel, illetve annak alkalmazottjával kapcsolatban lefolytatott eljárás során határozatot hozott. A *SEC*-nek jogában áll a *PCAOB* határozatait felülbírálni, szankcióinak mértékét módosítani.<sup>251</sup>

A számviteli jogszabályok rugalmasságának elősegítését célozza, hogy a *SEC*-nek jogában áll általánosan elfogadott számviteli alapelvként (azaz *GAAP*) elfogadni minden olyan alapelvet, amelyet a *SOX* törvény kritériumainak megfelelő –standardok megállapítására létrejött– szervezet hoz.

E kritériumok szerint az ilyen szervezetnek önálló jogi személynek kell lennie, olyan igazgatóság vezetése alatt kell állnia, amelynek tagjai többsége nem állt nyilvános cégek könyvvizsgálatát végző társaság alkalmazásában az elmúlt két évben. Az ilyen szervezet működtetéséhez szükséges anyagi fedezet biztosításának a *PCAOB* finanszírozásához

---

<sup>247</sup> Sarbanes-Oxley Act 104. §

<sup>248</sup> A pénzbüntetés nagyságrendjét a törvény általános esetben természetes személyek számára 100. 000 dollár, jogi személyek számára 2. 000. 000 dollár összegben maximálja.

<sup>249</sup> Sarbanes-Oxley Act 105. §

<sup>250</sup> Sarbanes-Oxley Act 106. §

<sup>251</sup> Sarbanes-Oxley Act 107. §

hasonlóan kell történnie. Működésének olyan többségi szavazásos eljárás kell alapulnia, amely alkalmassá teszi gyors döntéshozatalra. Ezen kívül megfelelő mérlegelési képesség szükségeltetik a standardok elfogadásakor, azok aktualizálására és nemzetközi konvergenciájára vonatkozóan.<sup>252</sup>

A PCAOB működéséhez szükséges anyagi forrásai egyrészt a könyvvizsgáló cégek által fizetett regisztrációs illetve éves díjakból származik, valamint –az ésszerű határokon belül– jogában áll a kibocsátóktól éves számviteli hozzájárulási díjat szedni.<sup>253</sup> Ez a típusú finanszírozási rendszer szintén azoknak az érveit erősíti, akik a SOX törvény kritikáit az üzleti életben felmerülő költségek emelésében látják.

A PCAOB felállításával kapcsolatban széles körben elterjedt álláspont, hogy azok tulajdonképpen a könyvvizsgálói szakma addigi önszabályozó időszakának a végét jelentik.<sup>254</sup>

### c) A könyvvizsgálói függetlenség

A SOX törvény második fejezete rendelkezik a könyvvizsgálói függetlenség szabályairól, amelyek a vállalati botrányok óta kiemelt érdeklődés tárgyát képezik. Az üzleti összefonódások eredményeként számos könyvvizsgáló cég neve felmerült a botrányokban, az *Arthur Andersen* pedig az *Enron* botrányaiban betöltött szerepe miatt olyan mértékben hitelét veszítette, hogy az gyakorlatilag gazdasági csődjéhez vezetett.

Ebben a témakörben a legfontosabb rendelkezés a nem könyvvizsgálói tevékenységek tilalma, amelyeket egy regisztrált könyvvizsgáló cég nem végezhet olyan kibocsátó számára, amelynek egyidejűleg a könyvvizsgálója is. (Ezek közé tartozik a könyvelés, vagy egyéb a számviteli nyilvántartásokhoz kapcsolódó szolgáltatás nyújtása; pénzügyi információs rendszer tervezése és kivitelezése; az értékbecslési tevékenység; a belső ellenőrzési tevékenység kiszervezése; az igazgatósági illetve a humán erőforrásokra vonatkozó hatáskörök gyakorlása; a brókeri, értékpapír-ügynöki, befektetési tanácsadói vagy befektetési banki szolgáltatás nyújtása; az olyan jogi és egyéb szakértői szolgáltatás nyújtása, amelyek nem közvetlenül a könyvvizsgálathoz kapcsolódnak; valamint bármilyen egyéb tevékenység, amit a PCAOB nem engedélyez.) Ugyan a PCAOB a felsorolt tilalmak alól kivételes esetben felmentést adhat bármely személy, könyvvizsgáló, vagy kibocsátó számára, de csak a SEC felülvizsgálatának kikötése mellett.<sup>255</sup>

Az üzleti összefonódások megakadályozása érdekében a SOX törvény megtiltja, hogy egy könyvvizsgáló cég öt évnél hosszabb ideig legyen egy kibocsátó partnere. A törvény hatálya alá eső kibocsátók ezért kötelesek ötévente gondoskodni arról, hogy lecseréljék könyvvizsgálóikat. Tekintettel azonban az üzleti szférában több irányban is kialakult kapcsolatokra, számos kritika fogalmazódik meg e rendelkezés hatékonyságát illetően.

A könyvvizsgálónak az általa használt irányelvekről, gyakorlatról, a kibocsátó menedzsmentjével folytatott egyeztetésről és kommunikációról tájékoztatni kötelesek a kibocsátó audit bizottságát.

---

<sup>252</sup> Sarbanes-Oxley Act 108. §

<sup>253</sup> Sarbanes-Oxley Act 109. §

<sup>254</sup> Lásd ACEVEDO, Arthur, *How Sarbanes- Oxley Should be Used to Expose the Secrets of Discretion, Judgement and Materiality of the Auditor's Report in De Paul Business and Commercial Law Journal* (2005-2006) Vol. 4. 7. old.

<sup>255</sup> Sarbanes-Oxley Act 201. §

Emellett a könyvvizsgálói összeférhetetlenség szabályainak értelmében a regisztrált cégnek tilos olyan társaságot ellenőrizni, amelynek vezérigazgatója, pénzügyi vagy kontrolling vezetője, főkönyvelője, illetve ezeknek a pozícióknak megfelelő pozíciót betöltő személy a könyvvizsgálatot megelőző egy éven belül a könyvvizsgáló alkalmazásában állt.<sup>256</sup>

#### d) A vállalati felelősség

A *SOX* törvény az 1934-es tőkepiac törvény szabályait módosítva egyértelművé teszi a vállalatok audit bizottságainak feladatait és meghatározza tagjainak szakmai és függetlenségi kritériumait. Ennek értelmében a kibocsátó audit bizottsága minden tagjának igazgatótanács tagnak is lennie kell. Más tekintetben viszont függetlennek kell lennie, ami azt jelenti, hogy az igazgatósági tevékenységén kívül nem kaphat más kiegészítő juttatást, valamint üzleti kapcsolatban sem állhat a kibocsátóval, sem annak leányvállalatával, habár ez alól a szabály alól indokolt esetben a *SEC* kivételt tehet.

A kibocsátó által alkalmazott könyvvizsgáló kinevezéséért, javadalmazásáért, valamint munkájának felülvizsgálatáért az audit bizottság közvetlenül felel.

Az audit bizottságok vizsgálják ki a menedzsment és a könyvvizsgáló közötti nézeteltéréseket, valamint véleményezik a könyvvizsgáló jelentését. Fontos szabály, hogy ők határoznak arról, hogy a könyvvizsgáló milyen nem könyvvizsgáló tevékenységeket nyújthat a vállalatnak.<sup>257</sup>

A vállalati botrányok tanulságait alapul véve a vezérigazgatónak és a pénzügyi igazgatónak csatolnia kell egy nyilatkozatot a negyedéves és éves beszámolók mellé, amelyben tanúsítják, hogy az azokban foglalt adatok megfelelnek a valóságnak, továbbá, hogy a társaság működéséről és pénzügyi helyzetéről hiteles képet nyújtanak. Ez magában foglalja, hogy a nyilatkozatot aláíró tisztségviselő megismerte a beszámoló tartalmát, megállapítja, hogy az nem tartalmaz hibákat, nem maradtak ki belőle lényeges információk, illetve annak tartalma nem félrevezető a társaság helyzetét illetően. Az előzmények ismeretében világos, hogy a rendelkezést nem kis részben az *Enron*, vagy a *Worldcom* „kreatív” könyvelési technikái és a meghamisított beszámolók és a menedzsmenttel kapcsolatos manipulációi ihlették. Sőt a törvény a vezérigazgatót és a pénzügyi igazgatót teszi felelőssé a belső kontrollrendszer kialakításáért és működtetéséért is.<sup>258</sup>

A *SOX* törvény az említett okokból külön kiemeli, hogy a vezérigazgató és a vezető tisztségviselők számára tilos a könyvvizsgálókat tisztességtelenül befolyásolni, manipulálni, félrevezetni, abból a megfontolásból, hogy a valóságnak nem megfelelő mérleget készítsenek. A beszámolók hitelességéért a vezérigazgatót és a pénzügyi igazgatót súlyos anyagi felelősség is terheli, hiszen bonusza, részvényjuttatása, természetbeni juttatásai és saját részvény tranzakcióinak az árfolyamnyeresége is elkobozható, ha a beszámolót a kibocsátást követő egy évben újra közzé kell tenni, mert abban jelentős hiba van, illetve nem felel meg a jogszerűség követelményeinek. A *SEC*-nek pedig jogában áll a törvény hatálya alá tartozó társaságok alkalmazásában álló vezető beosztású személyt felfüggeszteni állásából, ha nem találja alkalmasnak arra, hogy ilyen minőségben lásson el tevékenységet.

---

<sup>256</sup> Sarbanes-Oxley Act 206. §

<sup>257</sup> Sarbanes-Oxley Act 301. §

<sup>258</sup> Sarbanes-Oxley Act 302. §



A kibocsátók jogászaire vonatkozó szakmai és erkölcsi szabályokat a *SEC* alkotja, amelyek kötelezik a jogi tanácsadót arra, hogy jelentse a vállalat vezetői felé, ha bizonyíték kerül a birtokába arról, hogy a vállalat, vagy valamely alkalmazottja megsérti az értékpapír és tőkepiaci törvényeket. Sőt, amennyiben ennek ellenére sem kerül sor a megfelelő lépések megtételére, akkor a jogi tanácsadó köteles az ügyet az audit bizottság elé tárni. A vállalatok jogásza, –mint *gatekeepers*– szintén ellentmondásos szerepet töltek be a 2002-es botrányszériában.

#### e) A pénzügyi adatok nyilvánossága

A törvény igen fontos fejezete foglalkozik a pénzügyi adatok nyilvánosságával, amely a vállalati botránnyok központi kérdésköre volt egyben. A veszteségek illetve a nyereségek leányvállalatokon keresztül történő eltüntetése és felnagyítása, az „*off the balance sheet*” (mérlegen kívüli) tételek elhallgatása, a *non consolidation* (beszámolódba nem konszolidálandó tételek) szabályok kijátszása nagyon gyakori megoldások voltak a vállalatok „kreatív könyvelésének” eszköztárában.

A *SOX* törvény ezért már rendelkezik arról, hogy a pénzügyi beszámolóknak tartalmazniuk kell mindazokat a kiegészítéseket is, amelyeket a társaság könyvvizsgáló cége a könyvvizsgálat során tett.<sup>259</sup> Minden éves és negyedéves pénzügyi beszámolóknak tartalmaznia kell az olyan mérlegen kívüli tranzakciót, vagy nem konszolidált szervezetekkel való relációt, amelyek a kibocsátó pénzügyi helyzetére lényeges hatással vannak.<sup>260</sup>

A *SOX* törvény tilalmazza a vezető alkalmazottnak folyósított személyes célú kölcsönök nyújtását is. Ez alól kivételt képeznek a hitelezéssel foglalkozó vállalatok, amennyiben a hitelt a vállalat rendes üzletmenetének keretében, bárki számára elérhető feltételek mellett, piaci kondíciókkal nyújtják. A vállalati vezetők és a 10%-os részesedéssel rendelkező tulajdonosok pedig a vállalat értékpapírjaival végrehajtott tranzakcióikról is kötelesek tájékoztatni a *SEC*-et.<sup>261</sup>

A *SOX* törvény rettegott 404-es szakasza kimondja, hogy az éves beszámolóknak tartalmazniuk kell a belső kontrollra vonatkozó jelentést. Ebben a menedzsment nyilatkozik felelősségéről a belső kontroll környezetért, valamint a beszámolók elkészítéséhez szükséges jelentésrendszer kialakításáért és működtetéséért. Emellett értékelniük is kell e rendszerek működésének hatékonyságát.

A nyilvánosságra hozott információ felülbírálatát a *SEC* hatáskörébe tartozik. A felülvizsgálat egy kibocsátó esetében háromévente kötelező, de a *SEC* döntése alapján gyakrabban is történhet.

#### f) A *SOX* törvény egyéb fontos rendelkezései

A *SOX* törvény ötödik fejezete tartalmaz rendelkezéseket a *SEC*-nek, az Egyesült Államok Nemzeti Értékpapírtőzsdéjének, illetve a regisztrált értékpapírokkal foglalkozó társaságok részvényelemzéseket publikáló alkalmazottaira. Ezek szerint az említett szervezetek kötelezettsége, hogy összeférhetetlenségi szabályokat állapítsanak meg

---

<sup>259</sup> Sarbanes-Oxley Act 401. §

<sup>260</sup> Az Enron például leányvállalatain keresztül jelentős mértékű veszteséget tüntetett el, ugyanakkor a velük kötött üzletekből nagy mértékű profitot vallott be, számos hamis tranzakciót és fedezeti ügyletet kötött velük.

<sup>261</sup> Sarbanes-Oxley Act 402. §

annak érdekében, hogy az elemzések tárgyilagos és valós képet nyújtsanak a befektetők számára.<sup>262</sup>

A vállalatok vezető tisztségviselőire vonatkozó szankciókról a törvény a nyolcadik fejezetében rendelkezik. Az a személy aki hatósági vizsgálat akadályozásának vagy befolyásolásának céljából beszámolókat, dokumentumokat vagy tárgyi dolgokat megmásít, megsemmisít, meghamisít, megrongál vagy eltitkol pénzbírsággal, valamint legfeljebb húsz év szabadságvesztéssel büntethető.<sup>263</sup> Az a könyvvizsgáló, aki szándékosan nem tartja be a könyvvizsgálatok és a felülvizsgálati dokumentumok legalább öt éves megőrzésének követelményét szintén pénzbírsággal, illetve legfeljebb tíz év szabadságvesztéssel büntethető.<sup>264</sup>

Emellett a törvény kiemelt hangsúlyt fordít az úgynevezett *whistleblowerek*<sup>265</sup> védelmére. A vállalat azon alkalmazottai, akik a bírósági eljárás során csalásra vonatkozó információt szolgáltat a kibocsátóról, nem bocsátható el, nem fenyegethető meg és egyéb eszközzel sem diszkriminálható a munkáltatója által. Amennyiben ez mégis megtörténik –és hitelt érdemlően bizonyítható–, úgy a munkáltató köteles őt visszavenni, méghozzá az előzőnek megfelelő pozícióba és ugyanolyan díjazás mellett. Emellett az elmaradt munkabérek és azok kamatát, valamint az ügyben felmerült (például ügyvédi) költségeit megtéríteni.<sup>266</sup>

Emellett a jogszabály súlyosbítja az úgynevezett „fehérgalléros” bűncselekmények büntetési tételeit, bízva azok visszatartó erejében. Az adócsalás büntetési tételének felső határát így öt évről húsz évre emelte, a pénzügyi beszámoló hitelességét tanúsító vezérigazgatói és pénzügyi igazgatói nyilatkozat szabályainak megszegése pedig legfeljebb egy millió dollár pénzbüntetést és/vagy legfeljebb tíz év börtönbüntetést von maga után. Szándékos megtévesztés esetében pedig még súlyosabb –öt millió dollár pénzbüntetést és/vagy húsz év szabadságvesztés– büntetés szabható ki.<sup>267</sup>

#### g) A törvény kritikái

A *SOX* törvényt megalkotásától kezdve számos kritikai éri. Sokan –az ismertett körülmények miatt– már a törvényalkotás folyamatát is elhamarkodottnak és szakszerűtlennek tartják, hangsúlyozva, hogy a törvény rendelkezéseit inkább a vállalati botrányok által gerjesztett „médiőrület”, a közvélemény nyomása és politikai szempontok befolyásolták.<sup>268</sup>

A törvény tartalmát illetően széles körben elterjedt álláspont, hogy az igazi reform elmaradt, hiszen a jogszabály számos helyen nem tesz mást, mint megismétel (vagy nyomatékosít) olyan rendelkezéseket, amelyek más jogszabályokban már szerepeltek. Ezért a szakmai álláspontok egy része inkább csak az addigi befektetővédelmi, vállalatirányítási és számviteli szabályok újra rendszerezését látja benne, mintsem az igazi újítást. Természetesen a törvény támogatói ezt másként látják, olyan reformról

---

<sup>262</sup> Sarbanes-Oxley Act 501. §

<sup>263</sup> Andrew Fastowt, az Enron pénzügyi igazgatóját a csalásokban való közreműködéséért hat év börtönbüntetésre ítélték.

<sup>264</sup> Sarbanes-Oxley Act 802. §

<sup>265</sup> Szó szerinti fordításban sípoló, sípfúvó; olyan alkalmazott, aki a társaság csalárd ügyeire vonatkozóan bizonyítékot mutat fel.

<sup>266</sup> Sarbanes-Oxley Act 806. §

<sup>267</sup> Sarbanes-Oxley Act 903. §

<sup>268</sup> Lásd ROMANO, Roberta, *The Sarbanes-Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance*, Yale Law Journal (2004- 2005) Vol. 114. 1521-1611. old.

beszélnek, amelyhez az Egyesült Államokban csupán az 1930-as évek értékpapírjogi és tőkepiaci reformjai foghatók.

Az európai társaságok részéről gyakori kritika, hogy a törvény *extraterritoriális hatálya* révén őket is olyan problémák érintetteivé teszi, amelyek sajátosan amerikai karakterűek. A törvény hatálya ugyanis nem csak az amerikai társaságokra terjed ki, de minden olyan nyilvánosan működő részvénytársaságra, amely az amerikai értékpiacon jegyezteti magát. Ebből következően a jogszabály hatásainak még magyar vonatkozása is van, hiszen a *Deutsche Telekom Csoport* tagjaként működő *Magyar Telekom* 1997 óta a New York-i értéktőzsdén is jelen van.

Ez az álláspont nyilvánvalóan túloz, hiszen vállalati csalások mindenhol voltak már –és minden bizonnyal lesznek is. A *Parmalat* európai botrányát például az üzleti jogi közvélekedés –ahogy említettük, kissé rosszmájúan– *Európa Enron-botrányának* is nevezi.<sup>269</sup> Arról van inkább szó, hogy az amerikai értékpiacon kívánczó európai vállalatok kifejezett nehézségként élik meg a törvény által előírt szigorú követelményeket.

Kétségtelen, hogy az amerikai és az európai megoldások sokszor nem állnak összhangban egymással. Több kritika is illeti a törvényt azon az alapon, hogy a vállalatoknak, amelyek az amerikai és európai értékpiacon is jelen vannak, mindkét követelményrendszernek egyszerre kell megfelelniük. A *SOX* törvény például megtiltja, hogy a munkavállalók képviseltessék magukat a felügyelő bizottságban, az igazgatóságban, avagy más bizottságokban. Ennek indokaként függetlenségük hiányát jelöli meg. Ez a megoldás éppen ellentétes azzal, amit az Európai Unió országai alkalmaznak.<sup>270</sup>

A legkiemeltebb kritika tárgyát talán a belső kontroll (internal control) szabályai képezik, vagyis a *SOX* törvény rettegett 404. szakasza. A rendelkezésből fakadó kötelezettségek éves szinten óriási költségeket jelentenek a vállalatok számára, míg a könyvvizsgáló cégeknek profitnövekedést hoznak. Számos vállalat menedzsmentje kritizálja a törvényt azon az alapon, hogy profitjuk jelentős részét játssza át a könyvvizsgáló cégeknek –azoknak a könyvvizsgáló cégeknek, amelyek a vállalati botrányokban maguk is érintettek voltak.

Az üzleti élet gyakorlatában gyakran felmerülnek olyan álláspontok is, amelyek értelmetlennek tartják az ötévenkénti könyvvizsgáló cserét. Ezek szerint ez csak felesleges akadozást jelenthet a könyvvizsgáló menetében, ráadásul az üzleti élet csúcsein úgyszólván több irányú elkötelezettség állhat fenn a kibocsátók és a könyvvizsgálók között, amely a könyvvizsgáló cseréjét kellemetlen formalitássá teheti csupán.

A törvény hatálya alá tartozó kisebb társaságok, illetve az azokat tömörítő Kereskedelmi Kamara (*Chamber of Commerce*) azon az alapon kritizálja a törvényt, hogy amit a legnagyobb vállalatok az ezredfordulón elkövettek, annak most ők isszák meg a levét. A nagy vállalkozások –és az őket tömörítő Üzleti Kerekasztal (*Business Roundtable*)– ugyanis készségesebbnek mutatkoztak a törvénynek történő megfelelést illetően, mintegy demonstrálva, hogy ők elhatárolódnak a vállalati botrányok érintettjeitől.

---

<sup>269</sup> Lásd SOLTENBERG, Clyde – LACEY, Kathleen A. – CRUTCHFIELD GEORGE, Barbara – CUTHBERT, Michael, *A Comparative Analysis of Post-Sarbanes-Oxley Corporate Governance Developments in the US and European Union: The Impact of Tensions Created by Extraterritorial Application of Section 404*, *American Journal of Comparative Law* (2005) Vol. 53. 459. old.

<sup>270</sup> Lásd MOSSOS, Elias, *Sarbanes-Oxley Goes to Europe: A Comparative Analysis of United States and European Union Corporate Reforms After Enron*, *Currents International Trade Law Journal* (2004) Vol. 13. 10. old.

Végezetül számos kritika alapul azon a körülményen, hogy a törvény a vállalati csalások konkrétumaiból általánosít, sokszor túlzott mértékben is.

#### IV. A globális pénzügyi válság perspektivikus kérdései az Egyesült Államokban

A 2007-ben kirobbanó pénzügyi válság hatalmas érdeklődésre tart számot és hatásait tekintve a mai napig kérdéses, hogy újra ki tudja-e nőni magát globális gazdasági dekonjunktúrává, esetleg válsággá? Amint azonban láthattuk, az ezredfordulót követően nem ez az első nagyvolumenű recesszió a világ tőzsdéin. 2002-ben az amerikai *dotcom buborék* kipukkadásával világossá vált, hogy az addig megállíthatatlannak tűnő növekedést felmutató informatikai szektor papírjai már túlértékelték a piacokon. Az ágazati buborék (*tech bubble*) kipukkadásának globális kiterjedésű tőzsdeválság lett az eredménye, ami igen nagy részben köszönhető annak, hogy a legnagyobb pénzügyi intézetek és vagyongazdálkodók hatalmas pénzeket fektettek az ágazat papírjaiba. Az Egyesült Államokban a legnagyobb vállalatok közé tartozó Enron és Worldcom vagyongazdálkodók is eszközöltek ilyen befektetéseket, emellett pénzügyi beszámolóik meghamisításával sokáig el is tudták tüntetni veszteségeiket befektetőik elől. A leányvállalatokkal folytatott üzletek és áttekinthetetlen tranzakciók háttérben a minél nagyobb profit kimutatásának szándéka állott. Ugyanis csak ez alapozhatta meg a vállalat részvényeinek tőzsdei szárnyalását, amely elengedhetetlen volt a vállalati felsővezetőknek ahhoz, hogy részvényeseik bizalmát elnyerjék és hatalmas bónuszokat és jutalmakat megszavaztassák velük.

A 2002-es amerikai *dotcom buborék* hangos kipukkadását követően a globális értékpiacon konjunktúrája 2007 nyarán érte el a csúcspontját. Ezen a nyáron azonban a növekedő trend már visszafordult, mivel az Egyesült Államok másodlagos jelzáloghitel piacról rossz hírek érkeztek, amelyek végül elvezettek a világszerte nagy tőzsdei pánikot okozó *subprime válsághoz*, amely 2008 őszére globális pénzügyi válsággá nőtte ki magát.

A válság kiindulásának háttérben az Egyesült Államok ingatlanpiacán folytatott liberális hitelezési gyakorlat állt. Az optimizmus azon a téves meggyőződésen alapult, hogy az addig meredeken felfelé ívelő ingatlanárak továbbra is hasonló ütemben fognak növekedni. Ez a pénzügyi intézeteket arra ösztönözte, hogy az egyszer már jelzáloggal terhelt ingatlanra további, –másodlagos– jelzálogkölcsönt bocsássonak rendelkezésre, amelynek fedezetét az ingatlan jövőbeni árfolyamnövekedése képezte volna. Itt ki kell térnünk a kockázatelemzés és a hitelminősítés kudarcára is, hiszen az ilyen kölcsönök címzettjei között nagy számban akadtak olyan alacsony jövedelmű ügyfelek, akik más esetben nem minősültek volna hitelképesnek. Az így rendelkezésre bocsátott kölcsönök jogosultjai a pénztöbbletet igen nagy arányban próbálták tőzsdei befektetések formájában kamatoztatni, illetve fogyasztásra szánták. Tulajdonképpen –a széles körben elterjedt nézetet osztva– azt is mondhatjuk, hogy az Egyesült Államok lakossága többet költött, mint amennyit megkeresett, ezt pedig részben jelzálogkölcsönökből finanszírozta.

A hitelek folyósító pénzügyi intézetek ezeket a követeléseiket értékpapírosították, majd pénzügyi termékeiket piacra dobták likviditásuk további növelése érdekében. Az értékpapírokat minősítését elvégző hitelminősítő cégek (*pl. S&P, Moody's, Fitch*) tevékenységét azóta súlyos kritikák érték. Ők ugyanis készek voltak a legjobb minősítést is megadni jelzáloghitelen alapuló értékpapírokra, vizsgálatuk azonban nem

volt kellőképpen körültekintő, sokszor csak a kibocsátók által készített –és utólag tévesnek bizonyult– kockázatelemzésen alapult. Szintén elmarasztható a könyvvizsgálók tevékenysége. Az események arra engednek következtetni, hogy a csillagászati összegű megbízási díjak fejében ismét készek voltak az általuk ellenőrzött kibocsátók utasításai szerint eljárni. Ez a *Sarbanes-Oxley Act* alkalmazásának egyik legnagyobb kudarcként is felfogható, hiszen a törvény kiemelt figyelmet fordított a könyvvizsgálócégek felügyeletének megteremtésére.

Ezek az értékpapírok nagyforgalmú spekulatív kereskedelem tárgyát képezték, amelynek alanyai között számos –akkor még gyanútlan– kisbefektető is volt. Az értékpapírok kibocsátása leányvállalatokon, általában speciális célú jogalanyokon – úgynevezett *SPE*-ken– keresztül történt, amely visszautal a 2002-es amerikai vállalati botrányokra (*Enron, Worldcom*), mivel a csalárd tranzakcióik alanyai szintén speciális célú jogalanyok voltak. A speciális célú jogalanyokkal lebonyolított üzletek a *dotcom* és a *subprime* buborékok keletkezésének egyaránt fontos indokát jelentették, mivel az így keletkezett profitot a vállalatok feltüntették a beszámolóikban, ellenben a veszteségek jelentős részét nem konszolidálták a jelentésekbe. Ez a lépés sokszor a hatályos számviteli szabályozás figyelmen kívül hagyásával (de legalább is túlzottan rugalmas értelmezésével) történt. A *Sarbanes-Oxley Act* rendelkezései ebben a tekintetben nem tudták megakadályozni, hogy a történelem megismételje önmagát.

A másodlagos jelzáloghitel-piac pénzügyi termékeinek kereskedésében 2007. nyarára megtört az optimizmus. A jelzálogkölcsonöket felvevők táborában egyre növekedett azoknak az ügyfeleknek a száma, akik fizetéseképtelenné váltak és nem tudtak teljesíteni. Ez arra készítette a bankokat, hogy érvényesítsék a jelzálogokat. A hirtelen megnövekedett kínálat viszont lenyomta az amúgy is megtorpanni látszó ingatlanárakat. A pénzügyesek szerették volna megelőzni a piacon kialakuló pánikot, ezért elkezdtek garanciákat nyújtani a subprime portfóliókon alapuló értékpapírokra, amelyeket a már említett speciális célú jogalanyokon keresztül hoztak forgalomba. Ennek a döntésnek azonban súlyos számviteli jogi konzekvenciája volt, nevezetesen hogy a speciális célú jogalanyok veszteségeit immár konszolidálni kellett a beszámolóikba, vagyis a mérlegen kívüli tételek vissakerültek a saját mérlegükbe. Ez tulajdonképpen a 2002-es vállalati csalások sémájának megisméltése volt, ami arra utal, hogy az azokat követő *Sarbanes-Oxley* reform mégsem tudta orvosolni a problémákat. (Emellett a pénzügyi felügyeleti rendszer sem működött kifogástalanul.)

A válság elmélyülését és a kezdeti nagyságrendek átlépését a származtatott (derivatív) ügyletek széleskörű elterjedése jelentette. A nagy tőkeáttétek alkalmazása és a már-már követhetetlen tranzakciók révén a kockázat –végső soron a veszteség– globális viszonylatban történő szétterítéséről beszélhetünk.

Természetes, hogy ebben a gazdasági környezetben globálisan megjelenő kérdés volt a felelősség kérdése. Felmerült a politika felelőssége, nevezetesen hogy a vállalati lobbik és juttatások hatására enyhe jogi szabályozás születik. Amint azonban láthattuk a *Sarbanes-Oxley Act* születésének időpontjában globális mércékkel mérve is kifejezetten szigorú szabályozásnak számított. Ez arra enged következtetni, hogy nem a jogszabály tartalma, hanem alkalmazása, betartása lehet az, ami igazán problematikus.

Igazságtalan lenne azonban, ha a pénzügyi válság kialakulásáért *kizárólag* a törvényi szabályozás elégtelenségét okolnánk. A törvényi szabályozás kritikáján túlmenően ugyanis meg kell említeni, hogy a pénzügyi felügyeleti rendszer hiányosságai is figyelemre méltók az Egyesült Államokban. Példának okáért a válság egyik legfrisebb – és hatalmas publicitást nyert– etüdjé, a *Bernard Madoff* nevéhez fűződő befektetési

botrány pontosan ehhez a kérdéskörhöz vezet vissza minket. A botrányhoz kapcsolódóan olyan intézményi befektetők neve is szóba jött –károsultként–, akik globálisan is a legnagyobbak között szerepelnek. *Madoff* ugyanis nem fektette be a rá bízott vagyoni eszközöket, hanem az új befektetésekből fizette ki régebbi ügyfeleit. Ezzel a módszerrel 50 milliárd dollár volumenben a világtörténelem eddigi legnagyobb *piramisjátékát* bonyolította le. Ennek kellő időben történő észrevétele pedig már korántsem a befektetővédelem törvényi szabályozásán áll vagy bukik. Elégséges lett volna az értékpapír állomány összevetése a befektetett pénzeszközökkel, annak megállapításához, hogy *Madoff* befektetései mennyire hatékonyak. Ennek elmulasztása (és a hasonló esetek) nem írhatók a befektetővédelmi jogszabályok (*pl. Sarbanes-Oxley Act*) hiányosságainak terhére.

### III. Fejezet:

## A felelős társaságirányítás és a társasági jog harmonizációja az Európai Unióban

### I. A *corporate governance* európai arculata

Első pillantásra egyáltalán nem ígérkezik könnyű vállalkozásnak, hogy áttekintsük a felelős társaságirányítás normatív hátterét Európában. Nehezen definiálható jelenségkör szabályozási bázisáról van szó, amelyhez, az Európai Unió és a tagállamok is egyaránt körülményes szabályozási koncepcióval viszonyulnak. Amennyiben ehhez még azt is hozzátesszük, hogy a kimondottan *corporate governance* karakterű szabályanyag és az azt keretbe foglaló *társasági és tőkepiaci jogi* környezet határai is összemosódnak, úgy megállapíthatjuk, hogy az átfogó elemzés másodjára sem kínálkozik könnyebbnek. A társasági jogi alapok európai harmonizációja önmagában is meglehetősen nehézkes. Jól illusztrálja ezt, ha felidézzük a nyilvános vételi ajánlatról szóló 2004/25/EK irányelv (*Directive on Takeover Bids*) elfogadását megelőző hosszú folyamatot. A kezdetben kötelezőnek szánt rendelkezések (pl. az áttörési szabály, vagyis *breakthrough rule*) tagállami alkalmazhatóságával kapcsolatban súlyos problémák merültek fel.<sup>271</sup>

Emellett bizonyos karakteresen *corporate governance* arculatú szabályok az EU iránymutatásai alapján nem kötelező –jogszabályi– úton, hanem ajánlások formájában kerültek átvételre a tagállamokban, mint a legjobb üzleti gyakorlatra vonatkozó ajánlások (*Codes of Best Practices*).<sup>272</sup> Mindezekről bővebben munkánk negyedik fejezetében esik szó, de az alkalmazásuk melletti állásfoglalásra –a jogszabályi úttal szemben– már a társaságirányítás európai színterén sor került.

A magunk részéről kételkedünk abban, hogy egy olyan összetett jelenségkör, mint a *corporate governance*, hatékony szabályozási alapokat nyerhet az Unió jogalkotási praxisában. Úgy gondoljuk, hogy kételkedésünk megalapozott, hiszen a jog szabályozóereje még az interdiszciplináris szakterület részterületeit sem tudja átfogni (pl. a társasági jog harmonizációja.) Emiatt ebben a fejezetben –noha jobbító szándékkal, de mégis határozottan– igyekeznünk kell rámutatni azokra az összefüggésekre, amelyek az EU jogalkotás gyengélkedéséből adódóan a jog szabályozóerejének deficitjét képezik a *corporate governance* vonatkozásában.

Egyelőre a kiindulásunk alapját képezik a szabályozást motiváló események. Az európai tőkepiaci viszonyok karaktere a tagállamokban (pl. a koncentrált tulajdonosi struktúra és az intézményi befektetők domináns szerepe) szükségszerűen eltérő megoldásokat diktál az Egyesült Államokban tapasztaltaktól. Abban viszont hasonlóságra bukkanunk, hogy a vállalati botrányok a felelős társaságirányítás európai szabályozási hátterének is kiemelkedő motivációi voltak. Nem teljesen úgy, ahogyan az

---

<sup>271</sup> E jogalkotás részletes történeti áttekintése szempontjából lásd EDWARDS, Vanessa, *The Directive on Takeover Bids – Not Worth the Paper It's Written On?* European Company and Financial Law Review (2004) Vol. 1, 416-439. old.

<sup>272</sup> Lásd WYMEERSCH, Eddy, *Implementations of the Corporate Governance Codes*, 403-419. in CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US (Szerk.: HOPT, Klaus J. – WYMEERSCH, Eddy – KANDA, Hideki – BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009) 403-419. old.

Egyesült Államokban,<sup>273</sup> de mégis hasonlóan. Célszerűnek tűnik, hogy először ezeket a vállalati botrányokat elevenítsük fel, miután hatásukra az EU is egyre nagyobb figyelmet fordított a jogszabályok és a megfelelő gyakorlat garanciális jelentőségére. A francia *Vivendi Universal* vállalat áttekinthetetlen könyvelésével és csillagászati összegű díjazásaival hívta fel magára a figyelmet. A *Marconi* botrányai Nagy-Britanniában borzolták a kedélyeket. Az ír *Elan* befektetői szintén a „kreatív könyvelés” megoldásaitól szenvedtek. A német *Deutsche Telekom* tartozásaival hívta fel magára a figyelmet. A svéd *ABB* vállalat „arany ejtőernyője”<sup>274</sup> szintén felháborodást keltett a befektetők körében. A holland *Royal Ahold* 2001-2002-ben 500 millió dollárral értékelte felül a bevételeit.<sup>275</sup> Végül igen kétes dicsőség, hogy az olasz *Parmalat* botránya világszerte az egyik leginkább elhíresült európai vállalati botrányává vált és „az európai Enron-botrányként”<sup>276</sup> is emlegetik.<sup>277</sup>

### 1) A Parmalat botrány

Az „európai Enron-botrányak” nevezett *Parmalat-botrány* jelentős mértékben ösztönözte az európai társasági jog és *corporate governance* normák fejlődését, fejlesztését. Az amerikai *Enron* és *Worldcom* botrányokhoz hasonlóan, a *Parmalat* befektetői és hitelezői is meglehetősen nyílt és arcátlanul végrehajtott csalárdsággal szembesülhettek. Ezzel összefüggésben érdekesnek tűnik felidézni *David A. Skeel Jr.*<sup>278</sup> megállapítását, aki a *Harvard Law Review* hasábjain jegyezte meg, hogy a *Parmalat-botrány* inkább pimaszságában, mintsem összetettségében tekinthető figyelemreméltónak.<sup>279</sup> A megállapítás voltaképpen utalás a témával részletesen foglalkozó *Guido Ferrarini* és *Paolo Giudici* gondolataira, akik szerint „*e családok technikai értelemben igen egyszerűek voltak. A Parmalat elrejtette a veszteségeit, túlértékelte vagyonát, illetve kimutatott nemlétező vagyoni eszközöket, alulértékelte az adósságait és vagyoni eszközöket játszott át a Tanzi család*<sup>280</sup> *tagjainak.*”<sup>281</sup> Ebben a tekintetben nem sok különbséget találhatunk az amerikai botrányokhoz képest.<sup>282</sup>

<sup>273</sup> Lásd CLARK, Robert C., *Understanding and Resolving Crisis-Generated Corporate Governance Reform*, *Corporate Governance Law Review* (2005) Vol. 1. 456-498. old.

<sup>274</sup> A „golden parachute”, azaz „arany ejtőernyő” olyan klauzula a vezető tisztségviselő szerződésében, amely biztosítja számára, hogy ha vállalatszerzés esetében megszűnne a jogviszonya, csillagászati összegű juttatásra tarthat számot.

<sup>275</sup> Lásd MOSSOS, Elias, *Sarbanes-Oxley Goes to Europe: A Comparative Analysis of United States and European Union Corporate Reforms After Enron*, *Currents International Trade Law Journal* (2004) Vol. 13, 9. old.

<sup>276</sup> Lásd STORELLI, Claudio, *Corporate Governance Failures – Is Parmalat Europe’s Enron Scandal?* *Columbia Business Law Review* (2005) 765-826. old.

<sup>277</sup> Lásd SOLTENBERG, Clyde – LACEY, Kathleen A. – CRUTCHFIELD GEORGE, Barbara – CUTHBERT, Michael, *A Comparative Analysis of Post-Sarbanes-Oxley Corporate Governance Developments in the US and European Union: The Impact of Tensions Created by Extraterritorial Application of Section 404*, *American Journal of Comparative Law* (2005) Vol. 53. 459. old.

<sup>278</sup> A University of Pennsylvania S. Samuel Arshat társasági jog professzora.

<sup>279</sup> Lásd SKEEL, David A. Jr., *Book Review – Governance in the Ruins – Law and Capitalism: What Corporate Crisis Reveals About Legal Systems and Economic Development around the World* (Curtis J. Milhaupt & Katharina Pistor. 2008, Chicago-London. The University of Chicago Press), *Harvard Law Review* (2009) Vol. 122. 728. old.

<sup>280</sup> A *Parmalat* tulajdonosi struktúrájában meghatározó (fő részvényesi) szerepet betöltő Tanzi dinasztia.

<sup>281</sup> Lásd FERRARINI, Guido – GIUDICI, Paolo, *Financial Scandals and the Role of Private Enforcement*:



Ezen kívül a *Parmalat-botrány* időben is szorosan követte az *Enron*<sup>283</sup> és a *Worldcom*<sup>284</sup> botrányokat. Ennek köszönhetően egybeesett azzal az időszakkal is, amikor a felelős társaságirányítás jogintézményi hátterének reformja globális és európai szinten egyaránt a figyelem középpontjába került. A fentebb idézett megállapítások arra utalnak, hogy nagyon is helyénvalónak mutatkozik eredeti kérdésfelvetésünk: valójában milyen szerepet tölt be a felelős társaságirányítás szempontjából a jogszabályi háttér, és milyen terjedelemben érvényesül a jog szabályozóereje? Célunk ebben a fejezetben nem –valamiféle közvetlen– kapcsolat kimutatása a *Parmalat-botrány* és az európai *corporate governance* normák alkotása között, még kevésbé bizonyítani, hogy a *Parmalat botrány* (vagy más európai botrányok) kizárólagos elindítói lettek volna e jogterület felértékelődésének. Az ilyen állításokat a tények önmagukban is megcáfolnák, hiszen a fokozódó figyelem mind Uniós, mind tagállami szinten kimutatható volt már e botrányok kirobbanása előtt. (Gondoljunk csak arra, hogy a holland professzor, *Jaap Winter* által vezetett *Highlevel Group of Company Law Experts* már 2002-ben megtette jelentését, a *Robert Maxwell* féle vállalati botrányok hatására pedig már 1992-ben sor került az Egyesült Királyságban a *Cadbury Bizottság* ajánlásainak kidolgozására.)

A *Parmalat-botrány* és az európai csalások felidézésével most csak az alaphangot szeretnénk megadni, bizonyítva, hogy a jogi szabályozás Európában is elégtelennek bizonyult és a vállalati botrányok által érintett jogterületek átfogó reformja és harmonizációja kiemelt fókuszba került.

Áttekintésünket érdemes a kezdetektől indítani. A *Parmalatot* 1961-ben alapították az észak-olaszországi *Parma* melletti *Collecchioban*.<sup>285</sup> E társaság egy elismert élelmiszerkereskedő dinasztia vállalkozásaként volt számon tartva, amely főként *prosciutto* előállításban volt érdekelt. A vállalat sikerét az 1960-as években alapozta meg *Calisto Tanzi* vezérletével. A társaság látványos sikereket ért el a tejiparban, amely nagy részben volt köszönhető az általa kifejlesztett új *Tetra Pak* csomagolási technikának. A *Parmalatot* üzleti sikerei piacvezető pozícióba emelték Olaszországban. Az 1980-as években *Tanzi* felvásárolta az *Odeon TV-t*, amely katasztrofálisan rossz befektetésnek bizonyult és amelyet titokban a *Parmalat* pénzeszközeiből segített ki. Emellett a *Parmalat* az élelmiszeripar területén is dinamikusan terjeszkedett: ivóleveket és pékárúkat állított elő. A *Parmalatnál* a vállalati marketing fő eszközét mindig is a sport jelentette. E stratégia legfontosabb eleme a *Parma* futball csapatának megvásárlása volt (emellett érdekes, hogy az 1990-es évben a magyar szurkolók is emlékezhetnek a *székesfehérvári Parmalat FC* nevére.)<sup>286</sup>

---

*The Parmalat Case*, in AFTER ENRON: IMPROVING CORPORATE LAW AND MODERNISING SECURITIES REGULATION IN EUROPE AND THE U.S. 2006 (Szerk.: ARMOUR, John – MCCAHERY, Joseph A.) 168-169. old.

<sup>282</sup> Lásd STORELLI, Claudio, *Corporate Governance Failures – Is Parmalat Europe’s Enron Scandal?* Columbia Business Law Review (2005) 791-826. old.

<sup>283</sup> Lásd HEALY, Paul M. – PALEPU, Krishna G., *The Fall of Enron*, Journal of Economic Perspectives (2003) Vol. 17. No. 2. 3-26. old.

<sup>284</sup> Lásd BERESFORD, Dennis R. – KATZENBACH, Nicholas de B. – ROGERS, C. B., Jr., *Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of Worldcom INC.* Counsel: Wilmer, Cutler&Pickering, Accounting Advisors: Pricewaterhouse Coopers LLP. (2003. március. 31.) 1-340. old.

<sup>285</sup> Lásd STORELLI, Claudio, *Corporate Governance Failures – Is Parmalat Europe’s Enron Scandal?* Columbia Business Law Review (2005) 769. old.

<sup>286</sup> Lásd FERRARINI, Guido – GIUDICI, Paolo, *Financial Scandals and the Role of Private Enforcement:*

A *Parmalat* soha sem szolgált bőkezű információkkal befektetői számára, vagyis működése nem volt kellőképpen transzparens. Gyarapodása ezzel szemben látványos volt, amely az elemzőket arra készítette, hogy a hiányosan közzétett információkat, ha a saját elgondolásaik szerint is, de mindenképpen optimistán értelmezzék.<sup>287</sup> A vállalat növekvő adósságállományát példának okáért azzal magyarázták, hogy a társaság ily módon csökkenté adóalapját. E találgatások azonban nem voltak helytállóak, amin nem csodálkozhatunk, hiszen a *Parmalat* által közzétett információk alapján a fontos részletek sem voltak felderíthetők. A pontos elemzést tovább nehezítette az a tény is, hogy a *Parmalat* konzernjogi értelemben egy rendkívül összetett vállalatcsoportként működött.<sup>288</sup>

Az igazi problémák a *Parmalat* esetében is a részvények tőzsdei teljesítményének gyengülésével kezdődtek. Ez egyáltalán nem meglepő, miután a vállalat Olaszország egyetlen globális szinten is széles tulajdonosi struktúrával rendelkező társasága volt. Tekintve, hogy a *Parmalat* milyen nagy hatást gyakorolt a társaságirányítási intézmények újragondolásában (pl. *transzparencia irányelv*), többre nincs is szükségünk, hogy megcáfoljuk azokat, akik az európai társaságirányítás problémáit kizárólag a koncentrált részvénytulajdon és az intézményi befektetők teljes túlsúlyában keresik.

2003-ban rossz hírek kezdtek terjedni a piacon, amelyek szerint a *Parmalat* újabb hitelt vett fel, még hozzá meglehetősen kedvezőtlen kondíciókkal. Természetesen ez a hír a részvényárfolyamra is rossz hatással volt. Az olasz értékpapír felügyelet (a *Consob*) információkat követelt,<sup>289</sup> nyomást gyakorolva a *Parmalat* könyvvizsgálóira. Az eredmény nem volt túlságosan biztató, miután a külső könyvvizsgáló, a *Deloitte Touche Thomatsu* kijelentette, hogy nem képes hitelt érdemlő információkkal szolgálni egy – a *Parmalat* társkeszelésében lévő pénzügyi alap – valós értékéről. Erre az időszakra tehető, hogy feltérképeződtek a *Parmalat* gyanús pénzügyi tranzakciói. Ezek közül kiemelkedően hírhedtté váltak a *Buconero*<sup>290</sup> néven ismert vállalattal kötött ügyletek.<sup>291</sup> A vállalati csalások sokszor ironikus módon olyan elnevezésű

---

*The Parmalat Case*, in AFTER ENRON: IMPROVING CORPORATE LAW AND MODERNISING SECURITIES REGULATION IN EUROPE AND THE U.S. 2006 (Szerk.: ARMOUR, John – MCCAHERY, Joseph A.) 159-165. old.

Lásd még SKEEL, David A. Jr., *Book Review – Governance in the Ruins – Law and Capitalism: What Corporate Crisis Reveal About Legal Systems and Economic Development around the World* (Curtis J. Milhaupt & Katharina Pistor. 2008, Chicago-London. The University of Chicago Press), Harvard Law Review (2009) Vol. 122. 727. old.

<sup>287</sup> Lásd STORELLI, Claudio, *Corporate Governance Failures – Is Parmalat Europe's Enron Scandal?* Columbia Business Law Review (2005) 769-780. old.

<sup>288</sup> Lásd MCCAHERY, Joseph A. – VERMEULEN, Erik P. M., *Corporate Governance Crisis and Related Party Transactions: A Post Parmalat Agenda*, 215-245. in CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US (Szerk.: HOPT, Klaus J. – WYMEERSCH, Eddy – KANDA, Hideki – BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009) 216-217. old.

<sup>289</sup> Lásd MCCAHERY, Joseph A. – VERMEULEN, Erik P. M., *Corporate Governance Crisis and Related Party Transactions: A Post Parmalat Agenda*, 215-245. in CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US (Szerk.: HOPT, Klaus J. – WYMEERSCH, Eddy – KANDA, Hideki – BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009) 226. old.

<sup>290</sup> Lásd STORELLI, Claudio, *Corporate Governance Failures – Is Parmalat Europe's Enron Scandal?* Columbia Business Law Review (2005) 787-788. old.

<sup>291</sup> Lásd MCCAHERY, Joseph A. – VERMEULEN, Erik P. M., *Corporate Governance Crisis and Related Party Transactions: A Post Parmalat Agenda*, 215-245. in CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US (Szerk.: HOPT, Klaus J.-

leányvállalatok közreműködésével valósulnak meg, amelyek sokszor tanulságosak, sokszor egyszerűen csak megmosolyogtatók. Ebben az esetben az előbbiről beszélhetünk, hiszen a *Buconero* jelentése „Fekete lyuk”.

A *Parmalat* fizetésképtelenségére 2003 decemberében derült fény egy értékpapír kibocsátással összefüggésben. Egy *cayman-szigeteki* leányvállalatban fennállónak vélt 3,95 milliárd euró értékű részesedésről kiderült, hogy csak illúzió, miáltal az annak értékesítésére tett utolsó kísérlet is kudarcba fulladt. 2003. december 27-én, a valaha szebb napokat látott vállalatóriás csődöt jelentett<sup>292</sup> és a két héttel korábban lemondott *Tanzi* ugyanezen a napon börtönbe vonult.<sup>293</sup>

A könnyen levezényelt csalások okai ismerősek lehetnek az amerikai vállalati botrányok forgatókönyvéből. Figyelemreméltó körülmény, hogy a *Parmalat* igazgatótanácsának a legjobb időszakban is *csak három* független tagja volt, emiatt a felügyeleti funkciók lényegében nem működtek. Íme tehát egy kitűnő példa arra, hogy az új botrány tapasztalatai miként irányítják a figyelmet ismételen egy korábbi problémára és miként épülnek be a tapasztalatok közé. Mind az európai tagállami szintű szabályozás (pl. a brit *Combined Code on Corporate Governance* ajánlásai), mind az EU jóval korábban felfigyelt már a független igazgatók növekvő szerepére. Azonban a Bizottság *nem ügyvezető igazgatókra és felügyelőbizottsági tagokra vonatkozó 2005/162/EK ajánlásában* már a *Parmalat* botrány tapasztalatai is visszaköszönek az előbbieket mellett, arról nem is beszélve, hogy a jogalkotás *folyamatát* a botrányok milyen mértékben képesek befolyásolni.

A *Parmalat* összeomlását követő időszakban arra is fény derült, hogy a társaság belső és külső<sup>294</sup> könyvvizsgálata egyaránt sok kívánnivalót hagyott maga után. A vállalt vezetőinek a könyvvizsgálókkal történő összejátszása, mint gyanú, ebben az esetben is felmerült. Habár az olasz jogszabályi háttér a külső könyvvizsgáló rotációjára

---

WYMEERSCH, Eddy – KANDA, Hideki – BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009) 216-217. old.

<sup>292</sup> Lásd MCCAHERY, Joseph A. – VERMEULEN, Erik P. M, *Corporate Governance Crisis and Related Party Transactions: A Post Parmalat Agenda*, 215-245. in CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US (Szerk.: HOPT, Klaus J. – WYMEERSCH, Eddy – KANDA, Hideki – BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009) 215-216. old.

<sup>293</sup> Lásd SKEEL, David A. Jr., *Book Review – Governance in the Ruins – Law and Capitalism: What Corporate Crisis Reveal About Legal Systems and Economic Development around the World* (Curtis J. Milhaupt & Katharina Pistor. 2008, Chicago-London. The University of Chicago Press), Harvard Law Review (2009) Vol. 122. 727-728. old.

Lásd még MCCAHERY, Joseph A. – VERMEULEN, Erik P. M, *Corporate Governance Crisis and Related Party Transactions: A Post Parmalat Agenda*, 215-245. in CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US (Szerk.: HOPT, Klaus J. – WYMEERSCH, Eddy – KANDA, Hideki – BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009) 226. old.

<sup>294</sup> Az olasz jogszabályi háttér előírja, hogy a társaságoknak belső és külső könyvvizsgálót is alkalmazni kell. A belső könyvvizsgálót a részvényesek választják. Miután azonban számos olasz vállalatnak van jelentős többségi tulajdonosa (részvényese), a belső könyvvizsgáló többnyire ezzel a tulajdonossal ápol bizalmi kapcsolatot. A külső könyvvizsgálót három egyenként három éves ciklusra lehet kinevezni. Ez azt jelenti, hogy legkésőbb kilenc év elteltével a külső könyvvizsgálót *ex lege* le kell cserélni. Elviekben ez a csere gátat szabhatott volna a Parmalat csalásoknak, tekintve hogy a caymanszigeteki leányvállalat megalapítására csupán a könyvvizsgáló csere után került sor. Azonban a gyakorlat ebben az esetben is igazolta, hogy a jogszabályok kijátszhatók.

kényszerítette a vállalatot, ez nem akadályozta a formálisan leköszönt eredeti könyvvizsgálót (*Grant Thornton*), hogy továbbra is irányította az utódja munkáját.<sup>295</sup>

Ahogy a csalássorozat elemei feltárultak, a felelősök<sup>296</sup> ellen keresetek indultak az Egyesült Államokban és Olaszországban egyaránt. Az Egyesült Államokban 2003. december 30-án a tőzsdedefelügyelet (*Securities and Exchange Commission*) keresetet nyújtott be azoknak a befektetőknek az érdekében, akik a *Parmalat* 2003 augusztusa és novembere közötti tartozásainak károsultjai voltak. A pertársaság jogászai keresettel éltek *Tanzi* ellen, valamint *Fausto Tonna* pénzügyi igazgató (CFO) és *Gian Paolo Zini* ügyvéd ellen és azt állították, hogy a *Parmalat* pénzügyi beszámolóí félrevezető információkat tartalmaztak az adósságállomány vonatkozásában.<sup>297</sup>

Eközben a *Parmalat* fizetéseképtelenné vált és a leköszönő *Tanzit* a vállalat megmentése érdekében a korábbi tanácsadó *Enrico Bondi* követte, mint *CEO* a vállalat élén. *Bondit* Olaszország legkiválóbb vállalati reorganizációval foglalkozó szakembereként tartották számon, aki korábban a *Feruzzi* vállalatcsoport megmentésével szerzett magának hírnevet és a *Telecom Italia* élén korábban a *CEO* tisztséget is betöltötte egy rövidebb ideig.

A legfőbb akadályt a társaság átszervezésének útjába az olasz csődjog rendelkezései gördítették. Ehhez kapcsolódik, hogy a *corporate governance* jelenségköré Olaszországban mindig is centralizált jelleget hordozott. E centralizált karaktert a kormányzat és az olasz nagyvállalatokat kezükben tartó részvényesek kiegyenlített alkupozíciói alakították ki. E struktúra azonban szükség esetén nem kedvezett a rugalmas megoldásoknak. A *Parmalat* fizetőképességének helyreállítása a hatályos csődjogi szabályozás tükrében azért volt különösen nehéz, mert a bíróság törvényességi felügyeletének túlsúlya mellett csak korlátozott terjedelemben érvényesülhetett az érdekelt felek (pl. hitelezők) megállapodása a reorganizációs terv vonatkozásában. Ez jelentős mértékben megnehezítette a társaság tőkeszerkezetének hatékony átalakítását.

Egyik részről a *Parmalathoz* hasonló nagyvállalatok esetében a szabályozás előírta a menedzsment elmozdítását és ezzel egy időben *rendkívüli felügyelő biztos* kinevezését a társaság élére. Ez önmagában is megakadályozta volna, hogy az átszervezést *Bondi* menedzselje. Másik részről az olasz csődjogi szabályok nem engedték azt sem, hogy a társaság az adósság kompenzációjaként részvényeket bocsásson a hitelezők rendelkezésére. Ez a megszorítás pedig egyenesen lehetetlenné tett volna egy hatékony átszervezést, tekintettel arra, hogy e célra egyéb pénzügyi instrumentumok nem álltak rendelkezésre.

---

<sup>295</sup> Lásd FERRARINI, Guido – GIUDICI, Paolo, *Financial Scandals and the Role of Private Enforcement*:

*The Parmalat Case*, in AFTER ENRON: IMPROVING CORPORATE LAW AND MODERNISING SECURITIES REGULATION IN EUROPE AND THE U.S. 2006 (Szerk.: ARMOUR, John – NCCAHERY, Joseph A.) 167-174. old.

Lásd még SKEEL, David A. Jr., *Book Review – Governance in the Ruins – Law and Capitalism: What Corporate Crisis Reveal About Legal Systems and Economic Development around the World* (Curtis J. Milhaupt & Katharina Pistor. 2008, Chicago-London. The University of Chicago Press), Harvard Law Review (2009) Vol. 122. 728. old.

<sup>296</sup> Lásd STORELLI, Claudio, *Corporate Governance Failures – Is Parmalat Europe's Enron Scandal?* Columbia Business Law Review (2005) 804-806. old.

<sup>297</sup> Lásd SKEEL, David A. Jr., *Book Review – Governance in the Ruins – Law and Capitalism: What Corporate Crisis Reveal About Legal Systems and Economic Development around the World* (Curtis J. Milhaupt & Katharina Pistor. 2008, Chicago-London. The University of Chicago Press) Harvard Law Review (2009) Vol. 122. 728-729. old.

Az első akadály elhárítása érdekében az olasz kormány kiadott egy rendeletet, amely a *Parmalat* vonatkozásában speciális szabályokat állapított meg a társaságirányítás vonatkozásában. Ezek közül a legfontosabb volt, hogy a rendkívüli kormánybiztos kinevezését nem bírósági, hanem miniszteri hatáskörbe utalta, amely biztosította *Bondi* pozícióját. *Bondi* pedig arról is meggyőzte a törvényhozást, hogy engedélyezzék az adósság részvényekkel történő kiváltását, valamint hogy a felek nagyobb mozgásteret élvezhessenek a reorganizációs eljárásban és a hitelezők szavazhassanak a reorganizációs tervről. *Bondi* tehát ezeknek az alapelveknek mentén alakította ki stratégiáját: megegyezés a hitelezőkkel, hogy a társaság részvényekkel válthassa ki a tartozásait.

Emellett vagyoni eszköztárának bővítése érdekében *Bondi* arra törekedett, hogy érvényesítse igényeit a társaság könyvvizsgálóival és bankjaival szemben.<sup>298</sup> Kereseteit az amerikai értékpapírjog hatálya alatt nyújtotta be ellenük, azon az alapon, hogy részesei voltak a *Parmalat* korábbi csalárd ügyleteinek. Az olasz csődjog rendelkezései pedig lehetőséget kínáltak számára, hogy megpróbálja visszaszerezni a társaság azon kifizetéseit, amelyek a csőd beállta előtt kerültek teljesítésre.<sup>299</sup>

*Bondi* figyelemreméltó intézkedéseinek köszönhetően a társaságot sikerült megmenteni. Nem szabad azonban elfelejteni, hogy az intézkedéseket követően a *Parmalat* úgy lábat ki a csődből, mint Olaszország egyetlen igazán széles körben tulajdonolt részvénytársasága. Ez a tény viszont azt is valószínűsítette, hogy igen kedvező célpontot kínált az ellenséges vállalatfelvásárlási kísérletek (*hostile takeover*) számára. E tételt a gyakorlat is igazolta, hiszen az olasz *Granarolo* és a francia *Lactalis* élelmiszeripari társaságok egyaránt jelezték érdeklődésüket a *Parmalat* irányában.<sup>300</sup> Azonban az ajánlattevőknek –azok közül is főként az olaszoknak– szembe kellett nézniük két nagy nehézséggel. Egyik részről a *Parmalat* gazdálkodásában számottevő vagyoni értéket képeztek az említett peresített követelések. E követelések értéke viszont nem volt pontosan felbecsülhető. Másik részről az ajánlattevőnek számolnia kellett egy igen kézenfekvő –de az előbbinél jóval súlyosabb– problémával: aki a *Parmalatot* felvásárolta volna, jogutódként ellenséges kapcsolatokat örökölt volna, szinte az összes jelentős Olaszországban működő pénzügyintézzel. Tekintetbe véve az olasz vállalatok jelentős kitétségét a bankszektor irányába, a *Parmalat* követelésekből álló portfóliója nem tűnt éppen vonzó célpontnak.

Felismerve az akadályokat, az olasz ajánlattevő jogászai javasolták a *Parmalat* felosztását két társaságra, amelyek közül az egyik a peresített követeléseket tulajdonolta volna, míg a másik a társaság tényleges vagyonát kezelte volna. *Bondi* hevesen ellenállt mind a felvásárlásnak, mind pedig a társaság felosztására tett javaslatnak. Arra hivatkozott, hogy a vonatkozó olasz jogi szabályozás értelmében törvényellenes lett volna létrehozni egy olyan társaságot, amelynek vagyona kizárólag követelésekből áll. Az érvelés jogalapja éppenséggel vitatható volt, mindazonáltal elégségesnek bizonyult ahhoz, hogy a felvásárlót eltántorítsa szándékától. Úgy festett tehát, hogy a *Parmalat* egy praktikus és pillanatnyilag beágyazott *takeover védelemmel* rendelkezik. A védelem

<sup>298</sup> Lásd STORELLI, Claudio, *Corporate Governance Failures – Is Parmalat Europe's Enron Scandal?* Columbia Business Law Review (2005) 808. old.

<sup>299</sup> Lásd SKEEL, David A. Jr., *Book Review – Governance in the Ruins – Law and Capitalism: What Corporate Crisis Reveals About Legal Systems and Economic Development around the World* (Curtis J. Milhaupt & Katharina Pistor. 2008, Chicago-London. The University of Chicago Press) Harvard Law Review (2009) Vol. 122. 729-730. old.

<sup>300</sup> Lásd *Bondi voted in as Parmalat Boss* BBC NEWS, 2005. november 8. Elérhető: <http://news.bbc.co.uk/2/hi/business/4417196.stm>

azonban csak időleges volt: a pereskedések vége szükségszerűen e védelem megszűnését jelentette.<sup>301</sup>

A *Securities and Exchange Commission* a *Parmalat* társaságirányítási reformja érdekében –egyébiránt a *Worldcom*hoz nagyon hasonlóan– az értékpapírjogi csalásokra vonatkozó eljárás eszközeivel élt. A botrány előtt ugyanis a *Parmalat* irányítási rendszere a nyilvánosan működő olasz társaságok gyakorlatát követte: a koncentrált részvénytulajdoni hányadot kezében tartó család irányítása mellett az igazgatótanács tagjainak belterjes köre jellemezte. A *Securities and Exchange Commission* által indított eljárást lezáró határozat hatálya alatt azonban a *Parmalat* átalakította irányítási rendszerét, miáltal az közelített az angolszász társaságok irányítási szisztémájához. A társaság új alapszabálya már előírta, hogy az igazgatótanács tagjainak többsége független legyen, ráadásul rendelkezett az igazgatók szolgálati ciklusának időbeli terjedelméről is. Emellett a brit *Combined Code on Corporate Governance* megoldását az olasz gyakorlatba ültetve –egyébiránt az amerikai gyakorlattal ellentétesen– elválasztásra került a *CEO* és az elnök személye is. A határozat arra is kötelezte a vállalatot, hogy irányítási kódexet léptessen hatályba, továbbá hogy aktívabb bizottsági munka segítse az igazgatótanácsot. Ezt a célt szolgálta a belső kontroll rendszerért felelős bizottság (*Internal Control Committee*) és a társaságirányításért felelős bizottság (*Governance Committee*) létrehozása.

Ebben a folyamatban feltétlenül tetten kell érünk a globális tendenciát: a külföldi hatóságok hatását a vállalatok irányítási rendszerére. Ez a jelenség nem hagyható figyelmen kívül, tekintettel a globalizálódó pénzpiacokra, valamint arra is, hogy a domináns piacok (pl. Egyesült Államok) hatóságainak a szerepe felértékelődött.

Ugyanakkor hangsúlyoznunk kell, hogy a *Parmalat-botrányt* nem tekinthetjük Európa *Enron-botrányának*. Azért nem, mert Európában nem képzelhető el egy amerikai típusú vállalati botrány. Ennek az oka nem kizárólag a korábban említett különbségekben keresendő a részvényes struktúrák között, hanem az egységes társadalmi és gazdasági erőter hiányában is. Az Egyesült Államokban nemzeti ügy lehet abból, ami az EU-ban tagállami belügy. A média visszhang sem lehet azonos, mert az érdeklődés csak az adott tagállamban lehet maradéktalan. Ezek után természetes, hogy mind a jogalkotás válasza,<sup>302</sup> mind a társaságirányítás reformja más alapelvek szerint történt.

## 2) A Sarbanes-Oxley Act tényleg „Európába jött”?

Az Egyesült Államokban a 2002-es botrányok tanulságai a *Sarbanes-Oxley törvényben* csapódtak le. A reformok tartalmának egy része átszüremlett az európai országok és az EU szabályanyagába is. De vajon elképzelhető lenne egy „európai *Sarbanes-Oxley* szabályozás”? Az általánosan elfogadott és mindenki által ismert álláspont szerint: ilyesmire nem lehet kilátás.<sup>303</sup> A felelős társaságirányítás európai megközelítése

<sup>301</sup> Lásd SKEEL, David A. Jr., *Book Review – Governance in the Ruins – Law and Capitalism: What Corporate Crisis Reveals About Legal Systems and Economic Development around the World* (Curtis J. Milhaupt & Katharina Pistor. 2008, Chicago-London. The University of Chicago Press) Harvard Law Review (2009) Vol. 122. 730-731. old.

<sup>302</sup> Lásd MONTALENTI Paolo, *The New Italian Corporate Law: an Outline*, European Company and Financial Law Review (2004) Vol. 1. 371. old.

<sup>303</sup> Lásd MOSSOS, Elias, *Sarbanes-Oxley Goes to Europe: A Comparative Analysis of United States and European Union Corporate Reforms After Enron*, Currents International Trade Law Journal (2004) Vol. 13. 9-22. old. Elias Mossos tanulmányának címe: *A Sarbanes-Oxley Act Európába megy*. Mi a fejezet

merőben más, a centralizált szabályalkotás helyett az EU demonstratív rugalmassággal hagyja meg a tagállamok és az üzleti szféra mozgásterét e növekvő jelentőségű területen. A társasági jog harmonizációja során példának okáért szemtanúi lehetünk a flexibilis szabályok térnyerésének. 2002-ben a *Jaap Winter által* vezetett munkacsoport vállalatfelvásárlásról szóló jelentésében szereplő javaslatok egy része éppen a szabályok kötelező jellege miatt képezte vita tárgyát<sup>304</sup> és nem azok tartalma miatt.<sup>305</sup>

A kifejezetten társaságirányítási karakterű ajánlások alkotását a tagállamok szakértői bizottságaira hagyja az Unió, állást foglalva a „*comply or explain*” modell<sup>306</sup> mellett, melynek lényege: „*alkalmazkodni, illetve megmagyarázni (hogy miért nem)*”. Így van ez még akkor is, ha bizonyos tagállamok (például Németország) nagy energiát fektetnek a vonatkozó szabályozás széles körű érvényesítésére, felvállalva akár azt is, hogy „*rátörvénykeznek*” a nem kellőképpen nyomatékos ajánlásokra.<sup>307</sup>

Mindenképpen meg kell jegyeznünk, hogy az EU látszólagos nagyvonalúsága mögött bizonyos tekintetben ott áll a kényszerű realitás: a társaságirányítás centralizált szabályozási rezsimje Európában *nem lehetséges*. És véleményünk szerint ez a –ki nem mondott– fontosabb körülmény. Emellett csak másodlagos jelentősége van annak, hogy egy centralizált és szigorú szabályozás *esetleg nem is kívánatos*.

Miután mi a jog funkcióját és szabályozó erejét keressük e területen, mindenképpen ezt a felvetést tekintjük kiindulópontnak. Nevezetesen: attól, hogy a felelős társaságirányítás szabályozása Uniós szinten *nem lehet* egységes, és *nem lehet* kifejezetten szigorú sem, még korántsem biztos, hogy ez a helyzet *optimális*. Ezt a körülményt sokszor hajlamosak vagyunk figyelmen kívül hagyni.

Mielőtt azonban a szabályozás egyes tárgyköreinek vizsgálatába belemerülnénk érdemes áttekintenünk, hogy voltaképpen milyen is a felelős társaságirányítás jogszabályi hátterének arculata Európában?

---

végén levonjuk a saját következtetéseinket. Álláspontunk szerint a *Sarbanes-Oxley Act* nem jön Európába. Mossos cikkében a konklúziók között utal arra, hogy abban az esetben, ha Európa az Enron-Worldcom csalásokhoz hasonló volumenű botrányokkal szembesülne, akkor az európai jog még a Sarbanes-Oxley Act-nél is szigorúbb követelményeket támaszthatna (im. 16.) De gondoljunk csak bele, hogy vajon tényleg elképzelhető egy európai *Enron-botrány*? A *Parmalat-botrány* egyesek szerint kiérdemelte az elnevezést. Véleményünk szerint nem. Az *Enron* név az Egyesült Államokban kézzelfogható realitássá vált. Médiaszenzációvá, szimbólummá, amely általános közfelháborodást indukált. A Parmalat Európában hosszabb távon csak szakmai érdeklődésre tarthat számot. A tagállami határok (nem beszélve a tagállami jogok „határaitól”), az értékpiacon eltérő karaktere és a részvényblokk-tulajdonosok túlsúlya egyelőre nagyon is erőteljesen gondoskodik arról, hogy „európai *Enron-botrányok*” ne lehessenek, mint ahogy európai *Sarbanes-Oxley Act* sem lehetséges. Hogy miért is arról e fejezetben esik szó.

<sup>304</sup> Lásd FERRARINI, Guido, „*One Share – One Vote: A European Rule?*”, *European Company and Financial Law Review* (2006) Vol. 3. 148-152. old.

<sup>305</sup> Lásd EDWARDS, Vanessa, *The Directive on Takeover Bids – Not Worth the Paper It’s Written On*, *European Company and Financial Law Review* (2004) Vol. 1. 427-430. old.

<sup>306</sup> Lásd WYMEERSH, Eddy, *Implementation of the Corporate Governance Codes*,. 403-419. in *CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US* (Szerk.: HOPT, Klaus J. – WYMEERSCH, Eddy – KANDA, Hideki – BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009) 406-407. old.

<sup>307</sup> Lásd WOLFF, Lutz-Christian, *Self-Governance German Style: Comply or Explain... But if You Explain, We Will Make You Comply* in *Corporate Governance Law Review* (2005) Vol. 1. 371-383. old.

### 3) A határok elmosódnak?

E kérdés felvetése során érdemes kritikai nézőpontból szemlélnünk azt a jelenségekört, amit *corporate governancenek* nevezünk, de amelynek már a határai is képlékenyek tűnnek Európában, különösképpen, ha összehasonlítjuk az Egyesült Államokban tapasztaltakkal. E jelenség visszavezet minket provokatív kiindulópontunkhoz: *Sarbanes-Oxley* versus *EU szabályozás*. A *Sarbanes-Oxley Act* számos álláspont szerint a felelős társaságirányítás legátfogóbb reformja az Egyesült Államokban, az 1934-es *Securities and Exchange Act* (és tulajdonképpen a 30-as évek átfogó értékpapírijogi szabályozása) óta. E jogszabály a vállalati botrányok által indukált problémákat egy törvényben szabályozta, amelyet a szövetségi szintű jogalkotás konszenzuson alapuló többséggel elfogadott.

A *Parmalat* botrányt Európa *Enron-botrányának* is nevezik. Ugyanakkor kilátás sem nyílhatott volna arra, hogy e botrány által felvetett kérdések közvetlenül jussanak el az EU jogalkotás szintjéhez. Ehelyett a jogtechnikai megközelítés elsődleges fókusza az olasz csődjogra irányult. Tulajdonképpen még azt is elmondhatjuk, hogy az *Enron-botrány* és a *Sarbanes-Oxley Act* hatása közvetlenebbül befolyásolta az EU jogalkotást (nem beszélve a tagállamok ajánlásairól), mint a *Parmalat botrány*. A jelenség elgondolkodtató és az okok sem közömbösek.

a) Az első és legfontosabb ok az európai értékpiacon relatív gyengesége az Egyesült Államok piacaihoz képest. Az alacsonyabb közkez hányad a vállalatok tulajdonosi struktúrájában a befektetővédelem szerepét is más megvilágításba helyezi. Ezzel semmiképpen sem azt kívánjuk hangsúlyozni, hogy a részvényesi jogok Európában ne lennének fontosak. Az Uniós jogalkotás igen jelentős erőfeszítéseket tett ezen a téren, melyet remekül példáz a *takeover irányelv (2004/25/EK)*, valamint az *egyes részvényesi jogok gyakorlásáról szóló irányelv (2007/36/EK)* megalkotása.

Ennek ellenére az Egyesült Államokban az „özvegyek és árvák”<sup>308</sup> által tulajdonolt – dekoncentrált – részvénytulajdoni hányadok *demokratizálják* a piacokat. Mielőtt e megállapításnak elismerő jelentést tulajdonítanánk, fontos megjegyeznünk, hogy a demokratizálódás terminológiáját *nem* normatív értelemben használjuk. Mindössze annyit értünk ezalatt, hogy a piac nagyobb mértékben függ a befektetőtől. Emiatt a befektetői bizalom (*shareholder confidence*) megőrzése –különösen erőteljes média-visszhang mellett– gyors jogalkotási választ követelhet. Európában ez elképzelhetetlen.

b) A második okot éppen maguk a határok jelentik. Határok a tagállamok, de a tagállami jogok között is. A *Parmalat-botrány* inkább Olaszországé volt, mint Európáé. Ez többé-kevésbé igaz más európai botrányok esetében is: a *Mannesmann-botrány* a németeké, a *Royal Ahold-botrány* pedig a hollandoké maradt. Az EU állampolgárai más tagállamokban semmiképpen sem érezték magukénak ezeket a botrányokat. Ennél azonban fontosabb lehet, hogy a botrányok jogi következtetéseit megszűrjük a tagállami szintű jogalkotás és jogalkalmazás tapasztalatai. A *Parmalat* botrány jogi konzekvenciáit például hajlamosak vagyunk elsődlegesen az olasz bírósági gyakorlat fejlesztésének, avagy a csődjogi szabályozás modernizációjának prizmáján keresztül szemlélni, ahelyett, hogy kifejezetten európai, *ad absurdum* globális jelenségként

<sup>308</sup> Lásd GALGANO, Francesco, *Globalizáció a jog tükrében* (HVG-ORAC Lap- és Könyvkiadó Kft. Budapest, 2006) 181. old.



kezelhetnénk. Igaz ugyan, hogy az amerikai tőzsd felügyelet, a *Securities and Exchange Commission* nyomására a *Parmalat* kénytelen volt változtatni társaságirányítási gyakorlatán. Ugyanakkor Olaszországot –és nem csak Olaszországot– továbbra is jellemzi a koncentrált részvénytulajdon és az uralkodó-részvényesek dominanciája. Az igazán korszerű társaságirányítás intézményeire vonatkozó szabályok kötelező alkalmazására pedig továbbra sincs garancia, tekintve például, hogy a *nem ügyvezető igazgatók és felügyelő bizottsági tagok szerepének*, illetve az igazgatóság és a felügyelő bizottság által létrehozott bizottságnak a tárgykörében az EU-ban csak ajánlás (2005/162/EK) született és ugyanez igaz a *jegyzett társaságok igazgatóinak díjazására* is (2004/913/EK).

c) Harmadsorban meg kell jegyeznünk, hogy az EU jogalkotás sokkal bizonytalanabbnak tűnik azzal a jelenségkörrel szemben, amelyet *corporate governance*, vagyis felelős társaságirányítás néven ismerünk. Itt egyaránt beszélhetünk definíciós és elhatárolási problémákról. Lehetetlen lenne megmondani, hogy a *corporate governance* az EU-ban mennyiben társasági jogi, avagy mennyiben tőkepiaci jogi jelenség, illetve, hogy az egyes érintett jogterületek kifejezetten a *corporate governance* szempontból hogyan is viszonyulnak egymáshoz. Ebből adódóan a felelős társaságirányítás joganyaga számos irányelvben és ajánlásban terjeszkedik. Ezek vonatkozhatnak olyan jogterületekre, amelyek harmonizációja sikeresebben ment végbe (pl. értékpapírjog) és olyanokra is, amelyeké kifejezetten nehézkesen és a mai napig megkérdőjelezhető eredményességgel (pl. társasági jog).<sup>309</sup> Amennyiben egy átfogó és főként gyors reform gondolata Uniós szinten felmerülne, úgy belegondolni is nehéz, hogy hány területet kellene érintenie, illetve milyen nehézségek árán lehetne eredményeket elérni. Semmiképpen sem volna lehetséges úgy eljárni, mint az Egyesült Államokban, ahol néhány hónap leforgása alatt sor kerülhetett a *Sarbanes-Oxley Act* megalkotására, amely a vállalati csalások tapasztalatait társasági-, számviteli-, értékpapírjogi, sőt büntetőjogi konzekvenciák alapján is szintetizálni tudta, rendelkezve arról is, hogy a törvény szabályainak megsértése az *1934-es Securities Exchange Act* megsértésével egyenértékű. A *Sarbanes-Oxley* reformot most nem kívánjuk normatív nézőpontból vizsgálni, hiszen korábban már megtettük. Ehelyett arra akarunk rávilágítani, hogy a jogalkotók mozgástere meghatározó lehet az átfogó reformok szempontjából. Megállapításaink még helytállóbbnak tűnhetnek, ha figyelembe vesszük, hogy a *Sarbanes-Oxley* reform az Egyesült Államokban számos tagállami rendelkezést emelt föderatív szintre.<sup>310</sup> Elképzelhető lenne ez Európában az Unió esetében? Véleményünk szerint semmiképpen sem.

Érdekesnek gondoljuk, hogy amennyiben összehasonlítanánk az amerikai és az európai *corporate governance* szabályozás tárgyköreit némi nagyvonalúsággal még koncepcionális egybeesést is felfedezhetnénk. Azonban a szabályozás karaktere, gyorsasága és határozottsága egész másra utal: koncepcionális szakadékra. Az egyik

---

<sup>309</sup> Lásd HOPT, Klaus J., *European Company Law and Corporate Governance: Where Does the Action Plan of the European Commission Lead?* 119-142. in *CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US* (Szerk.: HOPT, Klaus J. – WYMEERSCH, Eddy – KANDA, Hideki – BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009) 123-125. old.

<sup>310</sup> Lásd BROWN, Gary M., *Changing Models in Corporate Governance – Implication of the US Sarbanes-Oxley Act*, 143-162. in *CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US* (Szerk.: HOPT, Klaus J. – WYMEERSCH, Eddy – KANDA, Hideki-BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009) 157. old.

oldalán irányelvek –akár opcionális– szabályainak transzplantálása a tagállami jogokba, valamint ajánlások, amelyek csekély kötelező ereje szakértői bizottságok hosszú munkafázisain keresztül jut el a címzetekig és teljes mértékben kötött a piac súlyához. A másik oldalon: gyorsan hatályba lépő rendelkezések, amelyek szövetségi jogalkotás eredményei, számos jogterületet lefedő –célirányos– reform és extraterritoriális hatály.<sup>311</sup> A pozitív előjel persze vitatható az utóbbi esetében, hiszen a 2002-es amerikai reform nem volt éppen (kis)vállalkozás- és piacbarát. A különbség mégis szembeötlő: az EU jogalkotása nem lenne képes *úgy* reagálni, ahogyan az Egyesült Államoké tette.<sup>312</sup> A jog *étosza* szempontjából az utóbbi kétségtelenül jelentősebb. Vitathatatlan tény, hogy az utóbbi évtizedekben egyre nagyobb teret nyert a liberális piacgazdaság alapelve: *több üzlet, kevesebb jog*. A szigorú szabályozást a piac –optimális hangulatban– mindig felesleges tehernek tekinti. De igenis vállalnunk kell a kérdésfelvetést: *miért engedjen mindig a jog az üzletnek?*

Eredeti kérdésünk úgy hangzott, hogy elmosódnak-e a határok? Láthattuk, hogy az EU tagállamai között semmiképpen sem. Ugyanez igaz az EU *corporate governance* szabályozásának egyes ágazataira, valamint annak bürokratikus szervezeti hátterére is. Ugyanakkor a *corporate governance*, mint a felelős társaságirányítás körvonalai tényleg elmosódottabbnak tűnhetnek az európai tapasztalatok tükrében. Emiatt sem európai *Enron-botrány*, sem európai *Sarbanes-Oxley Act* nem lehetséges. Európában –amerikai szóhasználattal élve– „egy egészen másik meccset játszanak.”<sup>313</sup>

## II. Út az önszabályozás felé? –szakértői álláspont és iránymutatás az EU-ban

A felelős társaságirányítás célirányos szabályozása az EU-ban közismerten a *Highlevel Group of Company Law Experts* felállításával kezdődött 2001 szeptemberében. Ez egy hét szakemberből álló munkacsoport megalakítását jelentette, amelyet a holland *Jaap Winter* professzor vezetett, s amelynek fő feladata a későbbiekben az lett, hogy javaslatokat tegyen az európai társasági jog szabályozásának alapvető irányaira, ha úgy tetszik: „keretszabályaira” (*regulatory framework*).<sup>314</sup> E szakértői bizottság 2002. január. 10-én közzétett első Jelentése<sup>315</sup> mégsem a társasági jog strukturális keretszabályainak tárgyában született, hanem az *EU Parlament* előtt 2001-ben elbukott *Takeover Irányelv* összefüggésében<sup>316</sup> felmerült koncepcionális kérdésekkel<sup>317</sup> foglalkozott.<sup>318</sup>

<sup>311</sup> Lásd SPINDLER, Gerald, *Scandals, Regulation, and Supervisory Agencies*, 105-116. in *CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US* (Szerk.: HOPT, Klaus J. – WYMEERSCH, Eddy – KANDA, Hideki – BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009) 114. old.

<sup>312</sup> Vö. FLEISCHER, Holger, *Legal Transplants in European Company Law – The Case of Fiduciary Duties*, *European Company and Financial Law Review* (2005) Vol. 2. 378-397. old.

<sup>313</sup> A kifejezés kimondottan „amerikai zsargon” jellegére utal John Lukács történész. Lásd LUKÁCS, John, *Az európai világháború 1939-1941* (EURÓPA KÖNYVKIADÓ, Budapest, 1995) 210. old.

<sup>314</sup> Lásd FERRAN, Eilís, *The Place for Creditor Protection on the Agenda for Modernisation of Company Law in the European Union*, *European Company and Financial Law Review* (2006) Vol. 3. 180. old.

<sup>315</sup> Lásd *Report of the Highlevel Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids* (2002. január 10.), WINTER, Jaap – SCHANS CHRISTENSEN, Jan – GARRIDO GARCIA, José Maria – HOPT, Klaus J. – RICKFORD, Jonathan – ROSSI, Guido – SIMON, Joelle.

<sup>316</sup> Lásd GRUNDMANN, Stefan, *The Market for Corporate Control: The Legal Framework, Alternatives, and Policy Considerations*, 421-446. in *CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US* (Szerk.: HOPT, Klaus J. –

A második Jelentés,<sup>319</sup> 2002. november. 4-én<sup>320</sup> már az általánosabb célokat tükrözte, amelynek címe *A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe* volt. A *Highlevel Group* e jelentésének alapvető kiindulópontja, hogy az EU-ban el kell kerülni a felelős társaságirányítás egységes szabályozását, így egy esetleges központi *corporate governance kódex* megalkotását és mérsékelni az irányelvek szerepét e területen. Ehelyett a tagállamok közös tapasztalatcseréjének fontosságát hangsúlyozták a testület szakemberei. Jelentésük nagymértékben támaszkodott a munkacsoport által korábban közölt konzultatív dokumentumra (*A Modern regulatory Framework for Company Law in Europe: A Consultative Document of the Highlevel Group of Company Law Experts*) amelyben a végleges jelentés tematikai előkérdései kerültek tárgyalásra.<sup>321</sup> A *Highlevel Group* jelentéséből is kiérezhető, hogy a témakör európai megközelítése merőben eltér az amerikaitól. A munkacsoport szakemberei helyesen mérték fel, hogy az EU tagállamainak többségét tekintve egyaránt hiányzik a kellő felkészültség – ebben a tekintetben főként a társasági jog harmonizációjának nehézségeire gondolunk – és a kellő hajlandóság egy egységes *corporate governance* szabályanyag alkalmazásához.<sup>322</sup> Ugyanez a megállapítás igaz volt –és igaz ma is– az üzleti szféra résztvevőire, a vállalatokra is.<sup>323</sup> A jelentés tartalma emiatt inkább szélesebb kört fog át, mint a szűkebb értelemben vett felelős társaságirányítás. Számunkra most a szabályalkotás technikájára és a *corporate governance* szabályokra vonatkozó javaslatok tűnhetnek igazán érdekesnek.

## 1) Állásfoglalás a szabályalkotás kérdésében

A Jelentés *szabályalkotásra* (normaalkotásra) vonatkozó részeit első látásra talán kissé következetlenül helyezte el a keretszabályok között a munkacsoport, hiszen azokról külön (önálló) fejezetben és a *Corporate Governance* című fejezetben is szó esik. Másrészt a megoldás mégsem mondható rossznak, mert a célirányosan felelős társaságirányítási ajánlások kérdését taglaló rész kizárólag a szűkebb értelemben vett *Corporate Governance* témakört érinti, így logikus, hogy ebben a fejezetben került tárgyalásra.

---

WYMEERSCH, Eddy – KANDA, Hideki – BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009) 434-435. old.

<sup>317</sup> Lásd FERRARINI, Guido, „*One Share – One Vote: A European Rule?*”, *European Company and Financial Law Review* (2006) Vol. 3. 148-149. old.

<sup>318</sup> Lásd EDWARDS, Vanessa, *The Directive on Takeover Bids – Not Worth the Paper It's Written On*, *European Company and Financial Law Review* (2004) Vol. 1. 424-427. old.

<sup>319</sup> *Report of the Highlevel Group of Company Law Experts on A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe* (2002. november 4.), WINTER, Jaap – SCHANS CHRISTENSEN, Jan – GARRIDO GARCIA, José Maria – HOPT, Klaus J. – RICKFORD, Jonathan – ROSSI, Guido – SIMON, Joelle.

<sup>320</sup> Lásd MERKT, Hanno, *European Company Law Reform: Struggling for a More Liberal Approach*, in *European Company and Financial Law Review* (2004) Vol. 1. 4. old.

<sup>321</sup> Lásd MERKT, Hanno, *European Company Law Reform: Struggling for a More Liberal Approach*, in *European Company and Financial Law Review* (2004) Vol. 1. 4. old.

<sup>322</sup> Lásd HERTIG, Gerard – MCCAHERY, Joseph A., *Optional rather than Mandatory EU Company Law: Framework and Specific Proposals*, *European Company and Financial Law Review* (2006) Vol. 3. 341-362. old.

<sup>323</sup> Lásd FERRAN, Eilís, *The Place for Creditor Protection on the Agenda for Modernisation of Company Law in the European Union*, *European Company and Financial Law Review* (2006) Vol. 3. 189. old.

A *Highlevel Group* Jelentésében szereplő javaslat a szabályalkotás tekintetében elutasító az egységes és központi szabályozási koncepcióval szemben. Helyette inkább a tagállamokat bízta arra, hogy megalkossák saját *corporate governance* ajánlásait,<sup>324</sup> amelyek a korábbiakban ismertetett *comply or explain* modellt követik. A társaságoknak vagy be kell tartaniuk az ajánlásokat, vagy nyilatkozniuk kell arról, hogy miért követnek az ajánlások tartalmától eltérő gyakorlatot.<sup>325</sup> A *Highlevel Group* úgy ítélte meg, hogy az irányelvek nem feltétlenül a legjobb eszközök a felelős társaságirányítás szabályozására. Gyanítható, hogy e megfontolás mögött ott álltak a társasági jog harmonizációjának tapasztalatai.<sup>326</sup> Az EU erőfeszítései figyelemreméltók e jogterület szabályozásának tekintetében, de a törekvések folyamatos nehézségekbe ütköznek. A vonatkozó irányelvek száma húsz fölé rúg, ami önmagában is sokat elárul a feladat nehézségéről. Véleményünk szerint a társasági jog, mint többé-kevésbé körülhatárolható szabályanyag kifejezetten kézzelfoghatónak tűnik más karakteresen *corporate governance* normákhoz képest. Ennek tükrében elgondolható, milyen nehézségekbe ütközött volna egy kísérlet, amely a felelős társaságirányítás *célirányos* harmonizációjára irányult volna.

Mindezek figyelembevételével a *Highlevel Group* javaslatát egyértelmű állásfoglalásnak tekinthetjük. Állásfoglalásnak, a piaci önszabályozás és az önkéntesség elve mellett, noha e koncepció több irányból is szemlélhető. Bizonyos szempontból mégis kézenfekvőnek tűnik ez a megközelítés, hiszen számos tagállamban már korábban is hatályban voltak hasonló –a legjobb gyakorlatra vonatkozó– ajánlások, mint *codes of best practices*. Emellett a társasági jog harmonizációja is csak perspektivikusan volt elképzelhető –és nincs ez másként kilenc évvel később –napjainkban– sem. Emiatt a *Highlevel Group* –egy a záró jelentését megelőző konzultatív dokumentumban– úgy foglalt állást, hogy „*a corporate governance harmonizációja a társasági jog érintetlenül hagyásával olyan lenne, mintha a szekeret fognánk a ló elé*”.<sup>327</sup> Ez a gondolat jelent meg azután a munkacsoport záró jelentésében is. Kétségtelenül helytálló érv a jelentésben, hogy egy központi *corporate governance kódex*, mint ajánlás, csak meglehetősen tág aspektusokat tudna átfogni, tartalma túlzottan általános, végső soron semmitmondó lenne.

Összefoglalásként tehát azt mondhatjuk, hogy a *Highlevel Group* Jelentésében megpróbált körülhatárolni egy olyan szabályozási koncepciót, amely szerint az EU-nak szerepet kell vállalnia a felelős társaságirányítás harmonizációjának területén, figyelembe véve az amerikai tapasztalatokat is. Ugyanakkor a kötelező erejű irányelvek kizárólagos alkalmazását ugyanúgy nem tartotta célravezetőnek ezen a területen, mint egységes ajánlások kidolgozását. Ehelyett a *corporate governance* ajánlások

<sup>324</sup> Lásd GOULDING, Simon – MILES, Lilian – SCHALL, Alexander, *Judicial Enforcement of Extra-legal Codes in UK and German Company Law – Including Observations on OLG Schleswig Holstein, NZG 2004, 669 (Mobilcom II) and LG München I, NZG 2004, 626 (Hypovereinsbank)*, in *European Company and Financial Law Review* (2005) Vol. 2. 20-62. old.

<sup>325</sup> Lásd WYMEERSCH, Eddy, *Implementations of the Corporate Governance Codes*, 403-419. in *CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US* (Szerk.: HOPT, Klaus J. – WYMEERSCH, Eddy – KANDA, Hideki – BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009) 406-407. old.

<sup>326</sup> HOPT, Klaus J., *European Company Law and Corporate Governance: Where Does the Action Plan of the European Commission Lead?* 119-142. in *CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US* (Szerk.: HOPT, Klaus J. – WYMEERSCH, Eddy – KANDA, Hideki – BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009) 124. old.

<sup>327</sup> *A Modern regulatory Framework for Company Law in Europe: A Consultative Document of the Highlevel Group of Company Law Experts* 17. old.

tartalmának meghatározását a piaci szereplők (társaságok, befektetők, tőzsdék) feladataként határozta meg, arra hivatkozva, hogy ők tudják a legjobban megítélni a szabályok helyes tartalmát.<sup>328</sup>

Véleményünk szerint érdemes elgondolkodni azon, hogy meg lehet-e nyitni a teret a piaci önszabályozásnak és az önkéntességnek akkor, amikor a piac bizonyos szereplőinek nem áll szándékában betartania a szabályokat? A kérdés eldöntetlen marad, hiszen azon az úton, amelyen a felelős társaságirányítás szabályozási irányai mentén az EU elindult, egyelőre nemigen lehet visszafordulni. Ennek ellenére találónak véljük a hasonlatot, miszerint „*a vállalatok önszabályozásának teret engedni olyan, mint farkast állítani őrnök a tyúktól ajtajába.*”<sup>329</sup>

## 2) A corporate governance egyes témakörei a Jelentésben

A szabályalkotásra vonatkozó kérdések után érdemes áttekintenünk, hogyan viszonyult a *Highlevel Group* Jelentése a szűkebb értelemben vett felelős társaságirányításhoz. A témakörre vonatkozó javaslatokat a *Corporate Governance* fejezet fogta össze, ide sorolva az információk közzétételére, a részvényesek jogaira, az igazgatóságra (vagy igazgatótanácsra), illetőleg az európai *corporate governance* ajánlások alkotására vonatkozó részeket.<sup>330</sup> Ez utóbbira most külön nem térünk ki még egyszer, hiszen az előzőekben –a szabályalkotásra vonatkozó részben– ismertettük a *Highlevel Group* ezzel kapcsolatos álláspontját is.

### a) A közzététel (*disclosure*)

A közzétételre vonatkozó szabályok tekintetében a Jelentés igen flexibilisnek mutatkozott. Egyik részről javasolta, hogy a jegyzett társaságok éves jelentései tartalmazzanak közzétételt arról, hogy a társaság milyen *corporate governance* szabályokat tart be és milyen gyakorlatot követ, tekintet nélkül arra, hogy azok forrása jogszabályban, avagy más előírásban (pl. a társaság valamely szervének határozatában) keresendő. Másik részről a *Highlevel Group* arra vonatkozó javaslata, hogy a közzététel alapelveit az EU egy irányelvben fektesse le, mindjárt kiegészítésre került azzal a kitételrel, hogy ez az irányelv *ne határozza meg konkrétan* a közzététel szükséges elemeit, illetőleg a közzététel módját, csupán átfogó szabályozást tartalmazzon.<sup>331</sup>

Ez a megoldás tulajdonképpen megadta az alaphangot, amely a lényeges információk közzétételének vonatkozásában, a későbbiekben is meghatározónak tűnhet. Noha az

---

<sup>328</sup> Lásd WYMMEERSCH, Eddy, *Implementations of the Corporate Governance Codes*, 403-419. in CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US (Szerk.: HOPT, Klaus J. – WYMEERSCH, Eddy – KANDA, Hideki – BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009) 406-407. old.

<sup>329</sup> Lásd MOSSOS, Elias, *Sarbanes-Oxley Goes to Europe: A Comparative Analysis of Unite States and European Union Corporate Reforms After Enron*, Currents International Trade Law Journal (2004) Vol. 13. 11. old.

<sup>330</sup> Lásd DAVIES, Paul L., *Enron and Corporate Law Reform int he UK and the European Community*, 163-190. in CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US (Szerk.: HOPT, Klaus J. – WYMEERSCH, Eddy – KANDA, Hideki – BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009) 164-165. old.

<sup>331</sup> Lásd MERKT, Hanno, *European Company Law Reform: Struggling for a More Liberal Approach*, European Company and Financial Law Review (2004) Vol. 1. 4-5. old.

irányelvi szintű szabályozás iránti igény kétségtelen presztízst adott e területnek, az általános megfogalmazásból világosan látszott, hogy a leendő szabályanyagot elsősorban keretszabályoknak tekinti a *Highlevel Group*.

A Jelentés egyik legfontosabb felvetése a későbbiekben is fókuszban maradt, nevezetesen, hogy a jegyzett társaságok éves beszámolóí kifejezetten *corporate governance jelentést* is tartalmazzanak. Ennek keretein belül a *Highlevel Group* szükségesnek tartotta, hogy a jegyzett társaságok nyilatkozzanak arról, hogy társaságirányítási gyakorlatuk milyen szabályoknak felel meg, tekintet nélkül arra, hogy ezek a szabályok kötelező jogszabályok, ajánlások, avagy belső működési szabályzatok. Úgy tűnik, hogy a *Highlevel Group* megfogalmazása nem volt éppen szerencsés. Érdekes kérdés ugyanis, hogy egy *corporate governance jelentés* elkészítésénél van-e más választása egy társaságnak, mint nyilatkozni arról, hogy *betartja* a hatályos jogszabályokat? Egy ilyen jelentés növeli az elszámoltathatóságot, de ismét visszavezet az önszabályozás némiképp *önmagáért való* karakteréhez: a jogalany önmaga nyilatkozik, tehát deklaráál. A deklaráció utóbb valótlannak bizonyulhat, de a következmények *reaktívak*, tehát a megoldás egyáltalán *nem preventív*.

A *Highlevel Group* iránymutatást is adott arról, hogy a *corporate governance jelentésnek* milyen kulcsfontosságú tartalmi elemeket kell magába foglalnia a közgyűlés, az igazgatóság és a bizottságok, a fő részvényesek és részvénytulajdoni hányadok, valamint a vállalatcsoportokon belüli tranzakciók, a kockázat-menedzsment és a tagállami ajánlásoknak való megfelelés (vagy éppen az eltérés indoklásának) vonatkozásában.

Ez az iránymutatás azonban olyannyira átfogó volt, hogy csupán a témaköröket érintette, de mélységében keveset árult el arról, hogy a jövőbeni szabályozásnak milyen terjedelműnek kell lennie.

A *Highlevel Group Jelentése* már megfogalmazta a *corporate governance jelentés* közzétételének igényét a társaságok honlapján. Emellett hangsúlyozta az igazgatók egyetemleges felelősségét a *corporate governance jelentés* tartalmáért.<sup>332</sup> Az egyetemleges felelősség koncepciója a *Highlevel Group Jelentésének* más részeiben is domináns megközelítésnek tekinthető.

#### b) Részvényesi jogok

A részvényesi jogok tekintetében a *Highlevel Group* több területen is igyekezett olyan javaslatokat megfogalmazni, amelyek előmozdították és korszerűsítették e jogok gyakorlását. Ugyanakkor a modern társaságirányítás kihívásaira adott válasz igénye számos olyan deklaratív megállapítást és javaslatot eredményezett a Jelentésben, amelyek alapelvi szintű megfogalmazása nagyon is helyénvaló volt, viszont gyakorlati megvalósításuk már korántsem kínálkozott ilyen egyszerűnek. Már a vonatkozó fejezet első gondolatai is tükrözték ezt a perspektívát: a részvényesek vagyoni igényei csak a hitelezői igényeket<sup>333</sup> követően nyerhetnek kielégítést; a részvényesi jogok aktív gyakorlását a költségek és a nehézségek határozzák meg; a modern technika (pl.

---

<sup>332</sup> Vö. DAVIES, Paul L., *Enron and Corporate Law Reform in the UK and the European Community*, 163-190. in CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US (Szerk.: HOPT, Klaus J. – WYMEERSCH, Eddy – KANDA, Hideki – BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009) 164-165. old.

<sup>333</sup> Lásd FERRAN, Eilís, *The Place for Creditor Protection on the Agenda for Modernisation of Company Law in the European Union*, *European Company and Financial Law Review* (2006) Vol. 3. 178-221. old.

telekommunikációs eszközök) használatának a szerepe növekszik. Ugyanakkor ezekből kiérezhetjük az európai társaságirányítás karakterének egyik legvisszásabb vonását is: az alapelvi szint és a gyakorlatban megvalósítható szabályozás között tátongó óriási szakadékot. Tulajdonképpen ironikus, hogy az alapelvi jellegű kérdések felvetésére ennek ellenére is nagy szükség van: attól ugyanis, hogy nincs válasz, a kérdés még kérdés marad.

E felvetések a *Highlevel Group* Jelentésében a közgyűlések előkészítése és megtartása, a határokon átívelő szavazati jog, az intézményi befektetők szerepe, illetve a kisebbségi részvényesek ellenőrzési joga köré összpontosultak. Számos gondolat, amely a Jelentésben megfogalmazásra került egybeesik a társasági jog harmonizációjának irányjaival és nemzetközi tendenciáival (például az 5-10%-os szavazatarány a kisebbségi jogok gyakorlásának területén.)<sup>334</sup> Ez egyik részről biztosítékot jelentett arra, hogy a társaságirányítás számos intézménye mögött törvényi garancia álljon. Másik részről az ilyen törvényi rendelkezések kudarca, formalizálódása még inkább csökkentheti a szabályozásba vetett bizalmat, ahogyan a *comply or explain* karakterű szabályok figyelmen kívül hagyása is.

A részvényesek jogainak körülhatárolása és a javaslatok kifejtése azonban jóval nagyobb kifinomultságról és szakszerűségről árulkodott, mint amilyenről a Jelentés előző –közvetételre vonatkozó– része. A közgyűlés előkészítésére és megtartására, illetve a határokon átívelő szavazásra vonatkozó javaslatok mélységében is alkalmasak voltak arra, hogy a fejlődés további konkrét irányait kijelöljék. A megvalósulásig hosszú idő telt el, hiszen az *Egyes részvényesi jogok gyakorlásáról* szóló irányelv (2007/36/EK) csak 2007-ben született meg, de a *Highlevel Group* által meghatározott irányvonalak ezen a rendkívül szerteágazó területen is konzekvens haladási irányt mutattak.

Itt tetten érhető egy jelenség, amelyen érdemes elgondolkodni: a részletesen kidolgozott és szakszerű szabályok természetüknél fogva kisebb teret engednek az ellentmondásos önszabályozási mechanizmusoknak és érdemibb döntésre készítetik az érintetteket, mint az érintőleges keretszabályok. Egy terület érzékeny jellege –amilyen tulajdonképpen a közvetételé (*disclosure*)– is eredményezhet udvarias megközelítést a jogalkotó részéről. Ez azonban kihat a jogalkotás folyamatának további fázisaira és magára a végeredményre is. Ezt példázza a *Transzparencia Irányelv* és az *Egyes részvényesi jogokról szóló irányelv* közötti lényeges minőségbeli különbség az utóbbi javára.

### c) Az igazgatóság (igazgatótanács)

A Jelentés igazgatóságokra (és igazgatótanácsokra) vonatkozó fejezete olyan terület szabályozásával kapcsolatban foglal állást, melynek esetében többségben vannak az ajánlások és a flexibilis szabályok. A társaságirányítás belső körét az igazgatók és a menedzserek alkotják.<sup>335</sup> Számukra egyik részről megfelelő mozgástér szükséges, hogy

<sup>334</sup> Lásd LA PORTA, Raffael – LOPEZ-DE-SILANEZ, Florencio – SHLEIFER, Andrei – VISHNY, Robert W., *Law and Finance*, Journal of Political Economy (University of Chicago Press, 1998) Vol. 106(6). 1126-1134. old.

<sup>335</sup> Lásd DAVIES, Paul L., *Enron and Corporate Law Reform in the UK and the European Community*, 163-190. in CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US (Szerk.: HOPT, Klaus J. – WYMEERSCH, Eddy – KANDA, Hideki – BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009) 164-165. old.

hatékonyan irányítható az üzleti tevékenységet, a stratégiai és az operatív döntéshozatal szintjein egyaránt. Másik részről a menedzsment megfelelő ellenőrzésének a szempontjai a Jelentés keletkezésének időpontja szerint meglehetősen aktuálisak voltak mind az európai,<sup>336</sup> mind az amerikai események tükrében.<sup>337</sup>

A *Highlevel Group* a két tradicionális irányítási rendszer (egyszintű és kétszintű modell)<sup>338</sup> tekintetében deklarálta, hogy általános értelemben egyik sem mondható kiválóbbnak a másiknál. A tagállami társasági jogok előírásai meglehetősen sokszínűek, emiatt nem is tették volna lehetővé, hogy *Winter* bizottsága másként foglaljon állást. A *Highlevel Group* jelentésében közölt álláspont tükröződik vissza a későbbi EU szabályozásból is. A *Societas Europaea* esetében például lehetőség kínálkozik mindkét modell alkalmazására. Emellett az EU tagállami szinten sem erőlteti semmilyen igazgatósági struktúra alkalmazását (sőt trendszerűnek számít a két modell egymás mellett történő szerepeltetése a tagállami jogokban). Végezetül a nem ügyvezető igazgatók és a felügyelő bizottsági tagokra vonatkozó ajánlás (2005/162/EK) is támogatja mindkét megoldást. (A nem ügyvezető igazgatókra és felügyelő bizottsági tagokra vonatkozó ajánlás megalkotását egyébiránt a *Highlevel Group* Jelentése az elsők között indítványozta.)

Az önszabályozás tendenciáját erősíti, hogy a felügyelő bizottságok összetételével kapcsolatos kérdéseket<sup>339</sup> a *Highlevel Group* elegánsan távol tartotta magától. Megelégedett a függetlenség jelentőségének hangsúlyozásával, amellyel egy –a gyakorlatban igen sokszínű– kérdést sztereotipizált. Ugyanakkor állást foglalt a különböző (kinevezési, javadalmazási, audit) bizottságok felállításának *lehetősége* mellett. Kötelező szabályozás igényét azonban ebben a tárgykörben sem fogalmazta meg, így megint csak az üzleti szféra önszabályozásának engedett teret. E bizottságok összetételét tekintve ismét az elegáns tartózkodás jellemzi a *Highlevel Group* állásfoglalását. Habár tekintetbe vette azt a felvetést is, hogy ezeknek a bizottságoknak kizárólag független nem ügyvezető igazgatókból kell állnia, mégsem tartotta szükségesnek –és még csak helyénvalónak sem–, hogy ezt az EU szabályozása kötelezővé tegye.

A jogtechnikai értelemben vett önszabályozás kissé esetlen módszertanának remek példája, hogy a *Highlevel Group* javaslatot tett arra, hogy a Bizottság bocsásson ki egy ajánlást arról, hogy a tagállamok e vonatkozó kérdésekben „*hatékony szabályozással*” (*effective rules*) rendelkezzenek. Ugyanakkor a „*hatékony szabályozás*” fogalmát definiálja is: eszerint a szabályozás akkor hatékony, ha legalább „*comply or explain*” jellegű kikényszeríthetőséggel rendelkezik. Miután az ilyen tagállami ajánlások (*codes of best practices*) esetében az egyetlen igazi szankciót csak a piac foganatosíthatja (de ez már szélsőséges esetnek számít),<sup>340</sup> a fejletlen értékpiacon rendelkező EU

---

<sup>336</sup> Lásd HERTIG, Gerard – MCCAHERY, Joseph A., *Optional rather than Mandatory EU Company Law: Framework and Specific Proposals*, European Company and Financial Law Review (2006) Vol. 3. 355. old.

<sup>337</sup> Lásd WESTBROOK, David A., *Corporation Law After Enron: The Possibility of a Capitalist Reimagination*, Georgetown Law Journal (2003-2004) Vol. 92. 61-127. old.

<sup>338</sup> Lásd JUNGSMANN, Carsten, *The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems*, European Company and Financial Law Review (2006) Vol. 3. 426-474. old.

<sup>339</sup> Lásd JUNGSMANN, Carsten, *The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems*, European Company and Financial Law Review (2006) Vol. 3. 449-458. old.

<sup>340</sup> Például értéktőzsdei regisztráció feltételeként meghatározva, vagy a regisztráció törlését kilátásba helyezve.



tagállamok (köztük Magyarország) esetében erősen megkérdőjelezhető, hogy „*hatékony szabályozásról*” beszélhetünk-e?

Az igazgatósági tagok függetlenségének feltételeit a *Highlevel Group* ajánlasi szinten javasolta rögzíteni, ahogy a függetlenséget kizáró okok felsorolását is. A kompetenciával kapcsolatos kérdések tekintetében a Jelentés utalt arra, hogy a tagállami társasági jogok a nem ügyvezető igazgatók és a felügyelő bizottsági tagok vonatkozásában csak nagyon absztrakt rendelkezéseket tartalmaznak. Ehhez mérten konkrétan foglalt állást a Jelentés, amikor az alapvető pénzügyi tájékozottságot fontos követelményként határozta meg, ugyanakkor ennek terjedelméről nem nyilatkozott.

Az egyik legérzékenyebb kérdés a témakörben, az igazgatósági tagok javadalmazása.<sup>341</sup> A megfelelő javadalmazási rendszer kialakítása a 2008-2009-es pénzügyi-válság tükrében meglehetősen problematikus kérdésfelvetés. Egyik részről nem lehet megkerülni, másik részről egyre szkeptikusabbá válhatunk annak tekintetében, hogy létezik-e hatékony megoldás a javadalmazás elszabaduló mértékeinek mederben tartására. A nehézségek azonban nem 2008-ban kerültek fókuszba. A 2002 előtti időszak üzleti gyakorlatában a javadalmazás szintén központi szerepet játszott a vállalati botrányokban. Emiatt a Jelentés már abból indult ki, hogy a javadalmazás az érdekek összeütközésének egyik legjelentősebb szférája a társaságirányítás területén. Innen már csak egy lépés volt, hogy eljusson a korábban már többször is felvetett kérdéskörünkhöz: az érdekek közelítése gyakran a *részvényáron* keresztül valósul meg. Ennek kézzelfoghatóak a hátrányos következményei, köztük a rövid távú eredmények előtérbe kerülése, valamint az ennek érdekében végrehajtott számviteli manipulációk. A részvényalapú javadalmazás tilalmát a *Highlevel Group* nem tartotta szükségesnek, ugyanakkor hangsúlyozta a fontosságát annak, hogy a *megfelelő rendszerről* a Bizottság ajánlást bocsásson ki.<sup>342</sup>

Az előbbiektől eltérően az igazgatók felelősségének kérdését a *Highlevel Group* jelentése nem az önszabályozás és a *soft law* hatáskörébe utalta. A Jelentés rámutat arra, hogy az EU tagállamok többségében a hatályban lévő társasági jogi szabályozás értelmében a pénzügyi beszámolókért való felelősség az igazgatósági tagok között egyetemleges. Ezt a megoldást tartja követendőnek a jövőben is, hiszen az egyetemleges felelősség megakadályozhatja, hogy az igazgatósági tagok egy szűkebb – közvetlenül érdekelt – csoportja érdekeiknek megfelelően manipulálja a beszámolók tartalmát. A Jelentés azt is megerősítette, hogy az EU jognak a továbbiakban is erősítenie kell a beszámolókért való egyetemleges felelősséget.

A *wrongful trading* (a hitelezők fedezetének rosszhiszemű elvonása) szabályozásával kapcsolatban a *Highlevel Group* fontosnak tartotta az európai keretszabályok kidolgozását, hangsúlyozva azok társaságirányítási karakterét. Emiatt elutasította azokat az álláspontokat is, amelyek azt javasolták, hogy a témakör csődjogi karakterénél fogva az EU beavatkozás szükségtelen. A fizetéseképtelenséggel fenyegető helyzetben tanúsítandó helyes magatartás és az ahhoz kapcsolódó felelősség kérdése elsősorban a

---

<sup>341</sup> Lásd DAVIES, Paul L., *Enron and Corporate Law Reform in the UK and the European Community*, 163-190. in *CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US* (Szerk.: HOPT, Klaus J. – WYMEERSCH, Eddy – KANDA, Hideki – BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009) 171-172. old.

<sup>342</sup> Lásd FERRARINI, Guido – MOLONEY, Niamh, *Executive Remuneration and Corporate Governance in the EU: Convergence, Divergence, and Reform Perspectives*, *European Company and Financial Law Review* (2004) Vol. 1. 332-335. old.

felelős társaságirányítás szemszögéből releváns, sőt a felelős társaságirányítás nélkülözhetetlen eleme. Ebből a szempontból a *Highlevel Group* közömbösnek ítélte azt a körülményt is, hogy a vonatkozó jogi szabályozás tagállami szinten hol helyezkedik el: akár a társasági jog, akár a csődjog anyagában.

Az igazgatósági tagok felelősségének szankcióit illetően a Jelentés érdekes megoldást javasolt. A büntetőjogi és a polgári jogi szankciók meghatározását a tagállami jogok feladatának tartotta. Ugyanakkor az igazgatók felmentésének szabályozását az EU jogalkotás szintjén javasolta. Ez a megoldás igen előremutatónak tűnt, különösen annak a fényében, hogy amíg a büntetőjogi és polgári jogi szankciók meglehetősen nehezen érvényesíthetők, addig az igazgatók felmentése, mint szankció egyszerűbb és hatékonyabb lehet és nem utolsó sorban preventív jellege is erősebb az előbbieknél.

#### d) A könyvvizsgálat

A könyvvizsgálati gyakorlat fontossága 2002-ben magától értetődően került a *Highlevel Group* érdeklődési körébe, hiszen a 2002-es év számviteli botrányai aanyag könyvvizsgálati gyakorlaton alapultak. Ugyanakkor a *Highlevel Group* vonatkozó állásfoglalásában nem találkozhatunk túlzottan sok újdonsággal, inkább általánosságban megfogalmazott célokkal.

A Jelentés hangsúlyozta a könyvvizsgálat jelentőségét, amely még a nem pénzügyi közzététel tekintetében sem elhanyagolható. Ugyanakkor –noha egyaránt deklarálta a külső és a belső könyvvizsgálat fontosságát– elsősorban arra vállalkozott, hogy a könyvvizsgálat belső aspektusaival (*internal aspects of audit*) foglalkozzon.

A külső aspektusok szempontjából csak megállapításra került, hogy azokkal a Bizottság 2002. május 16-i ajánlása foglalkozik. A lényegesebb területeket a Jelentés csak felsorolás szinten említi, úgymint a nem könyvvizsgálói szolgáltatások (*non-audit services*), a könyvvizsgálók rotációját és a korábbi könyvvizsgáló megbízását. A listát figyelmesen végigolvasva láthatjuk, hogy az amerikai *Sarbanes-Oxley* törvényhozás témakörei köszönnek vissza. A jogalkotás hatékonyságának újabb remek példája: az Egyesült Államokban nagy nyilvánosság mellett és gyorsan törvényerőre emelkedő rendelkezések Európában ajánlasi szinten, kevés társadalmi publicitás mellett születtek.

Kanyarodjunk azonban vissza a *Highlevel Group* munkájához. Az *internal audit* gyakorlatának kulcsát a Jelentés az igazgatóság (igazgatótanács) felelősségében, valamint a könyvvizsgálóval fennálló kapcsolatban látta. A felelősség kulcsa eszerint a nem ügyvezető igazgatók tevékenységi körében keresendő, akiknek –a Jelentés újra hangsúlyozta– legalább felének függetlennek kell lennie.

Nem maradt érintetlen az *audit bizottságok* feladatköre, amelynek elsődleges eleme a közvetítő funkció, amelyet az ügyvezetés és a külső könyvvizsgáló között betölt. A Jelentés az *audit bizottságok* lehetséges feladatait megpróbálta felsorolni, mind a külső, mind a belső aspektusok vonatkozásában. Véleményünk szerint ezeknek a megfogalmazása kellőképpen általános volt ahhoz, hogy a nemzetközi gyakorlatban már korábban fellelhető gyakorlathoz képest ne találhassunk közöttük többletet, vagy újítást. Ugyanakkor a könyvvizsgálatról szóló rész legkonkrétabb javaslata, hogy a Bizottság *nem ügyvezető igazgatókról és felügyelő bizottsági tagokról szóló ajánlásának* rendelkezései között szerepeljenek az audit bizottságok szerepére és felelősségére vonatkozó előírások.

### III. A célkitűzés és a célok megvalósítása – a Bizottság 2003-as Akcióterve és a felelős társaságirányítás jogforrásai az EU-ban

A *Highlevel Group* 2002-es *Jelentése* felvázolta a felelős társaságirányítás és a társasági jog kapcsolatait és fejlesztésének jövőbeni koncepcióit. Ezeket az eredményeket az EU a *2003-as Társasági Jogi Akcióterv*<sup>343</sup> (a továbbiakban *Akcióterv*) megalkotása során hasznosította, amelynek elnevezése *Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance – A Plan to Move Forward* volt.<sup>344</sup>

Ez az akcióterv a felelős társaságirányítás és a társasági jog egyidejű fejlesztésének fő motivációját az aktuális vállalati botrányok tapasztalataiban,<sup>345</sup> a társaságok tagállami határokon átívelő tevékenységében, a tőkepiacok integrációjában, az informatikai és telekommunikációs eszközök gyors térhódításában, valamint a leendő új tagállamok csatlakozási törekvéseiben látta.

A felelős társaságirányítás szűk értelemben vett témakörén kívül az *Akcióterv*<sup>346</sup> más területek szabályozási koncepciójával is foglalkozott. Ezek a területek a következők voltak: a tőkevédelem, a vállalatcsoportok, az átszervezések, az új európai társasági formák és a korlátolt felelősségű társasági formációkra vonatkozó alapvető szabályok közzététele. E cselekvési tervből világosan kitűnt, hogy az egyes célkitűzések között egyaránt szerepeltek rövid távú (2003-2005), középtávú (2006-2008), illetőleg hosszabb távú (2009-et követő) elgondolások.<sup>347</sup>

A mi elemzésünk szempontjából a felelős társaságirányítás szűkebb értelemben vett aspektusa tűnik igazán érdekesnek az akciótervben. Mielőtt azonban rátérnénk a célkitűzések vizsgálatára érdemes elgondolkodni azon, hogy vajon mennyire voltak reálisak az akcióterv általános célkitűzései?

Egyik részről alapvető fontosságúnak mutatkozott a részvényesi jogok gyakorlásának előmozdítása, a munkavállalók és a hitelezők, valamint más érintettek jogainak védelme. Másik részről ugyanilyen fontosnak mutatkozott –és az előbbiektől nem is volt elválasztható– az üzleti versenyképesség fejlesztése, különös tekintettel a tagállamok közötti (határokon átívelő) folyamatokra.

*Frederik Bolkestein*,<sup>348</sup> a Bizottság belső piacokért felelős tagja a következőket hangsúlyozta: „*A társasági jog és a felelős társaságirányítás (corporate governance) egyaránt a politikai napirend középpontjában van az Atlanti - Óceán mindkét partján.*

<sup>343</sup> Lásd DE KLUIVER, Harm-Jan, *Inspiring a New European Company Law? – Observations on the ECJ's Decision in Inspire Art from a Dutch Perspective and the Imminent Competition for Corporate Charters between EC Member States*–, *European Company and Financial Law Review* (2004) Vol. 1. 132-133. old.

<sup>344</sup> Lásd DU PLESSIS, Jean J. – GROßFELD, Bernhard– LUTTERMANN, Claus – SAENGER, Ingo – SANDROCK, Otto, *German Corporate Governance in International and European Context* (Spiringer-Verlag, Berlin – Heidelberg – New York 2007) 216. old.

<sup>345</sup> Lásd FERRARINI, Guido – MOLONEY, Niamh, *Executive Remuneration and Corporate Governance in the EU: Convergence, Divergence, and Reform Perspectives*, *European Company and Financial Law Review* (2004) Vol. 1. 254. old.

<sup>346</sup> DU PLESSIS, Jean J. – GROßFELD, Bernhard – LUTTERMANN, Claus – SAENGER, Ingo – SANDROCK, Otto, *German Corporate Governance in International and European Context* (Spiringer-Verlag, Berlin – Heidelberg – New York 2007) 167-169. old.

<sup>347</sup> Lásd HOPT, Klaus J., *European Company Law and Corporate Governance: Where Does the Action Plan of the European Commission Lead?* 119-142. in *CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US* (Szerk.: HOPT, Klaus J. – WYMEERSCH, Eddy – KANDA, Hideki – BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009) 121. old.

<sup>348</sup> 1933. április 4-én született holland politikus, az EU Bizottságának korábbi tagja.

Ennek oka, hogy a gazdaság csak akkor működik, ha a társaságokat eredményesen és transzparenssal működtetik. Világosan láthattuk, hogy mi történik, amennyiben nem így történik: befektetések vesznek el és munkahelyek szűnnek meg; és a legrosszabb esetekben, amelyekből túl sok van, sor kerül a részvényesek, a munkavállalók és a társadalom megtévesztésére. Haladéktalan beavatkozásra van szükség, hogy a közbizalom fennmaradjon a tőkepiacok irányában.”<sup>349</sup>

Láthatjuk tehát, hogy a középpontban most is a befektetői bizalom (*investor confidence*) áll. Ugyanakkor meg kell állapítanunk, hogy a befektetők bizalmának európai vetülete bizonyos tekintetben bonyolultabb az amerikaiénál. A *Bolkestein* által elmondottakban igenis megragadható a lényegi elem, a piacok iránti bizalom helyreállítása. Többről van szó, mint valamiféle általános politikai nyilatkozattételről.<sup>350</sup> Viszont azt sem szabad figyelmen kívül hagynunk, hogy a társasági jog és a tőkepiacokkal szembeni bizalom kapcsolódási pontjai az Egyesült Államokban és Európában teljesen eltérőek. A vonatkozó jogszabályok módosítása ugyanis az Egyesült Államok plurális szerkezetű és egységes tőkepiacát közvetlenebbül befolyásolhatja. Ezzel szemben európai kontextusban sem a tőkepiacok, sem a társasági jogok integrációja nem valósult meg. Ezzel még nem állítjuk azt, hogy a Bizottság határozottan rossz kiindulópontot választott volna, azt viszont igenis állíthatjuk, hogy a folyamat végső sikerét számos nehézség kérdőjelezheti meg. Ezek egy része előre látható, másik része még nem. Ami viszont kétségtelenül nehéz volt a múltban és nehéz lesz a jövőben is: *a társasági jog európai harmonizációja*.

E folyamat évtizedeken keresztül meglehetősen sikertelenül haladt előre. A társasági jogi irányelvek bonyolult rendszere és a rendeletek alacsony száma önmagukban is arra utalnak, hogy a felmerülő problémák mind az Uniót mind a tagállamokat nehéz helyzet elé állították. Ugyanakkor a *Társasági Jogi Akcióterv* politikai sikere szempontjából más kapcsolódó jogterületek reformja kedvező lehetőségeket kínált. E jogterületek közül kiemelhetjük a tőkepiaci jogot, de illeszkedik a kontextusba a számviteli jog, valamint a befolyásszerzés jogi szabályozása is.<sup>351</sup>

A témakör érdekes megközelítését olvashatjuk a *Highlevel Group* tagja, *Klaus J. Hopt* tollából. Eszerint az *1999-es Tőkepiaci Akcióterv (Financial Services Action Plan)* és a *2003-as Társasági Jogi Akcióterv* kapcsolata pontosan a két jogterület harmonizációjának eltérő sikerén alapult. Amíg ugyanis *Bolkestein* figyelemre méltó sikereket ért el az előbbivel, addig a társasági jog harmonizációja nehézkes maradt. *Bolkestein* innovatív ötlete a társasági jog harmonizációjának előmozdítása érdekében a két szabályozási terület (és szabályozási modell) összekapcsolásában állott. Így a Tőkepiaci Akcióterv tapasztalatai és sikerei egyaránt felhasználhatók lettek a társasági

<sup>349</sup> Lásd HOPT, Klaus J., *European Company Law and Corporate Governance: Where Does the Action Plan of the European Commission Lead?* 119-142. in CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US (Szerk.: HOPT, Klaus J. – WYMEERSCH, Eddy – KANDA, Hideki – BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009) 122. old.

<sup>350</sup> Vö. HOPT, Klaus J., *European Company Law and Corporate Governance: Where Does the Action Plan of the European Commission Lead?* 119-142. in CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US (Szerk.: HOPT, Klaus J. – WYMEERSCH, Eddy – KANDA, Hideki – BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009) 121-123. old.

<sup>351</sup> Vö. HOPT, Klaus J., *European Company Law and Corporate Governance: Where Does the Action Plan of the European Commission Lead?* 119-142. in CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US (Szerk.: HOPT, Klaus J. – WYMEERSCH, Eddy – KANDA, Hideki – BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009) 123-125. old.

jog harmonizációjának érdekében. Nagyjából ugyanez a stratégia került alkalmazásra a számvitel és a befolyásszerzés területén is.<sup>352</sup>

Ezzel összefüggésben valamit feltétlenül észre kell vennünk. Ahogyan *Hopt* is kiemeli, politikailag a megoldás igen sikeresnek mondható. De vajon nem sikkad-e el az Unióban a szabályozás tartalma a politikai egyeztetések közepette? Itt pedig visszajutunk az eredeti kérdéshez: alkalmas-e az EU jogalkotási rendszere arra, hogy keresztülvigye a megfelelő tartalmi újításokat, avagy ezek szükségszerűen elvéreznek-e a kompromisszumokon? Egy akciótervben megfogalmazott célkitűzések esetében két lényegesebb nehézséggel lehet számolni.<sup>353</sup>

Az első, hogy vajon a célkitűzések iránya helyes-e? A vonatkozó egyeztetések Uniós és tagállami szinten egyaránt fontosak, a szakmai és politikai szinten ellentétesek lehetnek. Így az eredeti célkitűzések irányt téveszthetnek, a markáns újítások semmitmondó kompromisszumba torkolhatnak.

A második, hogy a célkitűzéseket kellő időn belül képes-e szabályozni valamely EU jogforrás (rendelet, irányelv, vagy ajánlás), illetőleg a vonatkozó jogforrás kellőképpen időtálló lesz-e? A jogalkotás folyamata jelentősen elhúzódhat, viszont a globális tendenciák hihetetlen sebességgel változnak. Remek példa erre az igazgatósági tagok javadalmazásának területe. Az erre vonatkozó ajánlás megalkotása a *2003-as Akcióterv* fontos célkitűzése. Az ajánlás *egy megfelelő rendszer előmozdításáról és a jegyzett társaságok igazgatóinak díjazásához (2004/913/EK)* meg is született.<sup>354</sup> Azonban 2007. nyarán a kibontakozott pénzügyi-válság eseményei már a témakör koncepcionális átgondolását indokolták volna, ráadásul az ajánlásnál hatékonyabb formában.

A két felmerülő nehézség egyikére sem létezik hatékony megoldás. Az EU társadalmi, gazdasági és politikai adottságai mást nem tesznek lehetővé, mint az eddig követett modell alkalmazását. Mi legfeljebb a következményeket ismerhetjük fel. E következmények közül kétségkívül szembeötlő, hogy az európai fejlődés irányai mind nagyobb mértékben kénytelenek támaszkodni olyan külső megoldásokra, amelyek alkotói nem ilyen nehézségekkel szembesülnek. A gyakorlati folyamat az amerikai megoldások, valamint a nemzetközi standardok térnyerését jelenti. Ezeknek a transzplantálása<sup>355</sup> természetesen szükséges is lehet. Mégis érdemes szem előtt tartani, hogy önálló fejlődési irányok nélkül a folyamat során az európai jog jellegtelenné válhat.

Vissza kell azonban kanyarodnunk a *2003-as Akciótervhez*, valamint a célkitűzések megvalósításához. A következőkben ugyanis azt fogjuk áttekinteni, hogy az elgondolások mentén miként valósult meg a társaságirányítás európai reformja. Mielőtt az egyes témakörök elemzéshez hozzákezdénénk, meg kell jegyeznünk, hogy a felelős

---

<sup>352</sup> Vö. HOPT, Klaus J., *European Company Law and Corporate Governance: Where Does the Action Plan of the European Commission Lead?* 119-142. in CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US (Szerk.: HOPT, Klaus J. – WYMEERSCH, Eddy – KANDA, Hideki – BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009) 123-125. old.

<sup>353</sup> Lásd EDWARDS, Vanessa, *The Directive on Takeover Bids – Not Worth the Paper It's Written On*, *European Company and Financial Law Review* (2004) Vol. 1. 416-439. old.

<sup>354</sup> Lásd FERRARINI, Guido – MOLONEY, Niamh, *Executive Remuneration and Corporate Governance in the EU: Convergence, Divergence, and Reform Perspectives*, *European Company and Financial Law Review* (2004) Vol. 1. 335-337. old.

<sup>355</sup> Lásd FLEISCHER, Holger, *Legal Transplants in European Company Law – The Case of Fiduciary Duties*, *European Company and Financial Law Review* (2005) Vol. 2. 378-397. old.

társaságirányítás közös európai szabályainak uniformizált változatát, vagyis egy egységes Európai *Corporate Governance Code* megalkotását a Bizottság sem támogatta Akciótervében. Az elutasító álláspont mögött kétségkívül meghúzódott az elgondolás, miszerint egy ilyen kódex csupán egy felesleges szabályozási réteget helyezne a nemzetközi standardok és a tagállami jogok közé. Az uralkodó álláspont alapján ugyanis a piac önszabályozó mechanizmusai, kiegészülve a tagállamok szabályozási aktusaival elégségesek ezen a területen. Az álláspont teljes mértékben egybeesik a *Highlevel Group* korábban ismertetett álláspontjával. A jelenség azonban megérdemel néhány szót.

Elsőként, ha jóhiszeműen abból indulunk ki, hogy a tagállami ajánlások tartalma normatív alapon amúgy is közelít egymáshoz (és nem nehéz belátni, hogy ez volna kívánatos), akkor nem okozna problémát egy közös irányt mutató európai ajánlás. Minthogy azonban a realitás egyelőre még messze áll ettől, véleményünk szerint egy ilyen ajánlás több tekintetben is hasznos lehetne. Ebben lehetne ugyanis lefektetni azokat a koncepcionális alapelveket, amelyek követése *valamennyi* tagállamban szerencsés lenne. Ennek hiányában az egyes szakértői bizottságok és a tagállami szintű ajánlások megalkotásában résztvevő egyéb érintettek túlon túl nagy szabadságot élveznek és a folyamat tagállamonként más és más alapelvek szerint mehet végbe. És ezzel el is jutottunk az egységes *Code* hiányának<sup>356</sup> egy másik lényeges következményéhez: a tagállami ajánlások „piacán” a társaságok a flexibilisebb szabályozás irányába mozdulhatnak el. Radikális következményektől ebben az esetben sem kell tartani, a kisebb piacok véleményünk szerint még flexibilisebb szabályokkal sem lehetnének attraktívabbak a jelentősebbeknél. A nagy európai értéktőzsdék viszont igenis konkurálhatnak a flexibilis jog megalkotásában. Ez –Unió szintű ajánlások hiányában– a tagállami ajánlások felhígulásához vezethet.

Másodjára hangsúlyoznunk kell, hogy ebben a fejezetben elsődlegesen a szabályozás erejét vizsgáljuk. Ez pedig eljuttat minket ahhoz a felismeréshez, hogy európai viszonylatban a lehető leghatározottabban kell állást foglalni a piaci önszabályozás koncepciója *ellen*. Egy hasonló álláspontnak *talán* lehetne létjogosultsága egy olyan föderáció esetében, amelynek értékpiacai hozzávetőlegesen azonos súlyt képviselnének (ennek gyakorlati lehetősége nincsen), illetve egységes felügyeleti rendszer hatékony ellenőrzése alatt állnak. Azonban az EU értéktőzsdéinek eltérő súlya önmagában is kérdésessé teszi mit értünk piaci szankció alatt. Az erős piacoknak persze még kínálkozhat lehetősége szankcionálni a nemkívánatos üzleti gyakorlat –habár a *comply or explain* modell ezt is nehezíti–, azonban az erőtlenné váló tőzsdék nem szankcionálhatnak ilyen eszközökkel. A *Budapesti Értéktőzsde* példának okáért kevésbé engedhetné meg magának akár csak egyetlen meghatározó társaság elvesztését, mint a társaság ennek fordítottját. Ez természetesen azzal is jár, hogy a kisebb és kevésbé likvid piacok gyakorlatilag esélytelenek arra, hogy a társaságok üzleti gyakorlatát érdemben befolyásolják.

A következőkben essék szó a felelős társaságirányítás fontos részterületeinek egyes célkitűzéseiről az Akciótervben, illetőleg jogtechnikai megvalósításáról az EU-ban. Ezek a tárgykörök nevezetesen a *közzététel (disclosure)*, a *részvényesi jogok gyakorlása (exercise of shareholder rights)*, az *igazgatóságok és igazgatótanácsok (board of*

---

<sup>356</sup> Lásd DU PLESSIS, Jean J. – GROßFELD, Bernhard – LUTTERMANN, Claus – SAENGER, Ingo – SANDROCK, Otto, *German Corporate Governance in International and European Context* (Springer-Verlag, Berlin – Heidelberg – New York 2007) 33-35. old.

directors), valamint a szervezeti kérdéseket tekintve egy európai *Corporate Governance Forum* felállításáról. Mielőtt ezek vizsgálatához hozzákezdünk, feltétlenül tartozunk egy megjegyzéssel. A 2003-as Akcióterv nagyjából felöleli az e tárgykörökre vonatkozó célkitűzéseket, azonban vannak olyan részterületek, amelyek kapcsolódnak bár ezekhez, mégis kívül esnek az Akcióterv hatálya alól. Ilyen különösen a 2004-es Takeover Irányelv (2004/25/EK), amelyet –bár a részvényesek jogainak gyakorlásához szervesen kapcsolódik– az *Akcióterv* elegánsan kikerült. Természetesen nem is csodálkozhatunk ezen, mert amikor az *Akcióterv* megszületett, ez utóbbi irányelv már majdnem tizenöt éves kálváriáját járta.<sup>357</sup> Az ilyen esetekben természetesen külön utalunk majd erre.

## 1) A közzététel (disclosure)

Elsőként a közzétételt vonatkozásában a 2003-as *Akcióterv* célkitűzéseiről ejtünk szót. A *közzététel* tekintetében a 2002/1606/EK rendelet már korábban előírta a jegyzett társaságok számára a nemzetközi standardokhoz történő igazodást<sup>358</sup> (*International Accounting Standards – IAS, International Financial Reporting Standards – IFRS*).<sup>359</sup> Ugyanakkor a Bizottság a *közzététel* tekintetében két fontos célt jelölt meg *Akciótervében*. Ezek közül mindkettőt irányelvi szinten tervezte megvalósítani. Egyik részről rövid távon előkészíteni egy előterjesztést, amely egy évenkénti aktuális *corporate governance nyilatkozat* alapelveit fekteti le. Másik részről középtávon előterjeszteni olyan szabályokat, amelyek kötelezik az *intézményi befektetőket* befektetési politikájuk közzétételére, különös tekintettel a szavazati jogok gyakorlására. Már e célkitűzések megfogalmazásával egy időben kirajzolódtak bizonyos szempontok, melyeket a Bizottságnak szem előtt kellett tartania, hogy azok a későbbi szabályok alkalmazási körében ne okozzanak nehézségeket. Elsőként a *corporate governance nyilatkozat*<sup>360</sup> összefüggésében szólnunk ezekről. Egy ilyen jelentés kétségtelenül hasznos a transzparencia növelése szempontjából. Ugyanakkor magában hordozta annak a lehetőségét, hogy feleslegesen ismétljen, avagy megduplázza már létező közzétételi szabályokat. Ezeknek két csoportja tűnt igazán fontosnak: a tagállami kötelező erejű szabályok, illetőleg a nemzetközi standardok (pl. *International Accounting Standard – IAS*).<sup>361</sup> Noha a problémafelvetés kétségkívül helytálló, mégis elmondhatjuk, hogy egy ehhez fogható jelentőségű szabályozási területen érdemesebb az *inkább kétszer, mint egyszer sem* elvet követni. Ennél jelentősebb tartalmi kérdésnek mutatkozott, hogy a közzététel milyen terjedelemben legyen kötelező, hiszen a felelős társaságirányítás, mint *corporate governance*, egyaránt értelmezhető szűken és vegytisztán (pl. az igazgatóság vagy igazgatótanács összetételére és működésére vonatkozó kérdések

---

<sup>357</sup> Lásd EDWARDS, Vanessa, *The Directive on Takeover Bids – Not Worth the Paper It's Written On*, European Company and Financial Law Review (2004) Vol. 1. 416-439. old.

<sup>358</sup> Lásd DU PLESSIS, Jean J. – GROßFELD, Bernhard – LUTTERMANN, Claus – SAENGER, Ingo – SANDROCK, Otto, *German Corporate Governance in International and European Context* (Spiringer-Verlag, Berlin – Heidelberg – New York 2007) 181-182. old.

<sup>359</sup> Lásd DU PLESSIS, Jean J. – GROßFELD, Bernhard – LUTTERMANN, Claus – SAENGER, Ingo – SANDROCK, Otto, *German Corporate Governance in International and European Context* (Spiringer-Verlag, Berlin – Heidelberg – New York 2007) 216. old.

<sup>360</sup> IFC (International Finance Corporation) World Bank Group – Global Corporate Governance Forum, *The EU Approach to Corporate Governance – Essentials and Recent Developments* (2008, február) 9. old.

<sup>361</sup> Lásd DU PLESSIS, Jean J. – GROßFELD, Bernhard – LUTTERMANN, Claus – SAENGER, Ingo – SANDROCK, Otto, *German Corporate Governance in International and European Context* (Spiringer-Verlag, Berlin – Heidelberg – New York 2007) 182. old.

összességüként), illetve kiterjesztően, magába foglalva a például a tulajdonosi szerkezetre és a könyvvizsgálatra vonatkozó információkat is. Végezetül aggodalmat keltett a vállalati szférában, hogy kötelező lesz-e a *corporate governance nyilatkozat* éves beszámolóba történő foglalása. A társaságok tartottak attól, hogy amennyiben ez megvalósul, úgy ez jogszabályon alapuló kötelezettségük lesz és könyvvizsgálati költségeik emelkedéséhez vezet. A félelmek nem kis részben táplálóztak a *Sarbanes-Oxley Act* amerikai tapasztalataiból, ahol a könyvvizsgálati kötelezettségek új törvényen alapuló kellékei jelentősen megdrágították a kiadásokat.<sup>362</sup> Végül mindkét megoldás alkalmazása lehetségessé vált, amely ismét az EU jog hajlékonyságára utal.<sup>363</sup>

Az *Akcióterv* másik izgalmas kérdésfelvetése a *közzététel (disclosure)* vonatkozásában az intézményi befektetők szerepvállalását érintette. Ebben a tekintetben három célkitűzés született, amelyek közül nem mindegyik nyerte el az üzleti szféra osztatlan támogatását.

A Bizottság középtávú célkitűzése az volt, hogy irányelvi szinten rögzítse az intézményi befektetők kötelezettségét arra nézve, hogy

- közzétegyék a befektetési stratégiájukat;
- illetőleg a befektetéseik után gyakorolt szavazati jogokra vonatkozó stratégiájukat;
- emellett a befektetések tulajdonosainak (*beneficial holders*)<sup>364</sup> kérésére arról is adjanak felvilágosítást, hogy konkrét esetben hogyan gyakorolták ezeket a jogokat. (Itt érdemes megjegyeznünk, hogy a szakmai álláspontok egy része az egész célkitűzést azon az alapon kritizálta, hogy a *beneficial holder* kifejezés nem definiálható kellőképp pontosan egy esetleges jövőbeni rendelkezés alkalmazásának viszonylatában.

A célkitűzések megítélésében az üzleti szféra igen óvatos volt, noha kétségtelen, hogy az intézményi befektetők jelentős súlya indokolná a szigorúbb felelősségi szabályokat.

Az első célkitűzés szakmai fogadtatása alapvetően pozitív volt (lévén ez a gyakorlat már több EU tagállamban is élt), azzal a fenntartással, hogy az a bizalmas információk közzétételére ne vonatkozzon.

A másik két célkitűzés tekintetében már több kritika merült fel. Például egy érv, miszerint az ilyen követelmények nem motiválnák lényegesen az intézményi befektetők aktívabb részvételét, minthogy annak akadályá elsősorban a jogszabályi háttér előírásaiban keresendő, például abban a kötelezettségben, hogy a részvényesek

---

<sup>362</sup> Lásd *Synthesis of the responses to the Communication of the Commission to the Council and the European Parliament "Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward" – COM (2003) 284 final of 21 May 2003 A Working Document of DG Internal Market*, 9. old.

<sup>363</sup> Lásd AZ EURÓPAI PARLAMENT ÉS A TANÁCS 2006/46/EK IRÁNYELVÉT (2006. június 14.) a meghatározott jogi formájú társaságok éves beszámolójáról szóló 78/660/EGK, az összevont (konszolidált) éves beszámolóról szóló 83/349/EGK, a bankok és más pénzügyi intézmények éves beszámolójáról és konszolidált éves beszámolójáról szóló 86/635/EGK, valamint a biztosítóintézetek éves és összevont (konszolidált) éves beszámolójáról szóló 91/674/EGK tanácsi irányelv módosításáról.

<sup>364</sup> A célkitűzést ért kritikák közül éppen az egyik legfontosabb volt, hogy a *beneficial holder* (vagy *beneficial owner*) terminológia igen sokféleképpen érthető. Általános értelemben a *beneficial owner* és a *registered owner* elhatárolást szokták alkalmazni befektetési intézmények és brókercégek által kezelt részvényportfóliók esetében: a *registered owner*, aki a befektetés névleges tulajdonosa, míg *beneficial owner*, aki a befektetés *tényleges* hasznélvezője. Példának okáért *registered owner* lehet a brókercég, míg *beneficial owner* az a természetes vagy jogi személy, aki a részvényportfólió megvásárlására megbízást adott.



pénzügyi instrumentumaikat letétbe helyezték, illetőleg a szavazati jogok határokon átvéltő gyakorlásának (*cross-border voting*) akadályában.

További kritika alapját képezte, hogy a szavazati jogok gyakorlása meglehetősen dinamikus és flexibilis stratégiát igényel, emiatt annak gyakorlati aspektusait nehéz volna előzetes elgondolásokon alapuló teoretikus szabályozás alá vonni.

A célkitűzések ellenzői szerint attól is tartani kellett, hogy az Európán kívüli intézményi befektetőkkel szemben az ilyen rendelkezések versenytorzító hatást eredményeznének.

Végezetül a szakmai álláspontok egy része azzal érvel, hogy az ilyen rendelkezések megsértenék a részvényesek egyenlő elbírálásának az elvét, amennyiben az intézményi befektetőkre más szabályok vonatkoznának, mint a többi részvényesre.<sup>365</sup>

Másik részről azt is meg kell említeni, hogy az *Akcióterv* nem tűzte ki célul, hogy az intézményi befektetők kötelesek legyenek módszeresen gyakorolni a szavazati jogaikat, ami ismét az önszabályozás (és a *soft law*) irányába tereli az EU szabályozás arculatát. Természetesen ez a megoldás az üzleti szféra általános támogatását élvezte. Ebben a megoldásban ismét meg kell látnunk az EU megközelítésének körülményességét a felelős társaságirányítás vonatkozásában: az egyik oldalról súlyos érvek egy jogintézmény gyakorlásának közzétételét illetően, míg a másik oldalon a jogintézmény gyakorlása nem kötelező. Ebből persze messzemenő következtetést még nem lehet levonni, de a kétségtelenül mutat némi analógiát az általános megközelítés viszonylatában.

Legvégül érdemes megemlíteni, hogy elterjedt volt a vélekedés, miszerint a célkitűzés sem időszerűnek nem mondható, sem arra alkalmasnak, hogy irányelvi szintű szabályozást nyerjen. Egyik részről méltányolható indok, hogy egy ilyen rendelkezést csak azután érdemes hatályba léptetni, miután számos egyéb jogintézmény alkalmazása letisztultabbá válik (például a *cross-border voting*, vagyis a szavazati jogok határokon átvéltő gyakorlásának problémája). Ennek értelmében a középtávú célt jobbnak látták hosszú távúra módosítani. Másik részről elfogadható érv az is, hogy –ha már a *comply or explain* nemzeti kódexek teret nyertek a *corporate governance* normák szabályozásában, úgy a kérdést célszerűbb lenne ezek hatáskörébe utalni.

Ezek a kritikák időtállóan bizonyultak, hiszen a célkitűzések eddig nem kerültek irányelvi szinten szabályozásra, még akkor sem, ha a témakör vegyes karakterét tekintve mind a Transzparencia irányelv (2004/109/EK), mind az Egyes részvényesi jogok gyakorlásáról szóló irányelv (2007/36/EK) szabályozási körében helyet kaphattak volna.

A Bizottság által meghatározott célok megvalósítása érdekében eddig három irányelv született:

–Az éves és összevont (konszolidált) éves beszámolók jog szerinti könyvvizsgálatáról, a 78/660/EGK és a 83/349/EGK tanácsi irányelv módosításáról, valamint a 84/253/EGK tanácsi irányelv hatályon kívül helyezéséről (2006/43/EK).

–A meghatározott jogi formájú társaságok éves beszámolójáról szóló 78/660/EGK, az összevont (konszolidált) éves beszámolóról szóló 83/349/EGK, a bankok és más pénzügyi intézmények éves beszámolójáról és konszolidált éves beszámolójáról szóló 86/635/EGK, valamint a biztosítóintézetek éves és összevont (konszolidált) éves beszámolóiról szóló 91/674/EGK tanácsi irányelv módosításáról (2006/46/EK).

---

<sup>365</sup> Lásd *Synthesis of the responses to the Communication of the Commission to the Council and the European Parliament "Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward"* – COM (2003) 284 final of 21 May 2003 A Working Document of DG Internal Market, 9-10. old.

–A szabályozott piacra bevezetett értékpapírok kibocsátóival kapcsolatos információkra vonatkozó átláthatósági követelmények harmonizációjáról és a 2001/34/EK irányelv módosításáról (2004/109/EK).

a) A 2006/43/EK irányelv – Ez az irányelv tulajdonképpen a könyvvizsgálók feladatait, munkájuk ellenőrzését, függetlenségüket, és az etikai szabályokhoz történő viszonyukat szabályozza. A számvitel és a felelős társaságirányítás (*corporate governance*) kapcsolódási pontjai közül természetesen nem az összes tarthat számot az érdeklődésünkre. Így a kifejezetten számviteli jellegű szakkérdések vizsgálatára itt most nem kínálkozik lehetőség. Ehelyett érdemes a kifejezetten *corporate governance* karakterű szabályokra koncentrálnunk. Ezek közül a legjelentősebbek az audit bizottságokra vonatkozó rész tárgyát képezik az irányelv 41. cikkében.

A 41. cikk (1) bekezdés értelmében:

*Minden közérdeklődésre számot tartó jogalanynak rendelkeznie kell audit bizottsággal. A tagállamok meghatározzák, hogy az audit bizottság az ügyviteli szerv nem ügyvezető tagjaiból és/vagy a vizsgált jogalany felügyelő bizottságának tagjaiból, és/vagy a vizsgált jogalany részvényesi közgyűlése által kinevezett tagokból álljon-e. Az audit bizottság legalább egy tagja független kell, hogy legyen, és rendelkeznie kell számviteli és/vagy könyvvizsgálati szakértelemmel.*

A közérdeklődésre számot tartó jogalany kifejezés az irányelv alkalmazásában elsősorban a jegyzett társaságok, a pénzügyintézetek, illetőleg a biztosítók összefüggésében értendő. Az audit bizottságok felállítása a modern *corporate governance* igen korszerű kelléke, amelyek státuszát az amerikai *Sarbanes-Oxley Act* is szabályozta 2002-ben. A rendelkezés a közérdeklődésre számot tartó jogalanyok vonatkozásában igen határozott, amennyiben a bizottság felállítását kötelezővé teszi. Ugyanakkor az összetételének megállapítását illetően már jóval megengedőbb. Egyik részről még meghatározásra kerül, hogy az érintett társaság nem ügyvezető igazgatói és felügyelő bizottsági tagjai vagy részvényesi delegáltjaiból állhat (a tagállami rendelkezés függvényében), azonban a legalább egy független tag kritériuma semmiképpen sem mondható szigorúnak. Annak tükrében pedig még enyhébbnek tekinthető, hogy a tagállami ajánlások is igen megengedők a kérdést illetően. (Az Egyesült Királyságban a *Combined Code* például csak alapelvi szinten rendelkezik arról, hogy kívánatos az ügyvezető és a nem ügyvezető tagok egyensúlya az igazgatótanácsban, különös tekintettel a független nem ügyvezető tagok számára.)

Az irányelvben meghatározásra került azon társaságok köre is, amelyek esetében az audit bizottság funkciói a teljes ügyviteli (vagy felügyeleti) szerv által is gyakorolhatók. E társaságok körének meghatározásánál az irányelv a 2003/71/EK irányelv 2. cikk (1) bekezdésének f) pontjára utal. Eszerint ide tartoznak a kis- és középvállalkozások, amelyek e hivatkozott (2003/71/EK) irányelv meghatározása szerint olyan társaságok, amelyek legutóbbi éves vagy konszolidált éves beszámolójuk alapján az alábbi három kritérium közül legalább kettőnek megfelelnek: az adott pénzügyi évben alkalmazottaik átlagos száma 250- nél kisebb, mérlegfőösszegük nem haladja meg a 43 000 000 eurót, és éves nettó árbevételük az 50 000 000 eurót.

Méltányolható, hogy a 2006/43/EK irányelv a kis- és középvállalkozások viszonylatában nem erőteti a *corporate governance* költséges kellékeinek alkalmazását, ugyanakkor kérdéses, hogy az ilyen társaságok irányító testülete alkalmas-e az audit bizottság funkcióinak ellátására. Ez annyiban is bizonytalan, amennyiben a testület ülésein az irányítási és ellenőrzési funkciók összekeveredhetnek és külön ülések

hiányában az ügyvezető igazgatók nagyobb mértékben befolyásolhatják e funkciók gyakorlását. Ezt a túlsúlyt hivatott némiképp kompenzálni az irányelv vonatkozó rendelkezése, miszerint az ügyviteli szerv elnöke nem töltheti be az audit bizottság elnöki funkcióját abban az esetben, ha maga is ügyvezető tag.

Az irányelv az audit bizottságok feladatként jelöli meg, hogy figyelemmel kíséresse a pénzügyi beszámolás folyamatát, a cég belső ellenőrzésének (*internal control*), adott esetben belső auditjának (*internal audit*) és kockázatkezelő rendszereinek hatékonyságát. Emellett, hogy nyomon kövesse az éves és összevont (konszolidált) éves beszámolók jog szerinti könyvvizsgálatát, illetve hogy felülvizsgálja és figyelemmel kíséresse a jog szerinti könyvvizsgáló és a könyvvizsgáló cég függetlenségét és különösen a vizsgált jogalany részére nyújtott további szolgáltatásokat.

b) *A 2006/46/EK irányelv* – Az imént láthattuk, hogy a *2006/43/EK irányelv* módosította a negyedik (*78/660/EGK*) és a hetedik (*83/349/EGK*) számviteli irányelveket, amely változtatásoktól a Bizottság célkitűzéseinek kellőképpen eredményes megvalósítását remélte. Azonban az eredeti (az *Akciótervben* megfogalmazott) célkitűzések szempontjából fontosabb a negyedik és hetedik számviteli irányelveket módosító *2006/46/EK irányelv*, amely a *corporate governance nyilatkozatra* vonatkozó szabályokat tartalmazza.<sup>366</sup> Az ebben eszközölt megoldások azoknak kedveztek, akik takarékosági okokból elleneztek, hogy a *corporate governance nyilatkozat* az éves jelentés részét képezze, hiszen az irányelv akár annak részeként, akár attól külön is lehetővé teszi közzétételét. Ez többirányú kérdésfelvetést indokol. Egyik részről bizonyítja-e ez a jelenség, hogy az európai nézőpont eltér az amerikaiétól? Véleményünk szerint igen. Ebben a megoldásban újabb bizonyítékát leljük, hogy az EU kínosan ügyel arra, hogy szabályozása ne legyen túlságosan tolaikodó a vállalatok számára. A *Highlevel Group* már az alapelvek lefektetésével egy időben javasolta a Bizottságnak, hogy a közzététel európai szabályai szempontjából érdemes a „*legkevésbé tolaikodó*”<sup>367</sup> megoldást választani. Másik részről kérdéses, hogy ettől az amerikai szabályozás kiválóbb-e az európainál. A választ pedig csak a társaságirányítás gyakorlatában –konkrét esetekben– válaszolhatnánk meg. Azt ugyanis már a 2002-es vállalati botrányok is bizonyították, hogy a jogszabályok betű szerinti betartása és a *corporate governance* divatos kellékeinek fenntartása önmagában nem jelentenek garanciát a csalásokkal szemben.

Mindemellett a számviteli alapelvek módosítása során az irányelv megerősítette az igazgatósági tagok kollektív felelősségét az éves jelentésért.

c) *A Transzparencia Irányelv* – Végezetül essék szó az EU Transzparencia Irányelvről, vagyis a *2004/109/EK irányelvről* (2004. december 15.) a szabályozott piacra bevezetett értékpapírok kibocsátóival kapcsolatos információkra vonatkozó átláthatósági követelmények harmonizációjáról és a *2001/34/EK irányelv* módosításáról.

<sup>366</sup> Lásd DU PLESSIS, Jean J. – GROßFELD, Bernhard – LUTTERMANN, Claus – SAENGER, Ingo – SANDROCK, Otto, *German Corporate Governance in International and European Context* (Spiringer-Verlag, Berlin – Heidelberg – New York 2007) 183. old.

<sup>367</sup> „*least intrusive means of regulation*” Lásd HOPT, Klaus J., *European Company Law and Corporate Governance: Where Does the Action Plan of the European Commission Lead?* 119-142. in CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US (Szerk.: HOPT, Klaus J. – WYMEERSCH, Eddy – KANDA, Hideki – BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009) 121-123. old.

A Transzparencia Irányelv annak érdekében született, hogy a befektetők nagyobb mennyiségben és jobb minőségben juthassanak információkhoz, a jegyzett társaságok pénzügyi helyzetét illetően, illetve hogy tájékozódhassanak a tulajdonosi szerkezet vonatkozásában.

Az irányelv a pénzügyi adatok közzétételének gyors és folyamatos rendszerét kívánta megvalósítani, amely az éves és negyedéves pénzügyi beszámolók közzétételének kötelezettségén, illetve az úgynevezett *időközi vezetőségi nyilatkozatok* közzétételén alapult. E kettős kötelezettség nem csak a konkrét pénzügyi helyzet megismerését teszi lehetővé a befektetők számára, hanem azt is, hogy azt az adott időszakban lebonyolított pénzügyi tranzakciók (illetve más pénzügyi események) összefüggésében szemlélhessék. Az intézkedés a 2002-es vállalati botrányok összefüggésében igen korszerűnek mondható, csakúgy mint a 2007-2008-as pénzügyi válság tapasztalatainak vonatkozásában. A pénzügyi helyzet ugyanis valóban az azt megalapozó tranzakciók ismeretében ítéhető csak meg kellő pontossággal. Viszont feltétlenül meg kell jegyezni, hogy a tranzakciókról közölt adatok valótlanúságára gyakran csak visszafordíthatatlanul kedvezőtlen pénzügyi helyzetben kerül sor, amely már nem teszi lehetővé azok hasznosítását a befektetők számára. Ez visszavezet minket ahhoz a problémához, hogy a kimutatott növekedés időszakában még azok a tranzakciók is zseniális pénzügyi stratégiának tűnhetnek, amelyekről utólag kiderül, hogy éppen az ellenkező hatást eredményezik.

Emellett az irányelv elősegítette, hogy a jelentősebb nagyságú részvényblokkok megszerzéséről vagy átadásáról a befektetők hatékonyabban informálódhassanak. Ennek értelmében a székhely szerinti tagállam biztosítja azt, hogy ha egy részvényes olyan kibocsátó részvényeit vásárolja meg vagy adja el, akinek részvényeit szabályozott piacra bevezették és amelyekhez szavazati jog kapcsolódik, akkor a részvényes tájékoztatja a kibocsátót a vásárlás vagy az eladás eredményeképpen a részvényes birtokában lévő kibocsátói szavazati jogok arányáról, ha ez az arány eléri vagy meghaladja az 5 %-os, a 10 %-os, a 15 %-os, a 20 %-os, a 25 %-os, a 30 %-os, az 50 %-os és a 75 %-os küszöbértéket, vagy e küszöbértékek alá csökken. A kibocsátónak a piac irányában áll fenn tájékoztatási kötelezettsége.

Az irányelv szabályozási technikája az úgynevezett *minimális harmonizációs kötelezettséget* állapította meg. Ez azt jelenti, hogy a tagállamok a hazai kibocsátók vonatkozásában szigorúbb szabályokat is alkalmazhatnak, azonban nem tehetnek így azon az alapon, hogy adott társaság értékpapírjait az adott tagállam területén belül eső szabályozott piacon kereskedik. Ezen kívül a befektetők jelentősebb részvényblokk szerzésével járó közzétételi kötelezettségének összefüggésben sem állapítható meg szigorúbb szabály a tagállamok által, mint amelyet az irányelv előír.

Az irányelv tagállami szintű alkalmazása által növekedhet a jegyzett társaságok felelős irányítása iránti igény és azzal párhuzamosan szigorúbbá válhat az igazgatók felelősségének zsinórmértéke is. Erre utal az Egyesült Királyság pénzügyi felügyeleti hatóságának (*Financial Supervision Authority*) javaslata, amely szerint a jegyzett társaságok felelősségi nyilatkozatot (*Responsibility Statement*) tehetnének közzé.

A *Responsibility Statement* keretein belül a társaság felelős tagjainak –különösképpen az igazgatók tartoznak ide– nyilatkozniuk kell arról, hogy legjobb ismereteik szerint az éves pénzügyi beszámolók az alkalmazandó számviteli alapelvek alkalmazásával készültek és a társaság konszolidált vagyonáról, a felelősségről, a pénzügyi helyzetről és a profitról és a veszteségről valós képet mutat.

Az éves vezetőségi nyilatkozatnak valós áttekintést kell nyújtania az üzleti helyzetről és a társaság helyzetéről, ide értve a társaságot érintő alapvető kockázatok és bizonytalansági tényezők ismertetését is.

A féléves vezetőségi nyilatkozatnak valós áttekintést kell nyújtania az első hat hónapban felmerült fontosabb eseményekről, illetőleg azoknak a pénzügyi beszámolóra gyakorolt hatásáról, tekintettel a soron következő hat hónap vonatkozásában felmerülő kockázatok és bizonytalansági tényezők ismertetésére is.<sup>368</sup>

## 2) A részvényesek jogai és azok gyakorlása

A Bizottság a 2003-as Akciótervével a részvényesek joggyakorlását is elő kívánta mozdítani, amelynek lényeges eleme az információkhoz történő hozzáférés könnyítése a befektetők számára. A részvényesek jogainak gyakorlását megkönnyíteni, illetőleg a jogok tartalmát kiszélesíteni egyet jelent azzal, mint nagyobb teret engedni a befektetők és a részvényesek önszegélyezési mechanizmusainak.<sup>369</sup>

Az elektronikus távközlési eszközök útján történő hozzáférés a lényeges információkhoz a modern társaságirányítás egyik fontos kritériuma, amelynek megvalósítása a Bizottság álláspontja szerint az –akkor még tervezett– Transzparencia irányelv rendelkezései által is előmozdítható.

A Bizottság a szakmai álláspontokat figyelembe véve lényeges kérdésnek ítélte, hogy az elektronikus eszközök útján történő információk közzététele mennyiben szabályozható kötelezően és a tradicionális megoldásoknak mennyiben marad helyük. Az üzleti szféra érintettjei úgy foglaltak állást, hogy noha a technikai fejlődés jelentős<sup>370</sup> bár, de annyira mégsem, hogy az elektronikus eszközök alkalmazása kötelező legyen e területen. Ehelyett a társaságokat ösztönözni kell arra, hogy az elektronikus kommunikációs eszközök útján *lehetőséget* biztosítsanak befektetőik számára az információk megszerzésére. Emellett azonban a tradicionális megoldásokat is fenn kell tartani, sőt hozzáférhetőbbé kell tenni.

A célok elérése érdekében szinte természetesnek tűnt, hogy a hajlékonyabb szabályozás hatékonyabb, mint a kötelező erejű. Véleményünk szerint ezen a területen ez a megközelítés helyesnek mondható, még akkor is, ha kétségtelenül vonultathatók fel ellenérvek is. Kisebbségi szakmai álláspontnak tekinthető ugyanis a vélekedés, miszerint a társaság legfőbb szervének határozata önmagában kevés az elektronikus telekommunikációs eszközök használatának engedélyezéséhez,<sup>371</sup> mivel az csak abban

<sup>368</sup> IFC (International Finance Corporation) World Bank Group – Global Corporate Governance Forum, The EU Approach to Corporate Governance – Essentials and Recent Developments (2008, február) 10. old.

<sup>369</sup> „Enhancing shareholders’ rights by mandatory law fits into a governance system that is more market-oriented because it strengthens self-help by shareholders and investors” Lásd HOPT, Klaus J., *European Company Law and Corporate Governance: Where Does the Action Plan of the European Commission Lead?* 119-142. in CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US (Szerk.: HOPT, Klaus J. – WYMEERSCH, Eddy – KANDA, Hideki – BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009) 131. old.

<sup>370</sup> „Globalization and Digitalization” Lásd ZETZSCHE, Dirk A., *Shareholder Interaction Preceding Shareholder Meetings of Public Corporations – A Six Country Comparison*, European Company and Financial Law Review (2005) Vol. 2. 112. old.

<sup>371</sup> Lásd ZETZSCHE, Dirk A., *Shareholder Interaction Preceding Shareholder Meetings of Public Corporations – A Six Country Comparison*, European Company and Financial Law Review (2005) Vol. 2. 133. old.

az esetben méltányos, ha az érintett részvényesek *személy szerint* is beleegyeznek abba. Véleményünk szerint ez az elképzelés túlságosan is megnehezítené a vonatkozó szabályok alkalmazását, illetve lehetővé tenné a joggal való visszaélést is a felvázolt jogalapon. Emiatt a Bizottság döntését is helyeselhetjük, – amely egybeesett a többségi vélekedéssel ezen a területen.<sup>372</sup>

A fentebb említett folyamatok kérdésében az állásfoglalás –úgy fest– nem volt túlságosan bonyolult. Nem is lehetett az, hiszen a technikai fejlődés kétségtelenül nem hagyható figyelmen kívül az üzleti szférában. Ennél bonyolultabb felvetésnek kínálkozott más részvényesi jogok gyakorlásának elősegítése, illetőleg a határokon átvívelő szavazati joggyakorláshoz kapcsolódó problémák egy részének megoldása.

A Bizottság rövid távú célkitűzése az volt, hogy *irányelvi szinten* fog előállni egy olyan norma-annyaggal, amely a részvényesek joggyakorlását elősegíti, illetve biztosítja annak korszerű keretszabályozását. Ebből a szempontból kiemelt szerepet kapott, hogy egyszerűbbé váljon a befektetők számára a kérdésfeltevési, előterjesztési, képviselő útján történő szavazási és a közgyűlésen történő elektronikus részvételi jogaik gyakorlása.

Az elhatározás egy ilyen irányelv megalkotását illetően majdhogynem egyhangú támogatást élvezett az üzleti és szakértői szférában. Alig akadt olyan álláspont, amely ellenezte volna egy olyan keretszabályozás létrejöttét, amely a részvényesi jogok gyakorlását segítené elő.

Ennél összetettebb kérdésnek kínálkozott, hogy kinek kell viselnie a képviselő útján történő szavazás<sup>373</sup> adminisztratív terheit?<sup>374</sup> A Bizottság előzetes álláspontja az volt, hogy méltánytalan lenne ezeket teljes mértékben az érintett társaságra hárítani; ezzel szemben a szükséges lépések egy részét a részvényesnek kell megtennie, amennyiben ez irányú jogosultságait gyakorolni szeretné. Szintén nem volt egyértelmű, hogy bizonyos jogok teljes terjedelemben történő gyakorlása nem vezethet-e a joggal való visszaéléshez? Itt elsősorban a kérdések feltevéséhez, illetőleg az előterjesztéshez fűződő jogosultságokra kell gondolni. A Bizottság úgy gondolta, hogy ezeket a tervezett irányelvben a szükséges mértékben korlátozni kell, hogy a visszaélések hosszabb távon is elkerülhetők legyenek.

Az elektronikus távközlési eszközök használatával kapcsolatban a potenciális lehetőségek felett érzett lelkesedés mellett lényeges gyakorlati előkérdések is felmerültek. Így például az, hogy ezeknek használatát kötelező legyen-e engedélyezni a társaságoknak, illetőleg a társaság önmaga határozhasson arról, hogy lehetővé teszi-e használatukat? Az ilyen eszközök használata azt a kérdést is felvetette, hogy nem kellene-e meghatározni általános kritériumokat a használt eszközök vonatkozásában, tekintettel arra, hogy azok használata a későbbiekben ne adjon lehetőséget (elsősorban technikai jellegű) visszaélésekre. A szabályok körültekintő kidolgozását kétségkívül az

---

<sup>372</sup> Lásd *Synthesis of the responses to the Communication of the Commission to the Council and the European Parliament "Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward"* – COM (2003) 284 final of 21 May 2003 *A Working Document of DG Internal Market*, 10-11. old.

<sup>373</sup> Lásd ZETZSCHE, Dirk A., *Shareholder Interacton Preceding Shareholder Meetings of Public Corporations – A Six Country Comparison*, *European Company and Financial Law Review* (2005) Vol. 2. 131-132. old.

<sup>374</sup> Lásd ZETZSCHE, Dirk A., *Shareholder Interacton Preceding Shareholder Meetings of Public Corporations – A Six Country Comparison*, *European Company and Financial Law Review* (2005) Vol. 2. 139-142. old.

is ösztönözte, hogy bár azok a nyilvánosan működő társaságok vonatkozásában kerültek terítékre, a jövőbeni eredmények tükrében a zártkörűen működő társaságok is alkalmazhatnák azokat a hatékonyabb üzleti gyakorlat érdekében.

A határokon átívelő szavazás kérdéseinek átfogó vizsgálatában és vonatkozó ajánlások kidolgozásában nagy szerepe volt egy e célra létrehozott szakértői munkacsoportnak, az úgynevezett *Expert Group on Cross-border Voting in Europe*<sup>375</sup> elnevezésű testületnek. A munkacsoport 2002. augusztusi zárójelentését<sup>376</sup> a Bizottság a témakörben, a továbbiakban felmerülő kérdések európai kiindulópontjának tekintette. E terület jövőbeni aspektusai szempontjából már akkor nagy érdeklődésre tartott számot a letétkezelő pénzügyintézetek szerepének ellenőrzése és ösztönzése, különösen abban a tekintetben, hogy közvetítőként mindig a számlatulajdonosaik érvényes utasításai alapján járjanak el.<sup>377</sup>

Végezetül érdemes megemlíteni, hogy a Bizottság jelezte szándékát, miszerint középtávon fontosnak tartja egy tanulmány elkészítését, amely a legkevésbé rossz magyar fordításban *részvényes demokrácia (shareholder democracy)* megvalósítására tett célkitűzések konzekvenciáit elemezi. Érdekes, hogy e témakör vonatkozásában a szakmai álláspontok nem kifejezetten e tanulmány vonatkozásában csaptak össze egymással. Ehelyett a célkitűzés ismét ráirányította a figyelmet egy fundamentális jelentőségű vitára: az eltérő álláspontokra az „*egy részvény egy szavazat*” (*one share one vote*) elvének<sup>378</sup> vonatkozásában. Ez az elv a szakmai álláspontok korántsem fölényes többségének támogatását élvezte csak, és ellenzőinek tábora, noha kisebbségben voltak, mégiscsak erősebb volt. A felmerülő érvek vonatkozásában e vita alkalmával ismét kifejezésre jutott az elképzelés, hogy a *shareholder democracy* elve az egy részvényre eső egy szavazat – a *one share one vote* – elvével párhuzamosan teljesebben csak ki. Ugyanakkor az alapelv ellenzői az üzleti organizációk szervezeti és irányítási szabadságának korlátozásáról beszéltek és azzal érveltek, hogy a részvényesek lojalitása is sérülhetne. Emiatt, noha egy átfogó tanulmány elkészítését az alapelv ellenzői nem opponálták, felhívták a figyelmet arra, hogy annak a *shareholder democracy* lehető legtágabb aspektusainak – szinte minden részletre kiterjedő – vizsgálatán kell alapulnia.

Itt kell utalnunk arra, hogy a vitában összeütköző érvrendszerekben pontosan ugyanazok a momentumok köszönnek vissza, amelyek az akkor még meg nem született,

---

<sup>375</sup> E szakértői munkacsoport a határokon átívelő szavazás kérdéseivel foglalkozott, amelyek vonatkozásában ajánlásokat fogalmazott meg. Ezek közzétételére a testület 2002. augusztusi záró jelentésében került sor. A munkacsoport elnöke *Jaap Winter* professzor volt; tagjai *Ulrich Noack*, *Philippe Bissara*, *Dario Trevisan*, *Jonathan Bates*, *Jan Schans Christensen* voltak; titkára *Marnix van Ginneken* volt.

<sup>376</sup> Lásd CROSS-BORDER VOTING IN EUROPE Final report of the Expert Group on Cross-Border Voting in Europe August 2002;

Elérhető: <http://www.jura.uni-duesseldorf.de/dozenten/noack/texte/normen/amsterdam/final.pdf>

<sup>377</sup> Lásd *Synthesis of the responses to the Communication of the Commission to the Council and the European Parliament "Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward"* – COM (2003) 284 final of 21 May 2003 A Working Document of DG Internal Market, 11. old.

<sup>378</sup> Lásd FERRARINI, Guido, *One Share – One Vote: A European Rule?* European Company and Financial Law Review (2006) Vol. 3. 147-177. old.

de már hosszú ideje heves nézetkülönbségeket indikáló Takover Irányelv vonatkozásában felmerültek.<sup>379</sup>

A vita során felmerült az a megoldási javaslat is, amely egy javasolt (2006) időpontot követően jegyzett társaságok vonatkozásában alkalmazta volna a *one share one vote* alapelvét, míg a társaságok fennmaradó –igen jelentős– hányadának vonatkozásában a megoldás további átgondolását indítványozta.<sup>380</sup> Végül az alapelv alkalmazására az Unió mégsem mutatkozott nyitottnak és annak előmozdítás érdekében a szükséges lépések nem történtek meg.<sup>381</sup>

A Bizottság 2003-as Akciótervében megfogalmazott célok szempontjából kiemelkedő jelentőségű irányelv *Az egyes részvényesi jogok gyakorlásáról a tőzsdén jegyzett társaságokban (2007/36/EK)*. Emellett fontos megjegyezni, hogy bár az individuális részvényesi jogok gyakorlása módjának és terjedelmének szabályozása önmagában is átfogó reformnak tekinthető, a részvényesek jogainak szempontjából az EU *Takeover Irányelvét (2004/25/EK)* sem hagyhatjuk figyelmen kívül. A piaci kontroll szabályozása és a nyilvános vételi ajánlatokra vonatkozó rendelkezések ugyanis közvetlenül és közvetetten is nagy hatást gyakorolhatnak a részvényesek jogaira. Ugyanakkor az EU 2003-as Akcióterve érthető okokból<sup>382</sup> nem foglalkozott a nyilvános vételi ajánlat részvényesi jogokat érintő vonatkozásaival.

#### *a) Irányelv az egyes részvényesi jogokról*

Ez az irányelv a célkitűzéseknek megfelelően szélesíti a szabályozott piacokon kereskedett társaságok részvényeseinek biztosítékait arra, hogy a közgyűlésekkel kapcsolatos aktuális információkhoz időben hozzájuthassanak, illetőleg, hogy távközlési eszközök útján szavazhassanak. Emellett a célkitűzéseknek megfelelően szabályozza a kérdésfeltevés, a napirend bővítése és az indítványtétel jogát is.

#### *Tájékoztatás a közgyűlés előtt*

Visszaulva arra, hogy a részvényesi jogokhoz kapcsolódó jogalkotási előkérdések között kiemelkedő helyen állt a közgyűléseken való részvétel jogosultsága, az irányelv rögzítette, hogy a társaság a közgyűlési meghívókat legkésőbb a közgyűlés napját megelőző huszonegyedik napon kiküldje. Emellett viszont méltányolható szempont volt, hogy amennyiben az elektronikus szavazás lehetősége *valamennyi* részvényes számára hozzáférhető, akkor a társaság közgyűlése határozhat arról, hogy a közgyűlési

---

<sup>379</sup> Lásd EDWARDS, Vanessa, *The Directive on Takeover Bids – Not Worth the Paper It's Written On*, *European Company and Financial Law Review* (2004) Vol. 1. 416-439. old.

<sup>380</sup> Lásd *Synthesis of the responses to the Communication of the Commission to the Council and the European Parliament "Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward"* – COM (2003) 284 final of 21 May 2003 *A Working Document of DG Internal Market*, 12. old.

<sup>381</sup> IFC (International Finance Corporation) World Bank Group – Global Corporate Governance Forum, *The EU Approach to Corporate Governance – Essentials and Recent Developments* (2008, február) 12. old.

<sup>382</sup> A későbbi *Takeover Irányelv* több tervezete is kudarcot vallott korábban, a bennük foglalt rendelkezések pedig heves vita tárgyát képezték. Érthető, hogy a Bizottság 2003-as Akcióterve ezeket az akkor még rendezetlen és önálló szálon futó eseményeket Akciótervében kikerülte és más területeken fogalmazott meg célkitűzéseket.



meghívót csak legkésőbb a közgyűlés napját megelőző tizennegyedik napon kell kiküldeni.<sup>383</sup> Ez a határozat az éves közgyűlés tekintetében hatályos, emellett a képviselt alaptőkéhez kapcsolódó szavazatok legalább kétharmados többségével kell meghozni, legfeljebb a soron következő éves közgyűlésig tartó időtartamra.

Ugyanakkor meg kell állapítanunk, hogy a meghívó kiküldésének módja tekintetében az irányelv meglehetősen nagyvonalúan rendelkezik. Itt ugyanis csak általános kötelezettségeket ír elő arra nézve, hogy a tagállami szabályok lehetővé tegyék, hogy a társaságok a meghívóhoz történő gyors és megkülönböztetésmentes hozzáférést biztosítsák. Az irányelv 5. cikkének (2) bekezdése úgy fogalmaz, hogy *a tagállamnak olyan médiumok használatát kell előírnia a társaság számára, amelyek ésszerűen igénybe vehetők az információk hatékony terjesztésére a Közösség egész területén.* Véleményünk szerint e szabály egészen addig nem tekinthető kellő biztosítéknak, amíg lehetővé teszi az információ –minden további követelménytől mentes– internetes honlapon történő közzétételét.

A megoldás abban a tekintetben sem szerencsés, hogy a meghívó *folymatos* hozzáférhetővé tételét a részvényesek számára a társaság honlapján az irányelv 5. cikkének (4) bekezdése szintén előírja (a közgyűlés napját megelőző huszonegyedik naptól, a közgyűlés napjával bezárólag.) Ebben a tekintetben tehát a meghívó küldésének önálló szabálya tulajdonképpen nem jelent többletet az internetes közzététel szintén önálló szabályához képest az irányelvben.

A honlapon történő közzététel kötelezettsége szintén kiterjed a közgyűlés elé terjesztendő –és más– dokumentumokra is. Ezek közé tartoznak a képviselő útján történő szavazáshoz és a levélben történő szavazáshoz használatos nyomtatványok, kivéve, ha ezeket a nyomtatványokat közvetlenül megküldik valamennyi részvényesnek. Visszautalva arra, hogy a *2003-as Akcióterv* képviselő útján történő szavazáshoz kapcsolódó célkitűzései aggodalmat váltottak ki az adminisztrációs terhek növekedését illetően, megállapíthatjuk, hogy e dokumentumok internetes közzétételének lehetősége *legalábbis* mérsékli e terheket.

#### *A közgyűlés napirendje, illetve határozattervezet előterjesztése*

Az irányelv a közgyűlés napirendjének bővítéséhez és határozattervezet előterjesztéséhez való jog individuális és kollektív gyakorlását egyaránt lehetővé teszi. A tagállami jogok e jogosultságokat korlátozhatják, olyan terjedelemben, hogy azok csak az éves közgyűléssel kapcsolatban legyenek gyakorolhatók. Ezt azonban kizárólag akkor tehetik, ha a részvényeseknek joga van egyénileg vagy közösen olyan közgyűlést összehívni vagy a társasággal összehívni, amely nem éves közgyűlés, és amelynek napirendje tartalmazza legalább a szóban forgó részvényesek által kérelmezett valamennyi napirendi pontot. Emellett a tagállamok előírhatják azt is, hogy e jogosultságokat a részvényesek írásban gyakorolják. (A jog írásbeli gyakorlása adott esetben elektronikus úton is történhet, ami lényegesen megkönnyítheti azt.)

A közgyűlés napirendjének bővítéséhez és határozattervezet előterjesztéséhez való jogok gyakorlásának a feltétele a társaságok működési körében meghatározott részesedéshez köthető ugyan, de ezt a részesedést az irányelv 5%-ban maximálja.

---

<sup>383</sup> IFC (International Finance Corporation) World Bank Group – Global Corporate Governance Forum, The EU Approach to Corporate Governance – Essentials and Recent Developments (2008, február) 12. old.

### *A közgyűlésen való részvétel és a szavazás követelményei*

A szabályozott piacokon kereskedett társaságok részvényeseinek joggyakorlása szempontjából igen nagy jelentősége van az értékpapírjaik vonatkozásában eszközölt jogügyleteiknek. Az EU viszonylatában ez határokon átívelő tranzakciókat, fokozott dinamizmust és likviditást jelent a részvények viszonylatában, mialatt a részvény tulajdonlásához kapcsolódó jogosultságok adminisztratív és praktikus érvényesítése egyre bonyolultabbá válhat. Emiatt az irányelvnek lépéseket kellett tennie, hogy egységesítse a közgyűlésen való részvétel és a szavazás követelményeit, mint irányadó feltételeket.

A közgyűlésen való részvételi és szavazati jog az irányelv alapján nem köthető olyan követelményhez, hogy a részvényeket a közgyűlést megelőzően más természetes vagy jogi személynél kelljen letétbe helyezni, illetőleg arra átruházni, vagy névre szólóvá alakítani.

A részvételi és szavazati jog gyakorolhatóságát ugyanakkor meghatározott fordulónaphoz kell kötni, vagyis ahhoz, hogy a részvény a részvényes tulajdonában legyen egy a közgyűlést megelőző meghatározott időpontban. Méltányos megoldás, hogy ez a szabály nem vonatkozik azokra a társaságokra, amelyek a hatályos részvénykönyvből a közgyűlés napján meg tudják állapítani részvényeseik nevét és címét. A fordulónap és a közgyűlés közötti időszakban a részvények átruházására nem vonatkozhat speciális korlátozás, csupán az egyébként is meglévő (általános) korlátozások.

Fontos jogpolitikai cél, hogy a részvényeseknek kellő idejük legyen a joggyakorlás szempontjából releváns döntésekre a részvények átruházásának összefüggésében. Emiatt a tagállamok kötelezettsége, hogy a fordulónap időpontját egységesen meghatározzák. A fordulónap legfeljebb harminc nappal előzheti meg a közgyűlést. Ugyanakkor a közgyűlés összehívásának legkésőbbi időpontja és a fordulónap között legalább nyolc napnak kell eltelnie. (A számításnál e két napot nem kell figyelembe venni.)

A részvényesi minőség bizonyításának követelményei az irányelv alapján nem lehetnek szigorúbbak a személyazonosság igazolásához szükségeseknél, illetve alkalmazkodniuk kell az e cél eléréséhez szükséges mértékekhez is.

### *Részvétel a közgyűlésen elektronikus úton*

A közgyűlésen történő elektronikus részvétel vonatkozásában a Bizottság Akciótervének születésekor, 2003-ban fontos előkérdésként merült fel, hogy annak a részvényesek számára történő felajánlása opcionális, avagy kötelező rendelkezés tartalmát képezze-e?

Az irányelv végül az előbbi mellett foglalt állást, kimondva 8. cikkének (1) bekezdésében, hogy a tagállamok „*megengedik a társaságoknak, hogy felajánlják részvényeseiknek a közgyűlésen való bármely elektronikus részvétel lehetőségét,...*”

Fontos előkérdésnek számított az is, hogy amennyiben elektronikus *konferencia közgyűlés* megtartására lehetőség lesz, úgy milyen kritériumok szükségesek a távközlési eszközökkel szemben annak érdekében, hogy az esetleges visszaélések megelőzhetőek legyenek. Az irányelv alapján az elektronikus eszközök használata csak akkor vethető alá korlátozásoknak és követelményeknek, amennyiben ez a részvényesek

személyazonosságának igazolásához és az elektronikus kommunikáció biztonságosságának garantálásához szükséges, viszont ebben az esetben is csak e cél elérésével arányos mértékben.<sup>384</sup>

A szabályozás tehát tulajdonképpen kétoldalú. Egyik részről a társaságok hatáskörébe utalja, hogy a részvényeseik számára felkínálják-e az elektronikus részvétel opcióját. Másik részről azonban, ennek felkínálása esetén csak a szükséges mértékben és csak meghatározott célok érdekében korlátozhatják azok használatát. Így tehát az adott jogosultságnak sem a tartalma, sem a terjedelme nem korlátozódik azon az alapon, hogy azokat személyesen, vagy elektronikusan gyakorolják-e.

E rendelkezéseket a 2006-os magyar társasági törvény is transzplantálta, így lehetőség kínálkozik arra, hogy a társaság tagja vagy annak meghatalmazottja, Magyarországon is távközlési eszközök útján (konferencia-közgyűlés) vegyen részt a legfőbb szerv ülésén. A magyar társasági törvény –összhangban az EU irányelvvel– e lehetőséget a társasági szerződés rendelkezéseinek függvényében kínálja fel.<sup>385</sup>

### *A kérdésfeltevés*

Az irányelvben rögzítésre került, hogy minden részvényes jogosult kérdést feltenni a közgyűlés napirendi pontjaival kapcsolatban, valamint hogy a társaságnak meg kell válaszolnia a részvényesek által feltett kérdéseket.

A vonatkozó 9. cikk ebben a tekintetben meglehetősen kevés érdemi jelentést hordoz, inkább deklaratív, mint garanciális jellegű.

Erre utal a rendelkezés (2) bekezdése, amely szerint:

*9. cikk (2) A kérdésfeltevés joga és a válaszadás kötelezettsége azon rendelkezések körébe tartozik, amelyeket a tagállamok a részvényesek azonosításának, a közgyűlések rendes lefolyásának és előkészítésének, valamint a bizalmas információk és a társaságok üzleti érdekei védelmének biztosítása érdekében hoznak, vagy amelyek ilyen célú meghozatalát lehetővé teszik a társaságok számára.*

Véleményünk szerint a vonatkozó rendelkezés tükrében érthetővé válik miért kritizálható az EU jogalkotása gyakran azon az alapon, hogy a szabályok tartalma általános és semmitmondó.

A transzparens működés szempontjából a kérdésfeltevés joga ugyan alapvető jelentőségű, de érdemes megjegyezni, hogy lényege kevésbé e lehetőség formális biztosításában keresendő, sokkal inkább a válaszok tartalmában. Ennek szabályozására azonban irányelvi szinten nem kínálkozik lehetőség. E körülmény viszont azzal jár, hogy az alapvetően kontraktuális karakterű társasági jogi kérdés átformálódik *corporate governance* karakterű társaságirányítási kérdéssé. A formálisan biztosított jogosítvány (*kérdésfeltevés*) így tartalmivá csak az adott társaság konkrét irányítási gyakorlatában (*érdemi válasz*) válik. Ebben a tekintetben szabályozó ereje csak a piacnak lehet, de ennek is csak korlátozott terjedelemben, miután a hanyag irányítási modell konzekvenciái csak hosszabb távon képződhetnek le az árfolyamokban.

---

<sup>384</sup> IFC (International Finance Corporation) World Bank Group – Global Corporate Governance Forum, The EU Approach to Corporate Governance – Essentials and Recent Developments (2008, február) 12. old.

<sup>385</sup> Lásd a 2006. évi IV. törvény a gazdasági társaságokról 20. § (1) bekezdését.

Az irányelv rendelkezései igyekeznek megakadályozni, hogy a részvényesek kérdései obstrukciós hatást fejtsenek ki a közgyűlés működésére. Emiatt a részvényesek azonos tartalmú kérdéseire a társaságok egyetlen átfogó választ is adhatnak. Ennél szélesebb körű transzparenciát biztosíthat, hogy a részvényesek kérdéseire a válasz abban az esetben is megadottnak tekinthető, amennyiben a társaság internetes honlapján a kérdés felelet formájában is hozzáférhető.<sup>386</sup>

### *A képviselő*

Az irányelv 10. cikkének (1) bekezdése) deklarálta, hogy a részvényesek képviselő útján is élhetnek részvételi és szavazati jogaikkal a közgyűlésen. A képviselő természetes és jogi személy is lehet, akit megilletnek ugyanazok a hozzászólási és kérdésfeltevési jogok, mint az általa képviselt részvényest.

Noha a rendelkezés ebben a tekintetben semmiképpen sem tekinthető előremutatónak, a (2) bekezdés az EU társaságirányítási szabályainak körében szokatlan szigorral mondja ki, hogy a tagállamok minden olyan szabályt helyezzenek hatályon kívül –a jogképességre vonatkozó előírásokon kívül–, amely korlátozza valamely személy képviselőként történő kijelölhetőségét, illetve azokat a szabályokat is, amelyek a társaságok számára lehetővé teszi annak korlátozását. E lényeges garanciális szempont egyértelmű helyzetet teremt, amely feltétlenül célravezetőbb, mint sok rugalmas keretszabály. A különös esetek tekintetében az irányelv amúgy is tartalmaz korlátozást: így a tagállamok a képviselő kijelölését korlátozhatják egyetlen közgyűlésre, vagy olyan közgyűlésekre, amelyek megtartására meghatározott időn belül kerül sor.

A közgyűlésre kijelölhető személyek száma a tagállamok által korlátozható, tekintetbe véve, hogy az ilyen korlátozás nem akadályozhatja a részvényest abban, hogy az egyes értékpapírszámlákon vezetett részvények tekintetében bármely közgyűlésre külön képviselőt jelöljön ki. Ez a rendelkezés azonban nem érinti a vonatkozó jog azon szabályait, amelyek tiltják az ugyanazon részvényeshez tartozó részvények tekintetében az eltérő szavazatok leadását. Vagyis az egy részvényeshez tartozó értékpapír-állomány e rendelkezés összefüggésében akkor is egységesnek tekintendő, ha az több értékpapírszámlán került tárolásra.

A képviselő –mint sajátos jogviszony– felvet egy karakteres problémát is, amelyet az irányelv csak az általa meghatározott korlátozásokkal enged orvosolni. Előfordulhat ugyanis, hogy a képviselő és a részvényes viszonylatában merülnek fel érdekellentétek. Ebben az esetben a tagállam ugyan előírhat korlátozásokat, de azok tartalma nem térhet el az irányelvben felsoroltaktól.

E korlátozások értelmében a képviselő köteles közölni a releváns tényeket, amelyek alapján a részvényes felmérheti, hogy az övétől eltérő érdeket képvisel. A részvényesi jogok képviselő általi gyakorlása korlátozható és ki is zárható, amennyiben a képviselő nem rendelkezik szavazati utasítással minden egyes határozatra vonatkozóan, amelyről a részvényes nevében szavaznia kell. Emellett a tagállamok kizárhatják a meghatalmazás átruházását. Ez a rendelkezés azonban nem irányadó a jogi személyek és ügyviteli szerveik, illetve alkalmazottaik vonatkozásában.

A tagállamok engedélye alapján a képviselő kijelölése történhet elektronikus úton, illetve a társaságoknak is lehetőségük van arra, hogy a kijelölésről szóló értesítést

---

<sup>386</sup> IFC (International Finance Corporation) World Bank Group – Global Corporate Governance Forum, The EU Approach to Corporate Governance – Essentials and Recent Developments (2008, február) 12. old.

elektronikus úton fogadja. Ebben az esetben azonban biztosítaniuk kell, hogy valamennyi társaság legalább egy hatékony elektronikus értesítési módot kínáljon fel a részvényeseinek.

A képviselő kijelölése és a társaság erről történő értesítése csak írásban történhet. Emellett azonban csak olyan formai követelmények érvényesíthetők, amelyek a részvényes és a képviselő személyazonosságának megállapítására, illetve a szavazási utasítások tartalmának ellenőrzéséhez szükségesek.

#### *A levélben történő szavazás*

A társaságok felajánlhatják részvényeseiknek a közgyűlést megelőzően a levélben történő szavazás lehetőségét. A levélben történő szavazást csak olyan követelményeknek és korlátozásoknak lehet alávetni, amelyek a részvényes személyazonosságának igazolásához szükségesek, kizárólag e cél elérésével arányos mértékben.

#### *A szavazati jog hatékony gyakorlásának könnyítése*

Az irányelv külön cikket szentelt a szavazati jog hatékony gyakorlásának, illetőleg a hatékony gyakorlás megkönnyítésének. A generális elnevezés alatt azonban meglehetősen speciális és technikai jellegű szabályokat találunk. E szabályok arra irányulnak, hogy a *registered holderek* és *beneficial holderek* közötti relációban megkönnyítsék a szavazást, illetőleg, hogy a szavazatok leadása elől elháruljanak a tagállami jogok által esetlegesen felállított korlátok. A *registered holder* az irányelv alapján „*valamely természetes vagy jogi személy, akit vagy amelyet az alkalmazandó jog részvényesként ismer el, üzleti tevékenység során egy másik természetes vagy jogi személy (az „ügyfél”) nevében jár el.*” (13. cikk (1) bekezdés). A *beneficial holderek* értelemszerűen az ügyfelek, akiknek érdekében a bróker cég, vagy pénzügyi alapkezelő eljár.

A könnyítések főként abban a tekintetben kerültek szabályozásra, hogy a tagállamok által esetlegesen a szavazás feltételeként előírt közzétételi követelmények ne haladassák meg az irányelvben foglalt kritériumokat. A közzététel tekintetében alkalmazható feltételek (kritériumok) eszerint az irányelvben az ügyfelek személyazonosságának, valamint a részvények számának közzétételénél, illetve a szavazási utasítás tartalmának megállapításához szükséges mértéknél nem követelhetnek meg többet.

Az irányelv a *registered holderek* vonatkozásában rögzítette a jogosultságot, miszerint az egyes részvényekhez kapcsolódóan eltérő szavazatokat is leadhatnak. Ez garanciális jelentőségű szabály, hiszen ügyfeleiktől a kezelt portfólió viszonylatában eltérő utasításokat is kaphatnak ebben a tekintetben.<sup>387</sup>

Végezetül e témakör vonatkozásában lényegesnek mutatkozott, hogy a képviselőként kijelölhető személyek számának korlátozása terjedelemben csak szűkebb lehessen, mint általános esetben. Visszautalva az irányelv 10. cikkének (2) bekezdésére, az azzal összhangban alkalmazható korlátozások a vonatkozó (tagállami) jogban nem

---

<sup>387</sup> Lásd ZETZSCHE, Dirk A., *Shareholder Interaction Preceding Shareholder Meetings of Public Corporations – A Six Country Comparison*, European Company and Financial Law Review (2005) Vol. 2. 138. old.

akadályozhatják a *registered holdert* abban, hogy meghatalmazást adjon bármely ügyfelének, illetve az ügyfél által kijelölt harmadik személynek.

A hatékony szavazatgyakorlás ebben a tekintetben egyszerűbbé és hatékonyabbá válik, de érdekes hogy az irányelv vonatkozó rendelkezései nem foglalják magukban a *beneficial holderek* kérésére történő információ közzétételt a szavazati jogok gyakorlásának vonatkozásában, noha a 2003-as Akcióterv kifejezett célul tűzött ki egy ehhez hasonló rendelkezést. Itt érdemes visszaemlékezni arra, hogy az Akcióterv említett célkitűzésének szakmai kritikái nagy részben éppen a definíciós nehézségeken (*beneficial holder* fogalma) alapultak. Ez utóbb helytállónak bizonyult az irányelv megfogalmazásának tükrében: az ügyfél (*client*), mint *beneficial holder*, valamint a megbízott természetes vagy jogi személy, mint *registered holder* nem túl sokatmondó a vagyonekezelési konstrukció érdemi státuszát illetően.

#### *A szavazás eredménye*

A szavazás eredményének, illetve a szavazati arányok és a leadott szavazatok számának megállapítása a határozatok esetében az irányelvben rögzített kötelezettség. Ugyanakkor a tagállamok úgy is rendelkezhetnek (vagy a társaságoknak ilyen rendelkezést *engedélyezhetnek*), hogy amennyiben egyetlen részvényes sem kéri a szavazás eredményéről szóló teljes kimutatást, elegendő a szavazás eredményét csak olyan mértékben megállapítani, amely annak biztosításához szükséges, hogy az előírt többséget minden egyes határozat esetén elérték. A rugalmas szabály ebben az esetben indokolt, hiszen csak abban a terjedelemben nyit kaput a vállalati önszabályozásnak, amely a részvényes határozott szándékával nem áll ellentétben. A szavazások eredményének informatikai közzétételére tizenöt napon belül kell sort keríteni a társaság internetes honlapján.

Az irányelvben a szavazás eredményéhez kapcsolódó rendelkezések adminisztratív kötelezettségek (amelyek a részvényesek oldaláról értelem szerűen jogosultságok). Azonban nem alkalmazhatók e rendelkezések akkor, ha azok olyan jogszabállyal ütköznenek, amelyet valamely határozat érvényességéhez megkívánt alaki követelményekre vagy a szavazás eredményével kapcsolatos esetleges későbbi jogvitára vonatkozóan fogadtak vagy fogadnak el.

#### *Jogtechnikai megoldások az irányelvben*

Az egyes részvényesi jogokról szóló irányelv a *corporate governance* egy igen fontos területére összpontosul, nevezetesen arra a területre, ahol a kontraktuális tagsági jogok a társaságirányítás szférájába hatolnak. A joggyakorlás aktivitása és hatékonysága döntő lehet a *tulajdonos versus befektető* kérdésben, ugyanakkor illúzió lenne azt gondolni, hogy a társaság irányítási rendszere megnyílhat a kellő részvénytulajdonosi mértékkel nem rendelkező tulajdonosok előtt. Szerepük mégsem lényegtelen. Véleményünk szerint elsősorban az információs jogok (ezen belül is az internetes honlapon történő közzététel) tekintetében erősíthető a kisméretű részvényesek státusza, amelyek előmozdítására az irányelv nagy hangsúlyt fektetett. Sajnos a formai követelmények nem minden esetben elegendők, a közzététel tartalmi hiányosságai viszont már más területre (*Transzparencia Irányelv*) tartozhatnak.

Ugyanakkor a részvényes kifejezés több értelemben is használható és itt most nem csak a tulajdonosi és befektetői minőség egyre élesebben elkülöníthető kategóriáira gondolunk. Példának okáért igen jelentős definíciós zavarral kellett (és kell számolni) a *beneficial holderek* és a *registered holderek* vonatkozásában. Ebben a tekintetben az ügyfél és a megbízott (például pénzügyintézet) között eltérő relációk is fennállhatnak, amelyeket nem szerencsés egyazon tényállás alá vonni.

Az önszabályozás tekintetében az irányelvben a jogtechnikai megoldások szempontjából jó megoldásokra is akadhatunk. Itt elsősorban arra kell gondolnunk, hogy a társaságok önszabályozása tekintetében igen következetes, annak több esetben is csak akkor enged teret, ha a részvényesek jogait nem sérti, illetőleg valamely más, következetes megoldás megvalósulása esetén. Az részvényesi jogok elektronikus gyakorlása, illetve a közgyűlésen való elektronikus részvétel joga remek példa erre. A 8. cikk ugyanis a társaságok hatáskörébe utalja annak eldöntését, hogy az elektronikus joggyakorlást engedélyezi-e vagy sem. Engedélyezés esetén viszont használatuk csak a szükséges terjedelemben korlátozható. Nagyjából ugyanez igaz a levélben történő szavazás engedélyezésére is. Más szóval az irányelv használatában az önszabályozás koordinált folyamat és nem jelent egyet a társaság hatáskörének teljes körű és következtelen kiterjesztésével. A társaságokra nézve *kötelező* előírások, mint a fordulónap, avagy a képviselő szabályozása több kérdésben is egyértelmű helyzetet teremtettek.

Ugyanakkor világosan kell látni, hogy az egyes részvényesi jogok gyakorlása csak formai keretet adhat, mely önmagában kevésnek bizonyulhat, ha nem egészül ki méltányos és felelős társaságirányítási gyakorlattal. A kisméretű részvényesek védelmének érdekében a potenciális fejlődési irányt az elektronikus (internetes honlapon történő) közzétételi kötelezettség kiszélesítése jelenthetné. Ebben a jogszabályi út mellett elsődleges jelentősége lehet a piaci önszabályozó mechanizmusoknak. Emiatt feltétlenül üdvözölhető lenne, ha az EU szabályozás mellett a tagállami *corporate governance code*-ok is hangsúlyt fektetnének e lényeges területre.

A jogi szabályozás kínálta keret-lehetőségek a tudatos és felelős befektetői magatartással kitöltve jelenthetnek előrelépést, amely azonban a jelenleginél nagyobb piaci tudatosság mellett valósulhat meg. Ennek a fejlesztésére viszont semmilyen jogforrás sem vállalkozhat.

#### b) *Takeover irányelv*

A *Takeover irányelv*, vagyis a *nyilvános vételi ajánlatról szóló (2004/25/EK)* irányelv a részvényesi jogok szempontjából rendkívül fontos terület szabályozására tett kísérlet.<sup>388</sup> Az ellenséges vállalatfelvásárlással kapcsolatos kérdéseket a Bizottság *2003-as akcióterve* kikerülte. Ez nem azt jelenti, hogy e témakör a felelős társaságirányítás szempontjából ne lenne kiemelkedő jelentőségű. Éppen ellenkezőleg, ennek a területnek a szabályozása már korábban elkezdődött, viszont egészen 2004-ig ezek a törekvések sikertelennek bizonyultak.

Az akcióterv ebben a tekintetben csak kikerülte azt a vitát, amely a *Takeover irányelv* vonatkozásában már annak 1989-es tervezetével elkezdődött.

---

<sup>388</sup> IFC (International Finance Corporation) World Bank Group – Global Corporate Governance Forum, The EU Approach to Corporate Governance – Essentials and Recent Developments (2008, február) 11. old.

## *Az irányelv megalkotása*

Az irányelv megalkotásának folyamata hosszú volt és korántsem zökkenőmentes. Ezen kívül az eredmény –a hatályba lépett irányelv– sem az lett, aminek kezdetben indult, illetőleg amit sokan reméltek tőle.<sup>389</sup> Noha a szakmai megítélés nem egyöntetű,<sup>390</sup> a hiányérzet a *Takover irányelv* vonatkozásában szinte kézzel fogható. Miről is van szó? Arról a hosszú, költséges, processzuális, bürokratikus és kompromisszum-kényszertől vezérelt folyamatról, amely az EU társasági jogalkotását gyakran jellemzi, és amely a jogforrások tartalmát kilúgozza. A *Takeover* irányelv talán a legjobb példák egyike.<sup>391</sup> A Tanács végül is 2003. november 27-én érte el az egyöntetű politikai támogatást, majd ezt követően irányelvet az Európai Parlament 2003. december 16-án fogadta el. *Frederik Bolkestein* a Bizottságban igyekezett megakadályozni, hogy a politikai kompromisszumokon alapuló tervezet hatályba lépjen és annak visszavonását sürgette – sikertelenül. Ahogyan *Bolkestein* fogalmazott, amennyiben a kompromisszumos tervezet elfogadásra kerül a Parlament és a Tanács által, akkor az irányelv „*annyit sem fog érni, mint a papír, amelyre nyomtatták.*”<sup>392</sup> A kompromisszum létrejöttét követően pedig úgy nyilatkozott, hogy az irányelv „*áldozatul esett a ló kupeckedésnek és gonosz szövetségeknek.*”<sup>393</sup> De mi is hiányozhat az irányelvből és milyen hatások érvényesültek megalkotásának hosszú folyamata során?<sup>394</sup>

Az irányelv gyökereit már megtalálhatjuk a Tanács 1985-ös *White Paper*jében, amely a belső piac kialakításával foglalkozott.<sup>395</sup> Ugyanakkor közismert, hogy az irányelv 1989-es, 1996-os és 2002-es tervezete sem tudott átütő sikert elérni. E tervezetek kudarciban azok a tényezők játszottak döntő szerepet, amelyek remekül metaforizálják az EU jogalkotás hiányosságait a felelős társaságirányítás területén, lévén a *takeover*ek jogi szabályozása kétségtelenül ehhez a területhez tartozik.<sup>396</sup> De melyek is ezek a tényezők? Elsőként az *önszabályozás* túlzott igényének újabb látványos példáira gondolunk. Érdemes visszautalnunk arra, hogy már az irányelv 1985-ös tervezete nagyban visszatükrözte az Egyesült Királyság önszabályozáson alapuló testületének, a *Panel on Takeovers and Mergers*-nek a szabályanyagát, amelynek elnevezése *City Code on Takeovers and Mergers*.<sup>397</sup>

<sup>389</sup> Lásd ENRIQUES, Luca, *The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive: Harmonization Without Foundation*, *European Company and Financial Law Review* (2004) Vol. 1. 441. old.

<sup>390</sup> Lásd HIRTE, Heribert, *The Takeover Directive – A Mini-Directive on the Structure of the Corporation: Is it a Trojan Horse?* *European Company and Financial Law Review* (2005) Vol. 2. 1. old.

<sup>391</sup> Lásd SIEMS, Mathias M., *The Rules on Conflict of Laws in the European Takeover Directive*, *European Company and Financial Law Review* (2004) Vol. 1. 468. old.

<sup>392</sup> *Bulletin Quotidien Europe*, 2003. november 26. Eredetileg: „*not worth the paper it was written on*”

<sup>393</sup> *The Times*, 2003. november 28. Eredetileg: „*fallen victim to horse-trading and unholy alliances*”

<sup>394</sup> Lásd EDWARDS, Vanessa, *The Directive on Takeover Bids – Not Worth the Paper It's Written On*, *European Company and Financial Law Review* (2004) Vol. 1. 417. old.

<sup>395</sup> *Completing the Internal Market*. White Paper from the Commission to the European Council (Milan, 28-29 June 1985). COM (85) 310 final, 14. June 1985.

<sup>396</sup> Lásd HOPT, Klaus J., *European Company Law and Corporate Governance: Where Does the Action Plan of the European Commission Lead?* 119-142. in *CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US* (Szerk.: HOPT, Klaus J. – WYMEERSCH, Eddy – KANDA, Hideki – BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009) 124-125. old.

<sup>397</sup> Lásd GOULDING, Simon – MILES, Lilian – SCHALL, Alexander, *Judicial Enforcement of Extra-legal Codes in UK and German Company Law – Including Observations on OLG Schleswig Holstein, NZG 2004, 669 (Mobilcom II) and LG München I, NZG 2004, 626 (Hypovereinsbank)*, in *European Company and Financial Law Review* (2005) Vol. 2. 23-24. old.



A tervezet a részvényesek egyenlő megítélésének az elvén alapult, megkövetelte volna a tagállamoktól a megfelelő felügyeleti hatóság felállítását, a kellő transzparenciát. Ezen felül a tervezet részét képezte, hogy annak a felvásárlónak, amely a szavazati joggal rendelkező részvények meghatározott hányadát (ez nem lehet több 33,33%-nál) megszerezte, kötelessége ajánlatot tenni a többi részvényre is.

Annak ellenére, hogy az Egyesült Királyság nem jogszabályon alapuló önszabályozó rendszere nagy hatást gyakorolt a tervezet tartalmára, a szigetország kimondottan ellenséges volt a javaslattal szemben. Ez a szembenállás érezhetően a kötelező jogszabályi megoldás ellen irányult.<sup>398</sup> Ezen kívül a tagállamok nem képviseltek egységes álláspontot az említett ajánlattételi kötelezettség tekintetében sem. Az ellenállás hatásosnak bizonyult, mert 1991 júniusában az irányelv tervezetével kapcsolatos tárgyalások felfüggesztésre kerültek.

1996-ban a Bizottság előterjesztett egy újabb tervezetet, amely az előző tervezet rendelkezéseit tükrözte; tulajdonképpen annak lényeges mértékben korszerűsített változata volt. *A kötelező rendelkezések vereségének egy európai jogi pillanatképe*: ez a tervezet már nem kötelezte feltétlenül a tagállamokat arra, hogy megköveteljék a kötelező ajánlattételt a részvények fennmaradó hányadára attól, aki meghatározott mennyiségű szavazati jogot biztosító részvényt szerez. A mentesülés feltétele az volt, hogy olyan szabályok vagy megállapodások legyenek érvényben, amelyek megfelelő – legalább az előbbivel azonos értékű – védelmet biztosítanak a kisebbségi részvényeseknek. Véleményünk szerint a kötelező vételi ajánlathoz hasonló védelmet igen nehéz más –nem kellőképpen körülhatárolt– jogi eszközökkel biztosítani.<sup>399</sup>

Az irányelv 1996-os tervezetével szemben kialakult széleskörű tagállami szembenállás egy újabb nehézségre hívja fel a figyelmünket: a tagállamok közötti álláspont-ütközések meghatározó szerepére, amely meghiúsíthatja az eredményes jogalkotást. A *Takeover Panel* az Egyesült Királyságban széleskörű kampányt indított a tervezet ellen. A hivatkozás alapja az volt, hogy amennyiben egy jogi státusszal nem rendelkező kódex<sup>400</sup> helyett egy irányelv határozná meg a *takeover*ek jogi hátterét, úgy az utat nyitna az Európai Bíróság eljárásának bizonyos kérdésekben, amelyek a szabályozás összefüggésében felmerülnek. A határozathozatal viszont hosszú ideig húzódhat, ami a gyakorlatban meghiúsíthatja a vételi ajánlatot.<sup>401</sup> Emellett a tervezetet számos kritika érte azon az alapon is, hogy alapvető fogalmakat nem határozott meg (pl. ellenőrzés, ajánlat, stb.)

Az Egyesült Királyság szövetségeseket is talált a tervezet ellen, illetve az önszabályozás (jogszabályi szint helyett ajánlás) érdekében indított hadjáratához, nevezetesen Németországot, Svédországot és Hollandiát.<sup>402</sup>

Hollandia élesen opponálta a tervezetet, mivel ott olyan jogszabályok voltak hatályban, amelyek a *takeover*ek elleni védekezési stratégiák széles és hatékony spektrumát kínálták fel.

---

<sup>398</sup> Lásd EDWARDS, Vanessa, *The Directive on Takeover Bids – Not Worth the Paper It's Written On*, European Company and Financial Law Review (2004) Vol. 1. 420. old.

<sup>399</sup> Lásd ENRIQUES, Luca, *The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive: Harmonization Without Foundation*, European Company and Financial Law Review (2004) Vol. 1. 440-457. old.

<sup>400</sup> Lásd The Panel on Takeovers and Mergers, *The Takeover Code*.  
Elérhető: <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf>

<sup>401</sup> Lásd EDWARDS, Vanessa, *The Directive on Takeover Bids – Not Worth the Paper It's Written On*, European Company and Financial Law Review (2004) Vol. 1. 422. old.

<sup>402</sup> Lásd EDWARDS, Vanessa, *The Directive on Takeover Bids – Not Worth the Paper It's Written On*, European Company and Financial Law Review (2004) Vol. 1. 422. old.

A tervezet éveken át tartó tárgyalás és vita célpontja lett. A folyamaton keresztül újabb karakterisztikus, az EU nehézkes jogharmonizációs törekvéseiből adódó akadállyal szembesülhettünk: a döntéshozatali eljárás elhúzódásával és sikertelenségével. 1997-ben *Alistair Defriez* a *Takeover Panel* igazgatója felszólította a Bizottságot, hogy a tervezetet vesse el, vagy váltsa fel ajánlással, illetve az önkéntesség elvén alapuló Kódexszel. A Bizottság válaszként előterjesztette a tervezet módosítását. 1998 októberében a tagállamok három napos egyeztetést követően sem tudtak megegyezésre jutni a tervezet tárgyában. A vita középpontjában a bírósági felülvizsgálattal, illetve a joghatósággal összefüggő kérdések álltak. Megoszlottak ugyanis az álláspontok arról, hogy egy adott *takeover* tekintetében annak az országnak a joghatósága érvényesül-e, amelyiknek piacán a társaságot jegyezték, avagy annak az országnak, ahol a társaságot bejegyezték? Emellett heves vita bontakozott ki a későbbiekben arról is, hogy az ellenséges felvásárlással szembeni védekezési stratégiák alkalmazásához szükséges-e a részvényesek beleegyezése? Politikai kompromisszum csak 1999-ben született.<sup>403</sup> A Tanács 2000 júniusában fogadott el közös álláspontot az irányelv tervezetéről. 2000 decemberében a Parlament a közös álláspontot 15 módosítással fogadta el. A Bizottság előtt állt az a –korántsem könnyű– feladat, hogy az egyeztetések során a Parlament és a Tanács álláspontját közelítse egymáshoz. Nem kínálkozott túl sok esély arra, hogy a tagállamok a Parlament módosításait elfogadják. 2001. június 5-én mégis kompromisszum született. Ezen felül *Bolkestein* ígéretet tett arra, hogy felállít egy szakértői munkacsoportot, amely jelentést készít a Parlament által feltett –a tervezetet érintő– lényeges kérdésekben. Ezek után nem lett volna más hátra, minthogy a Parlament egyszerű, a Tanács pedig minősített többséggel elfogadja az előterjesztést. Erre azonban nem került sor: a parlamenti szavazás eredménye szavazategyenlőség lett, mindkét oldalon 273 szavazattal,<sup>404</sup> 22 tartózkodás mellett, a szavazásról 58 képviselő hiányzott.<sup>405</sup>

A Bizottság azonban nem mondott le arról a szándékáról, hogy a *takeover* irányelv megalkotására sor kerülhessen. 2001 júliusában *Bolkestein* kijelentette, hogy 2001 szeptemberére előáll egy újabb irányelv-tervezettel, a Bizottság pedig felállította a *Highlevel Group of Company Law Experts* elnevezésű munkacsoportot –amelyről a korábbiakban már sokszor ejtettünk szót. A *Jaap Winter* professzor vezette csoport feladata az volt, hogy ajánlásokat tegyen az új tervezet tartalmára vonatkozóan, különösképpen a következő kérdések vonatkozásában:<sup>406</sup> 1) Hogyan biztosíthatók az egyenlő feltételek<sup>407</sup> az Európai Unióban a részvényesek egyenlő megítélésének vonatkozásában? 2) Mit jelent a „méltányos ár”<sup>408</sup>, amelyet a kisebbségi részvényesek kivásárlásakor kell fizetnie az ajánlattevőnek? 3) Hogyan érvényesül a többségi részvényes joga a kisebbségi részvényes kivásárlására?

A *Highlevel Group* első Jelentése 2002. januárjában készült el. Ebben a jelentésben a következő javaslatok tekinthetők a leglényegesebbnek:

---

<sup>403</sup> Lásd CLARKE, Banaid, *European Takeover Regulation – The Latest Draft of the 13th Company Law Directive*, *European Business Law Review* (1999) Vol. 9. 482. old.

<sup>404</sup> Lásd HIRTE, Heribert, *The Takeover Directive – A Mini-Directive on the Structure of the Corporation: Is it a Trojan Horse?* *European Company and Financial Law Review* (2005) Vol. 2. 2. old.

<sup>405</sup> Lásd EDWARDS, Vanessa, *The Directive on Takeover Bids – Not Worth the Paper It's Written On*, *European Company and Financial Law Review* (2004) Vol. 1. 424-427. old.

<sup>406</sup> Lásd HIRTE, Heribert, *The Takeover Directive – A Mini-Directive on the Structure of the Corporation: Is it a Trojan Horse?* *European Company and Financial Law Review* (2005) Vol. 2. 4. old.

<sup>407</sup> Eredetileg *level playing field* (egyenlő esélyeket biztosító játéktér).

<sup>408</sup> Eredetileg *equitable price*.

1) Amennyiben egy részvényes megszerzi a részvények 75%-át a szavazati jogokat megtestesítő tőke arányában, akkor a társaság és az igazgatóság irányítási jogai megilletik, függetlenül attól, hogy a társaságban milyen belső megállapodások vannak hatályban. Ez az úgynevezett áttörési szabály,<sup>409</sup> amely később heves viták tárgyát képezte. 2) A „méltányos ár”,<sup>410</sup> amelyet a kötelező ajánlattétel esetében fizetnie kell az irányítást megszerző felvásárlás során az a legmagasabb ár, amelyet az ajánlattevő az ajánlat megtétele előtt nem kevesebb, mint hat hónap és nem több mint tizenkét hónapban egy részvényért fizetett. 3) Amennyiben az ajánlattevő megszerzi a részvények egy meghatározott (magas, 90-95%) küszöbérték feletti arányát, úgy jogosult megvásárolni többi kisebbségi részvényes részvényeit méltányos áron, feltéve, hogy az ajánlatnak 90%-os elfogadottsága van (ezek az úgynevezett kizorítási és eladási jogok, vagyis *squeeze-out* és *sell-out* jogok).<sup>411</sup>

Ezek közül a kötelező áttörési szabály számított a legproblematisabb felvetésnek. Főképpen Svédország ellenezte, ahol a jegyzett társaságok többsége alkalmazza az egy részvény után gyakorolható többszörös szavazati jogot. A svéd kormány a magántulajdon megsértésének és az alapjogok sérelmének tartotta volna, amennyiben az áttörési szabályt kötelezően alkalmazni kell. Finnország, Dánia és Franciaország is az ellenzők táborába tartozott, hiszen a többszörös szavazati jog ezekben az országokban is gyakran alkalmazott megoldás. Németország a *Volkswagen* féltette, amely Európa legjelentősebb gépkocsi gyártója, és amelyben Alsó-Szászország jelentős részvényblokkot tart az ellenőrzése alatt, kifejezetten takeover-védelmi megfontolásból. Emellett egy részvényes sem szereshet a szavazati jogok 20%-nál több szavazatot a társaságban.<sup>412</sup>

Az irányelv új tervezete a *Highlevel Group* Jelentéséhez igazodva tartalmazta a méltányos ár meghatározását, illetve a *squeeze-out* és *sell-out* jogok gyakorlásának rendjét. Emellett fenntartotta, hogy a felvásárlással szembeni védekezés gyakorlása a részvényesek jóváhagyásától függjön. A kötelező áttörési szabály viszont nem képezte a tervezet részét, mivel ezt a tagállamok és az érintettek jelentős része ellenezte.

A többszörös szavazati jogok kérdésében újabb heves vita bontakozott ki a tagállamok között, mivel Németország ezeket a tilalmazott védekezési eljárások közé kívánta sorolni. Ebben elnyerte az Egyesült Királyság támogatását is. A későbbiekben Németország annyiban változtatott az álláspontján, hogy a többszörös szavazati jogok gyakorlásának tilalma helyett a védekezési eljárások részvényesi jóváhagyáshoz kötött gyakorlását kívánta eltávolítani a tervezetből.

Portugália kompromisszumot javasolt, indítványozva, hogy a társaságok szabadon alkalmazhassák a védekezési eljárásokra vonatkozó szabályokat. Később Olaszország is azt javasolta, hogy a védekezés és az áttörés szabályai legyenek opcionális rendelkezések. Ez a kompromisszumon alapuló tervezet 2003. november 27-én került elfogadásra és Spanyolország kivételével az összes tagállam támogatását elnyerte. Miután azonban a spanyolok is csak tartózkodtak, az egyetértés egyhangúnak

---

<sup>409</sup> Lásd MENJUCQ, Michel, *The European Regime on Takeovers*, European Company and Financial Law Review (2006) Vol. 3. 229. old.

<sup>410</sup> Lásd MENJUCQ, Michel, *The European Regime on Takeovers*, European Company and Financial Law Review (2006) Vol. 3. 227. old.

<sup>411</sup> Lásd *Report of the Highlevel Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids* (2002. január 10.), WINTER, Jaap – SCHANS CHRISTENSEN, Jan – GARRIDO GARCIA, José Maria – HOPT, Klaus J. – RICKFORD, Jonathan – ROSSI, Guido – SIMON, Joelle. 1-96. old.

<sup>412</sup> Lásd EDWARDS, Vanessa, *The Directive on Takeover Bids – Not Worth the Paper It's Written On*, European Company and Financial Law Review (2004) Vol. 1. 428. old.

számított.<sup>413</sup> A Parlament a tervezet szövegét december 16-án hagyta jóvá, majd később a Tanács – hivatalosan 2004. március 30-án. Végül az aláírásra 2004. április 2-án került sor a Parlament és a Tanács részéről.

### *Az irányelv tartalma*

A *takeover irányelv*, ahogyan láthattuk a vég nélküli egyeztetések és az állandó kompromisszumkényszer alig remélt eredménye. Megalkotásának tizenöt éve véleményünk szerint olyan általános fásultsághoz vezetett a témakör vonatkozásában, hogy a végül mégiscsak megszületett irányelv – annak minőségétől függetlenül is – eredménynek tűnt. Ugyanakkor a rendelkezések áttekintése előtt érdemes két megjegyzést tennünk.

Az első, hogy az irányelv rendelkezései igenis súlytalanodtak a kötelező erő hiányában, még akkor is, ha azok tartalma máskülönben átgondolt és kimunkált lenne (*pl. az áttörés szabályai a 11. cikkben, hiszen a kötelező áttörési szabály nem vált az irányelv részévé.*)

A második, hogy egy *takeover irányelv* megalkotása vitatható eredmény az EU jogalkotás részéről. A folyamat, amely tizenöt évig húzódott e jogalkotás alapvető ellentmondásaira hívja fel a figyelmet, és bőven kínál hivatkozási alapot arra, hogy szkeptikusak legyünk e jogalkotói potenciál versenyképességével kapcsolatban. Emellett az irányelv alkalmazhatóságával összefüggésben utalni kell arra is, hogy annak gyakorlati implementálására egységes piaci viszonyok hiányában nem minden tagállam számára nyílik lehetőség. Emiatt egyfajta látszat-harmonizációnak is tanúi lehettünk, amelynek vetületei egyes tagállamokban csak különösebb funkció nélkül szemlélhetők. (Jó példa erre a magyar társasági jog is, amennyiben a magyar konszernjog ez idő szerinti állapotát tekintjük, illetőleg alkalmazhatóságát más jogágak összefüggésében.) A következőkben ezeknek a szem előtt tartásával foglaljuk össze az irányelv lényegesebb rendelkezéseinek tartalmát.

### *Az irányelv alapelvei:*

- Az azonos kategóriába tartozó részvényesek egyenlő elbánásának, illetve a kisebbségi részvényesek védelmének az elve
- A céltársaság részvényeseinek megfelelő információt és időt kell biztosítani az ajánlat megítélésére
- A társaság ügyvezetésének a társaság érdekében kell eljárnia, amely egyben azt is jelenti, hogy az ügyvezetésnek is teret kell hagyni az ajánlat érdemi megítélésére részvényesek számára.
- Az ajánlattétel által érintett értékpapírok tekintetében tilos a hamis piac létrehozása, vagyis az árfolyamok mesterséges manipulációja.
- Az ajánlattevőnek biztosítani kell, hogy az ajánlat teljes készpénzértékét ki tudja fizetni.
- A nyilvános vételi ajánlat a céltársaságot csak ésszerű ideig akadályozhatja tevékenységének gyakorlásában

---

<sup>413</sup> Lásd EDWARDS, Vanessa, *The Directive on Takeover Bids – Not Worth the Paper It's Written On*, *European Company and Financial Law Review* (2004) Vol. 1. 431. old.

### *Az irányelv főbb rendelkezései*

*A felügyeleti hatóságok* – A felügyeleti hatóságokra vonatkozó rendelkezések szempontjából a legfontosabb kérdés, hogy melyik tagállam hatósága illetékes a *takeover* felügyeletére? Az irányelv szerint az ajánlat felügyeletére azon tagállam felügyeleti hatósága illetékes, ahol a céltársaság létesítő okirat szerinti székhely található, ha e társaság értékpapírjainak bevezetése a tagállam szabályozott piacán megtörtént. Amennyiben viszont ott nem történt meg, akkor az illetékes hatóság azon tagállam hatósága, amelyikben a bevezetés megtörtént. Előfordulhat, hogy a bevezetés több tagállam piacán is megtörtént, ilyenkor az illetékesség tekintetében a hamarabbi bevezetés irányadó. Egyidejűség esetén a céltársaság a kereskedés első napján határozza meg, hogy a tagállamok felügyeleti hatóságai közül melyik illetékes az ajánlattétel felügyeletére.

Fontos viszont megjegyezni, hogy az irányelv hatálya nem érinti a tagállamok jogát ahhoz, hogy kijelöljenek az ajánlatokkal kapcsolatos jogvitákkal vagy szabálytalanságokkal foglalkozó bíróságot, vagy más hatóságokat. Emellett azt is megállapíthatják, hogy az ajánlatban érintett felek jogosultak-e közigazgatási avagy bírósági eljárás megindítására.<sup>414</sup>

*Kisebbségvédelem, kötelező ajánlat, méltányos ár* – Az irányelv biztosítja, hogy amennyiben egy társaság tagja a szavazatok meghatározott százalékát (közvetlenül vagy közvetve) a kezében tartva képes a társaság irányítására, úgy ajánlatot kell tennie a kisebbségi részvényesek értékpapírjaira is. Az ajánlatot a lehető legkorábban és *méltányos áron* kell megtenni.

A méltányos ár a tagállam által *meghatározott időtartam alatt*<sup>415</sup> megfizetett legmagasabb árat jelenti. Az ajánlattevő ellenértékként készpénzt, értékpapírokat, illetve e kettő kombinációját ajánlhatja fel. Ugyanakkor az irányelv bizonyos esetekben kötelezővé teszi a készpénz felajánlását, sőt a tagállamok azt is előírhatják, hogy legalább alternatívaként minden esetben szükséges legyen készpénz felajánlása.<sup>416</sup>

*Az ajánlatokra vonatkozó információ* – Az irányelv részletesen szabályozza, hogy az ajánlattétellel kapcsolatos információk közzétételének követelményeit. Ezek természetesen többirányúak, hiszen az ajánlattételről megszületett döntés közzététele<sup>417</sup> mellett fontos az illetékes felügyeleti hatóság –akár a közzététel előtti– tájékoztatása is, illetve a céltársaság és az ajánlattevő ügyviteli szerveinek a munkavállalókat (illetve azok képviselőit) is tájékoztatniuk kell az ajánlatról, amint az közzétételre került.

Emellett az ajánlattevőnek tájékoztatnia kell a céltársaság részvényeseit is, tehát közzé kell tennie a vételi ajánlatot és ennek a közzétételnek tartalmaznia kell minden olyan információt, amely lehetővé teszi, hogy a részvényesek az ajánlat tárgyában megalapozott döntést hozhassanak. Az irányelv e közzététel kötelező elemeit taxatíve

<sup>414</sup> Lásd SIEMS, Mathias M., *The Rules on Conflict of Laws in the European Takeover Directive*, *European Company and Financial Law Review* (2004) Vol. 1. 469. old.

<sup>415</sup> Ez az időtartam az ajánlat megtétele előtt nem lehet kevesebb hat hónapnál és nem lehet több tizenkét hónapnál.

<sup>416</sup> Lásd ENRIQUES, Luca, *The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive: Harmonization Without Foundation*, *European Company and Financial Law Review* (2004) Vol. 1. 440-457. old.

<sup>417</sup> A közzététel során biztosítani kell az érintett társaságok értékpapírjainak piacának átláthatóságát és integritását. Ebben a tekintetben különösen fontos a hamis, vagy félrevezető információk közzétételének megakadályozása.

sorolja fel. Ezek alapján természetesen tartalmaznia kell a vételi ajánlatnak azokat az információkat, amelyek alapján lehetséges az ajánlattevő azonosítása, illetve tartalmaznia kell az érintett értékpapírokkal, a felajánlott ellenértékkel, az ajánlattevő által megszerezni vállalt mennyiséggel, az elfogadásra nyitva álló időszakokkal<sup>418</sup> és más lényeges szempontokkal kapcsolatos információkat is.

*A társaságokra vonatkozó információ közzététele* – Azokat a társaságokat, amelyeknek értékpapírjai a tagállamok szabályozott piacain bevezetésre kerültek, az irányelv hatálya alatt közzétételi kötelezettség érinti bizonyos –működésüket érintő– tárgykörökben. A fontosabb közzétételi kötelezettségek között szerepelnek a tőkeszerkezetre, az értékpapírok átruházására vonatkozó korlátozásokra, a különleges irányítási jogokat megtestesítő értékpapírok tulajdonosaira, e jogok tartalmára, a szavazati jogok korlátozására, a részvényesek közötti megállapodásokra vonatkozó információk nyilvánosságra hozatala.<sup>419</sup>

*A céltársaság ügyviteli vagy irányító szervének kötelezettségei* – A céltársaság ügyviteli (vagy irányító) szervének nincs lehetősége arra, hogy a részvényesek hozzájárulása nélkül tegyen lépéseket a takeover akadályozására. Ebből következik, hogy az irányelv által meghatározott időszak során meg kell szereznie a közgyűlés kizárólag e célból adott előzetes felhatalmazását bármely olyan intézkedés előtt, amely az ajánlattételi eljárás megzavarását eredményezheti.

Utalnunk kell azonban arra, hogy a védekezési stratégiák (eljárások) részvényesi hozzájáruláshoz kötött gyakorlása már az irányelv születésekor is heves vita tárgyát képezte. A *kötelező* alkalmazás helyett így e rendelkezések az irányelvben *opcionális* rendelkezésként kerültek szabályozásra, miután a *12. cikk* megengedi a tagállamoknak, hogy alkalmazásának kötelezettsége alól mentesíthessék azokat a társaságokat, amelyek létesítő okirat szerinti székhelye a területükön található.<sup>420</sup>

Emellett a céltársaság ügyviteli (vagy irányító) szervének jelentést kell készíteni, amely tartalmazza az ajánlatra vonatkozó véleményt (illetve annak indoklását is). E véleménynek ki kell terjednie a társaság érdekeire (különösen a foglalkoztatásra), az ajánlattevő céltársasággal kapcsolatos terveire vonatkozó nézetekre. A véleményt közölni kell a munkavállalókkal (illetve azok képviselőivel) is. Az irányelv alkalmazásában lényeges értelmezési szempont, hogy a kétszintű irányítási modell vonatkozásában mind az igazgatóság, mind a felügyelő bizottság ügyviteli (irányító) szervnek értendő.<sup>421</sup>

*Az áttörési szabály* – Az áttörési szabály (*breakthrough rule*) az irányelv megalkotásának időszakában heves vita tárgyát képezte. Azonban jellemzően nem az áttörési szabály tartalmát illetően merültek fel vitás kérdések, hanem annak kötelező alkalmazhatóságát tekintve. Az irányelv *12. cikke* rendelkezik arról, hogy az áttörési

---

<sup>418</sup> Az ajánlattétel elfogadására nyitva álló időszak nem lehet a vételi ajánlat közzétételétől számított két hétnél rövidebb, illetve tíz hétnél hosszabb.

<sup>419</sup> Lásd HIRTE, Heribert, *The Takeover Directive – A Mini-Directive on the Structure of the Corporation: Is it a Trojan Horse?* European Company and Financial Law Review (2005) Vol. 2. 3-11. old.

<sup>420</sup> Lásd MENJUCQ, Michel, *The European Regime on Takeovers*, European Company and Financial Law Review (2006) Vol. 3. 234. old.

<sup>421</sup> Lásd ENRIQUES, Luca, *The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive: Harmonization Without Foundation*, European Company and Financial Law Review (2004) Vol. 1. 441. old.

szabály vonatkozásában a tagállamok jogosultak mentesíteni azokat a társaságokat, amelyek létesítő okirat szerinti székhelye a területükön van. Így tehát a *kötelező* áttörési szabály koncepciója –ahogyan azt várni lehetett már az irányelv megalkotásakor– nem valósult meg, helyette az *opcionális* alkalmazás koncepciója érvényesült.<sup>422</sup>

Az áttörési szabály lényegét már korábban ismertettük: amennyiben az ajánlattevő a szavazati jogokat megtestesítő *tőke* legalább 75%-át birtokolja, úgy megilletik a társaság feletti kontroll gyakorlásának jogai.<sup>423</sup> Az irányelv ebben a tárgykörben a következőképpen rendelkezik *11. cikkének (4) bekezdésében*:

*Amennyiben – az ajánlattételi eljárás következtében – az ajánlattevő a szavazati jogokat megtestesítő tőke legalább 75 %-át birtokolja, a céltársaság alapszabályában előírt, a (2) és (3) bekezdésben említett, az értékpapírok átruházására, a szavazati jog korlátozására, a részvényesek ügyviteli vagy irányító szerv tagjainak kinevezésére vagy elmozdítására vonatkozó különleges jogok nem alkalmazhatók; a többszörös szavazati jogokat megtestesítő értékpapírok egyenként egy szavazatot érnek az ajánlattételi eljárás lezárását követő első közgyűlésen, amelyet az ajánlattevő az alapszabály módosítása, vagy az ügyvezető szerv tagjainak kinevezése vagy elmozdítása céljából hív össze.*

*E célból az ajánlattevőnek joga van a részvényesek közgyűlését rövid úton összehívni, azzal a feltétellel, hogy a közgyűlés az értesítést követő két héten belül nem tartható meg.*

Ennek köszönhetően a társaság irányítási rendszerének átalakítása szempontjából egy részvény után nem gyakorolhatók a többszörös szavazati jogok, a menedzsment és az ügyviteli szerv cseréje ilyen eszközökkel nem akadályozható.<sup>424</sup>

*Kiszorítás és eladási jog (squeeze-out és sell-out right)* – Láthattuk, hogy az irányelv megalkotásának folyamata során a *Highlevel Group* nagy hangsúlyt fektetett a korszerű és színvonalas *squeeze-out* és *sell-out* szabályozás kidolgozására. E jogosultságok célja, hogy a részvényes túlnyomó többségét megszerző ajánlattevő megvásárolhassa a fennmaradó értékpapírokat is, illetve hogy azok birtokosai kérhessék tőle részvényeik megvásárlását.

Ennek érdekében az irányelv 15. cikkének (2) bekezdése két esetben is lehetővé teszi a *squeeze-out* jog gyakorlását:<sup>425</sup>

*A tagállamok biztosítják, hogy az ajánlattevő kérheti a fennmaradó értékpapírokat minden birtokosától, hogy ezen értékpapírokat méltányos áron neki eladják. A tagállamok e jogot a következő esetek valamelyikében vezetik be:*

---

<sup>422</sup> Lásd MENJUCQ, Michel, *The European Regime on Takeovers*, European Company and Financial Law Review (2006) Vol. 3. 230-232. old.

<sup>423</sup> Lásd EDWARDS, Vanessa, *The Directive on Takeover Bids – Not Worth the Paper It's Written On*, European Company and Financial Law Review (2004) Vol. 1. 436-437. old.

<sup>424</sup> Lásd ENRIQUES, Luca, *The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive: Harmonization Without Foundation*, European Company and Financial Law Review (2004) Vol. 1. 441. old.

<sup>425</sup> Lásd EDWARDS, Vanessa, *The Directive on Takeover Bids – Not Worth the Paper It's Written On*, European Company and Financial Law Review (2004) Vol. 1. 438. old.

a) amennyiben az ajánlattevő birtokolja a szavazati jogokat megtestesítő tőke legalább 90 %-át, és a céltársaság szavazati jogainak legalább 90 %-át, vagy

b) amennyiben – az ajánlat elfogadását követően – az ajánlattevő a céltársaság szavazati jogokat megtestesítő tőkéjének legalább 90 %-át képviselő szavazati jogokat és az ajánlat részét képező szavazati jogok legalább 90 %-át megtestesítő értékpapírokat megszerezte vagy szerződésben kötelezte magát azok megszerzésére.

Az a) pontban említett esetben a tagállamok magasabb küszöbértéket is meghatározhatnak, amely azonban nem haladhatja meg a szavazati jogokat megtestesítő tőke 95 %-át és a szavazati jogok 95 %-át.

A tagállamoknak biztosítaniuk kell, hogy a kivásárlásra *méltányos ár* mellett kerüljön sor. Az ellenérték szolgáltatására ugyanolyan formában kell sort keríteni, mint az ajánlattételben felkínált ellenérték, de természetesen lehetséges az ellenérték készpénzben történő szolgáltatása is.

A *sell-out* jog tekintetében az irányelv az idézett rendelkezésben [15. cikk (2) bekezdés] előírt feltételek szerint engedi annak gyakorlását. Ezek fennállása esetén a fennmaradó értékpapírok birtokosa kérheti az ajánlattevőtől, hogy értékpapírjaikat *méltányos áron* megvásárolja.<sup>426</sup>

*Az ellenséges vállalatfelvásárlás magyar vonatkozása – a „Lex Mol”*

Az ellenséges vállalatfelvásárlás európai jogi szabályainak elemzésével összefüggésben feltétlenül ki kell térnünk a témakör magyar vonatkozására. Magyarországon a tőkepiacok sajátos fejletlenségéből adódóan nemigen merültek fel a hostile takeover gyakorlati kérdései. Emiatt a jogszabályi háttér sem öltött kifejezetten funkcionális arculatot. Annak érdekében, hogy egy plasztikus példával éljünk edemes visszautalunk az 1997. évi társasági törvényünk 2001-es módosítására, amelynek értelmében az áttörés fentebb vázolt szabályai Magyarországon már az 50%-os (alacsony) tulajdonrész után gyakorolhatóvá váltak.<sup>427</sup>

Nincs ezután csodálkoznivalónk azon, hogy 2007 nyarán az osztrák ÖMV ellenséges felvásárlási szándékai MOL irányában nagy meglepetést okoztak a magyar befektetők körében. Amellett, hogy a MOL részvényeinek az árfolyama sosem látott magaslatokba emelkedett, a társaság menedzsmentje és a politikai szféra részéről felmerült, hogy a közellátás szempontjából stratégiai jelentőségű vállalatok tulajdonosi szerkezetének fokozott védelmet kell biztosítani. Ennek érdekében –gyors és felületes jogalkotás eredménye képpen– lépett hatályba a „Lex MOL”, amely a 2007. évi CXVI. törvény a közellátás szempontjából kiemelkedő jelentőségű vállalkozásokat érintő egyes törvények módosításáról. Olyan jogszabályról volt tehát szó, amely a köznyelvi terminológiában a „salátatörvény” elnevezéssel illethető, amennyiben más jogszabályok módosításáról rendelkezik a meghatározott cél érdekében. Már az elnevezés is meglehetősen vitatható volt –és azon keresztül a jogpolitikai cél–, hiszen a MOL-t, mint közellátót definiálni meglehetősen erőltetett analógia.

Ugyanakkor a törvény széleskörű politikai kompromisszum tárgyát képezte. A közellátók ellenséges vállalatfelvásárlástól történő védelmét különböző karakterű

<sup>426</sup> Lásd EDWARDS, Vanessa, *The Directive on Takeover Bids – Not Worth the Paper It’s Written On*, *European Company and Financial Law Review* (2004) Vol. 1. 438. old.

<sup>427</sup> Lásd HANÁK, András, *Lex Mol, lex dúr*, *Élet és irodalom* (2007) Vol. LI. (október 26.) 3-4. old.



rendelkezések hatálybaléptetésével kívánta megvalósítani. Ezek közé tartozott a sajátrészvény szerzés szélesebb körű biztosítása az érintett társaságok számára (vagyis esetükben a társasági törvény vonatkozó korlátozásainak enyhítése).

Az áttörési szabály alkalmazását is nehezíteni kívánta a jogszabály, amelyet úgy érthetett el, hogy a magyar párhuzamos szabályozást (társasági és tőkepiaci törvény) feloldva a *tőkepiaci törvény* szigorúbb megoldása mellett tette le a voksát. E jogszabályi előírás ugyanis az áttörést csupán akkor engedte meg, ha azt a társaság alapszabálya előbb – háromnegyedes többséggel – elfogadta.<sup>428</sup>

Emellett „*Lex MOL*” kötelezővé tette, hogy a nyilvános ajánlat során elkészítendő működési tervet a felvásárló társaság saját közgyűlése hagyja jóvá még azelőtt, hogy a magyar felügyeleti hatósághoz, a *PSZÁF*-hoz a vonatkozó kérelmét benyújtaná. A szabály meglehetősen ellentmondásos helyzetet teremtett, hiszen a tőkepiacokon tett nyilvános vételi ajánlat ereje elsősorban annak gyorsaságában és váratlanságában rejlik. Emellett sor került az igazgatósági és a felügyelőbizottsági tagok visszahívásának megneheztetésére is, hiszen a *Lex MOL* az ilyen határozatot a közgyűlés háromnegyedes szótöbbségéhez kötötte. Ez alól azonban kivételt jelentett az az eset, ha a tagokat öt évnél hosszabb határozott időre, avagy határozatlan időre választották meg, illetőleg ha a társaság alapszabálya másként rendelkezett.<sup>429</sup>

Előre sejteni lehetett, hogy a törvény rendelkezéseinek vonatkozásában az EU meglehetősen kritikus lesz. Az igazi problémát mégis az jelentette, hogy az amúgy is alacsony likviditású magyar értékpiacon nemzetközi viszonylatban is rossz színben tűntette fel a jogszabály. A befektetők időlegesen bizalmatlanná váltak az olyan társaságok részvényeivel szemben, amelyeket szükség esetén ilyen mértékben beavatkozó és indokolatlan közjogi karakterű szabályozás véd.

### 3) Az igazgatóság és az igazgatótanács

2003-ban a Bizottság *Akcióterve* összefoglalta azokat a célkitűzéseket, amelyeket az EU szabályozás szintjén az igazgatóságok (és igazgatótanácsok) vonatkozásában lényegesnek mutatkoztak.<sup>430</sup>

Munkánkban már többször is utaltunk arra, hogy globális viszonylatban egyre jelentősebb szerepet töltenek be a társaságok *ellenőrzésért felelős tisztviselői*, a *nem ügyvezető igazgatók* és a *felügyelő bizottsági tagok*. Az *Akcióterv* sem hagyta figyelmen kívül az általunk korábban felvázolt tendenciákat, emiatt célul tűzte ki egy olyan ajánlás megalkotását, amely erősíti a *független nem ügyvezető igazgatók*<sup>431</sup> jelentőségét,<sup>432</sup> illetve iránymutatást nyújtott a társaságon belül működő jelentősebb bizottságok felállításának és összetételének vonatkozásában.

<sup>428</sup> Lásd HANÁK, András, *Lex Mol, lex dúr*, Élet és irodalom (2007) Vol. LI. (október 26.) 3. old.

<sup>429</sup> Lásd a 2007. évi CXVI. törvény a közellátás szempontjából kiemelkedő jelentőségű vállalkozásokat érintő egyes törvények módosításáról 1.§ (4) bekezdését.

<sup>430</sup> Lásd *Synthesis of the responses to the Communication of the Commission to the Council and the European Parliament "Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward"* – COM (2003) 284 final of 21 May 2003 A Working Document of DG Internal Market, 12-16. old.

<sup>431</sup> Lásd SALE, Hillary A., *Independent Directors as Securities Monitors*, Business Lawyer (2005-2006) Vol. 61. 1374- 1380. old.

Véleményünk szerint e célkitűzés rendkívül lényegesnek mutatkozott, miután a *comply or explain* kódexek *soft law* szabályainak jelentős része erre a területre összpontosul, de kényszerítő erő nélkül és a kívánatosnál jóval csekélyebb *éthosszal*. Ebben a tekintetben feltétlenül előnyös, hogy *legalább* ajánlás formájában az Unió is iránymutatást adott a felmerülő kérdések tekintetében. Ugyanakkor a „*függetlenség*” koncepciójának nehezen körülhatárolható jelenségére a legtöbb szakértői álláspont felhívta a figyelmet, utalva arra, hogy annak tartalma globális és tagállami szinten sem teljesen egyértelmű.<sup>433</sup>

A társaságok irányítási gyakorlatában felmerült az a kérdés is, hogy kellőképpen összehangolt lehet-e az igazgatók munkája és kellőképpen alkalmas személyek kerülhetnek-e a megfelelő pozíciókba, ha túlságosan szigorú függetlenségi szabályoknak kell megfelelni?<sup>434</sup> Így az Unió társasági jogi szakembereire már a célkitűzés fázisában is érezhetően ránehezedett az üzleti szféra nyomása, amely a köztársaságok helyett jelentősebb mozgásteret kívánt magának.<sup>435</sup>

A *kinevezési bizottságok* független tagjainak növekvő szerepe, illetve annak további erősítés-igénye már a célkitűzések születésének időpontjában felmerült, hogy a befektetők és a piacok bizalma ne törjön meg a hanyag irányítási gyakorlat, de még inkább a *nepotizmus*<sup>436</sup> megnyilvánulásain. Ebben a tekintetben az ügyvezető igazgatók kinevezések vonatkozásában érvényesülő befolyásának visszaszorítása mutatkozott kívánatosnak.

A több vezető-testületben egyidejűleg betöltött pozíciók tekintetében az üzleti szféra szakemberei kívánatosabbnak tartották, ha nem születik merev (számszerű) állásfoglalás arról, hogy egy tisztviselő, hány igazgatóságban (igazgatótanácsban) foglalhat el helyet. Így a több megbízatás egyidejű ellátásából fakadó nehézségek feloldásának érdekében számos szakember szélesebb körű közzétételi kötelezettséget javasolt, ahelyett, hogy a pozíciók betöltését más módon korlátozzák. Ezek között az álláspontok között találkozunk olyanokkal is, amelyek kifejezetten a tagállami kódexek hatáskörében tudták csak elképzelni a kérdés koncepcionális szabályozását.

A két irányítási szisztéma (egyszintű és kétszintű) alkalmazásának vonatkozásában a szakmai álláspontok megoszlottak. A törésvonal nem a két szisztéma híveinek tábora között húzódott, hanem a flexibilis megközelítés konkurált a tradicionális megközelítéssel. A szakemberek egy része kívánatosnak tartotta, hogy a tagállami jogok biztosítsák mindkét irányítási rendszer alkalmazásának lehetőségét, ezzel szemben mások felesleges törvényalkotási tehertételnek érezték ezt a megoldást, amely akár még a korábban jól működő tagállami tradíciókat is megtörheti.<sup>437</sup>

---

<sup>432</sup> Lásd CLARKE, Donald C., *Three Concepts of the Independent Director*, Delaware Journal of Corporate Law (2007) Vol. 32. 80. old.

<sup>433</sup> Lásd *Synthesis of the responses to the Communication of the Commission to the Council and the European Parliament "Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward" – COM (2003) 284 final of 21 May 2003 A Working Document of DG Internal Market*, 12-13. old.

<sup>434</sup> Vö. JUNGSMANN, Carsten, *The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems*, European Company and Financial Law Review (2006) Vol. 3. 461-462. old.

<sup>435</sup> Vö. MURPHY, Michael E., *The Nominating Process for Corporate Boards of Directors: A Decision-Making Analysis*, Berkeley Business Law Journal (2008) Vol. 5. 131-194. old.

<sup>436</sup> A hatalommal történő visszaélés formája, amely abban nyilvánul meg, hogy a vezetők rokonaikat, illetőleg barátait részesítik előnyben, a közsféra, illetőleg a piac más résztvevőivel szemben.

<sup>437</sup> Lásd *Synthesis of the responses to the Communication of the Commission to the Council and the European Parliament "Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward" – COM (2003) 284 final of 21 May 2003 A Working Document of DG Internal Market*, 13-14. old.

A vezető tisztségviselők felelősségének tekintetében az egyetemlegesség koncepciója az *Akcióterv* célkitűzései között is kiteljesedett. A Bizottság célul tűzte ki, hogy a közösségi jog szintjén is megerősítse az igazgatósági tagok egyetemleges felelősségét a pénzügyi beszámolók, illetőleg a kulcsfontosságú nem pénzügyi beszámolók vonatkozásában.

A felügyelő bizottságok tagjainak felelősségének terjedelme már a célkitűzés időpontjában megosztotta a szakmai álláspontokat. Több álláspont hangsúlyozta, hogy elégséges, ha a felügyelő bizottság felelősségének terjedelme csak az *auditált pénzügyi beszámolóra* terjed ki – így nem foglalja magába többek között a negyedéves beszámolókért való felelősséget sem. A tagállami szabályozások vonatkozásában érvényesülő eltérő megközelítési mód a szakmai álláspontok egy részét elvezette ahhoz a következtetéshez, hogy ezt a kérdést csak a tagállami jogok és a tagállami kódexek szabályozhatják hatékonyan.<sup>438</sup>

Végezetül koncepcionális kérdésfelvetések merültek fel a vezető tisztségviselők felelősségének irányának vonatkozásában. A szakértői álláspontok abban a kérdésben különböztek, hogy a részvényeseken kívül tartozhatnak-e felelősséggel másnak is az igazgatók? Ennek lehetőségét a szakemberek egy része elvetette, míg mások lehetségesnek tartották.

A Bizottság *Akcióterve* hangot adott annak, hogy középtávon szükséges lehet egy irányelvtervezet megalkotása, amely előmozdítja az igazgatók felelősségének és elszámoltathatóságának ügyét. Annak tükrében, hogy önálló irányelv ebben a témakörben a mai napig sem született, nem csodálkozhatunk azon, hogy már a célkitűzést is az üzleti szféra heves ellenállása jellemezte. A felvetés csak egy szűk szakértői többség támogatását élvezte, de ezt is csupán annak a hangsúlyozása mellett, hogy a tagállamoknak széleskörű autonómiát kell biztosítani az esetleges irányelv szabályainak átvételét illetően. (Másként kifejezve: egy esetleges irányelv szabályainak flexibilis, opcionális<sup>439</sup> szabályoknak kell lennie.)<sup>440</sup> Más szakértők egyenesen odáig mentek, hogy társasági jog harmonizációjának területen egy ilyen beavatkozás elképzelhetetlen, legfeljebb a csődjogi<sup>441</sup> (*fizetéseképtelenségi jogi*),<sup>442</sup> vagy a büntetőjogi jogalkotás keretein belül lehetséges.

A vezető tisztségviselők felelősségének tekintetében visszatérő felvetésnek számított, hogy miként lehet megakadályozni, hogy az elégedetlen részvényesek indokolatlanul

---

<sup>438</sup> Lásd *Synthesis of the responses to the Communication of the Commission to the Council and the European Parliament "Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward" – COM (2003) 284 final of 21 May 2003 A Working Document of DG Internal Market*, 14-15. old.

<sup>439</sup> Lásd HERTIG, Gerard – MCCAHERY, Joseph A., *Optional rather than Mandatory EU Company Law: Framework and Specific Proposals*, *European Company and Financial Law Review* (2006) Vol. 3. 342-343. old.

<sup>440</sup> Vö. MENJUCQ, Michael, *The European Regime on Takeovers*, *European Company and Financial Law Review* (2006) Vol. 3. 223. old.

<sup>441</sup> Vö. MUCCIARELLI, Frederico Maria, *The Transfer of the Registered Office and Forum-Shopping in International Insolvency Cases: an Important Decision from Italy*, *European Company and Financial Law Review* (2005) 2. 512-534. old.

<sup>442</sup> Lásd BACHNER, Thomas, *The Battle over Jurisdiction in European Insolvency Law – ECJ 2.5.2006, C-341/04 (Eurofood)–*, *European Company and Financial Law Review* (2006) Vol. 3. 310-329. old.

zavarják a társaság zökkenőmentes működését újonnan elnyert jogosítványokkal?<sup>443</sup> A szakértői álláspontok vitája során ugyanis felmerült az a –máskülönben helytálló– felvetés, hogy a részvényesi jogviszony alapvetően kockázati elemeket hordozó reláció. Ez részben abból is következik, hogy a társaság gazdasági és pénzügyi teljesítménye akkor is mutathat gyengeséget, ha az igazgatók máskülönben felelősen jártak el. Emiatt három terület koncepcionális átgondolása is elengedhetetlennek mutatkozott. Egyik részről biztosítani kellett, hogy speciális *betekintési jogosultságok* csak az alaptőke viszonylatában magas részvényhányaddal rendelkező befektetőket illessenek.<sup>444</sup> Másik részről a *wrongful trading* (hitelezői fedezet rosszhiszemű elvonása)<sup>445</sup> és a *diszkvalifikáció* (igazgatók visszahívása) jogintézményeit a tagállami jogok szabályozási körében látna volna szívesebben a szakértői álláspontok többsége.<sup>446</sup>

A vezető tisztségviselők vonatkozásában figyelemreméltó, hogy az EU szabályozás szellemiségének tükrében a tagállami szintű jogharmonizáció számos esetben nyitott arra, hogy más országok tradícióit transzplantálja a saját társaságirányítási praxisába. A 2006-os magyar társasági törvény két remek példával is szolgál. A felmentvény intézményének<sup>447</sup> felkínálásával egy német társasági jogban gyökerező rendelkezést honosít meg Magyarországon. A megoldás lényege, hogy a társaság tulajdonosi struktúrája és a vezető tisztségviselők között kizárja a visszamenőleges jogviták lehetőségét. Társaságirányítási szempontból tehát a vezető tisztségviselői státuszt megerősítő (felelősségét korlátozó) jogintézményként értékelhetjük.

Felmentvény nyújtására a társasági szerződés (létesítő okirat) rendelkezései alapján nyílik lehetőség. Ilyen tekintetben a társaságirányítás belső –kontraktuális– aspektusai közé sorolható, ebben a minőségben pedig természetesen nem érinti a harmadik személyek irányában fennálló kötelezettségeket. A társasági szerződés ezirányú rendelkezése értelmében a vezető tisztségviselők számára felmentvény nyújtásáról a társaság legfőbb szerve határoz. Az eljárás keretein belül sor kerül a vezető tisztségviselők előző üzleti évben végzett munkájának értékelésére. Ennek függvényében határoz a legfőbb szerv a felmentvény megadásáról vagy megtagadásáról. A felmentvény megszavazása esetén a legfőbb szerv arról ad igazolást, hogy a vezető tisztségviselők az értékelt időszakban a társaság érdekeinek elsődlegessége alapján jártak el. Ez a későbbiekre nézve kizárja, hogy e kérdés vita alapját képezze.

Természetesen a felmentvény háttérében meghúzódó jogpolitikai célok kizárólag abban az esetben érvényesülhetnek, ha a társaság működése kellőképpen transzparens a tulajdonosok előtt. Ellenkező esetben a legfőbb szerv nincs abban a helyzetben, hogy megítélje a vezető tisztségviselők munkájának minőségét. Ezért a felmentvény utólag

---

<sup>443</sup> A kérdés visszavezet a részvényesi demokrácia (shareholders democracy) terjedelmének alapvető kérdéseire Európában, lásd FERRARINI, Guido, *One Share – One Vote: A European Rule?* European Company and Financial Law Review (2006) Vol. 3. 147. old.

<sup>444</sup> A tulajdonosi struktúrában létrejött befolyás jogszabályi megerősítésének kérdésében példaként lásd CONAC, Pierre-Henri, *The New French Preferred Shares: Moving towards a More Liberal Approach*, European Company and Financial Law Review (2005) Vol. 2. 487-511. old.

<sup>445</sup> Lásd HIRT, Hans C., *Wrongful Trading Remedy in UK Law: Classification, Application and Practical Significance*, European Company and Financial Law Review (2004) Vol. 1. 71-120. old.

<sup>446</sup> Lásd *Synthesis of the responses to the Communication of the Commission to the Council and the European Parliament "Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward"* – COM (2003) 284 final of 21 May 2003 A Working Document of DG Internal Market, 15-16. old.

<sup>447</sup> Lásd a 2006. évi IV. törvény a gazdasági társaságokról 30. § (5) bekezdését.

hatálytalanná válhat, ha a bíróság megállapítja, hogy a megadásának alapjául szolgáló adatok valótlanok vagy hiányosak voltak.

A másik új jogintézmény, a fizetőképességi nyilatkozat (*solvency test*) angolszász eredetű.<sup>448</sup> A rendelkezés a társasági törvény olyan újítása, amely a társasági szerződés alapján többletfelelősséget ró a vezető tisztségviselőre. Alkalmazásának lényege, hogy a társasági szerződés ezirányú rendelkezése esetén a vezető tisztségviselőnek írásban kell nyilatkoznia a legfőbb szerv felé arról, hogy meghatározott kifizetés a társaság további fizetőképességét, illetőleg a hitelezők érdekeinek érvényesülését nem veszélyezteti. Amennyiben a nyilatkozat elmulasztása mellett történik kifizetés, illetve ha a nyilatkozat tartalma valótlan, úgy az okozott károkért a vezető tisztségviselő a felelősségére vonatkozó általános szabályok szerint felel. E rendelkezésben szabályozott jogintézmény egyike azoknak, amelyek a hitelezővédelem garanciáit hivatottak erősíteni.

Ideje azonban visszakanyarodnunk az Unió célkitűzéseikhez, amelyek mevalósítását az EU két ajánlással kívánta elősegíteni, amelyek igen szoros tartalmi átfedésben vannak a tagállamok *corporate governance* kódexeivel. E két ajánlás a *2005/162/EK ajánlás a jegyzett társaságok nem ügyvezető igazgatóiról, a felügyelő bizottsági tagok szerepéről és az igazgatóság által létrehozott bizottságokról*, illetve a *2004/913/EK ajánlás egy megfelelő rendszer előmozdításáról és a jegyzett társaságok igazgatóinak javadalmazásáról*.<sup>449</sup> Látható tehát, hogy –csakúgy, mint a tagállami *corporate governance* kódexek– az EU ajánlásai is a jegyzett társaságok körében jelölik meg az ajánlások alanyait.

a) Ajánlás a nem ügyvezető igazgatókról, a felügyelőbizottság tagjairól és a bizottságokról

Az *2005/162/EK ajánlás* jogpolitikai célja, hogy a tagállamok mind saját jogszabályi környezetük kialakítása, mind a *comply or explain* ajánlások<sup>450</sup> megalkotása során figyelembe vegyék azokat a szempontokat, amelyeket az EU e vonatkozó tárgykörben kívánatosnak tart. Noha –mint azt korábban említettük– központi *EU corporate governance kódex* nem született, az igazgatóságok tárgykörében alkotott ajánlások némiképpen hasonló funkciót töltenek be. A különbség abban áll, hogy az ajánlásokhoz való viszony a tagállami implementáción keresztül módosulhat.<sup>451</sup>

---

<sup>448</sup> Lásd a 2006. évi IV. törvény a gazdasági társaságokról 131. § (3) bekezdését.

<sup>449</sup> A javadalmazás vonatkozó aspektusairól lásd DAVIES, Paul L., *Enron and the Corporate Law Reform in the UK and European Community*, 163-190. old. in *CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US* (Szerk.: HOPT, Klaus J. – WYMEERSCH, Eddy – KANDA, Hideki – BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009) 171-172. old.

<sup>450</sup> Lásd WYMEERSCH, Eddy, *Implementations of the Corporate Governance Codes*, 403-419. old. in *CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US* (Szerk.: HOPT, Klaus J. – WYMEERSCH, Eddy – KANDA, Hideki – BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009) 403-419. old.

<sup>451</sup> Lásd WOLFF, Lutz-Christian, *Self-Governance German Style: Comply or Explain... But If You Explain We Will Make You Comply*, *The Corporate Governance Law Review* (2005) Vol. 1. No. 3. 372. old.

Úgy gondoljuk, hogy ez önmagában is csökkentheti az EU szabályanyag érvényesülésének esélyeit. Ez abban az esetben jelentene igazán nagy deficitet, ha részletes, tartalmas és jóminőségű szabályanyagról lenne szó.

A magunk részéről úgy gondoljuk, hogy a 2005/162/EK ajánlás esetében sajnálatos módon nem beszélhetünk előremutató megoldásokról, inkább az a benyomásunk támadhat, hogy az Unió egy elvárhatóan<sup>452</sup> szabályozandó terület ajánlási szintű lefedésére törekedett.<sup>453</sup>

Az ajánlás bevezető rendelkezései között szükszavúan tisztázza viszonyát a *comply or explain* normaalkotási technikával.<sup>454</sup> Ezzel összefüggésben csak annyit követel, hogy a társaságoknak évente nyilatkozniuk kell arról, melyik ajánlásoknak nem feleltek meg. Ugyan az ajánlás szerint a magyarázatnak tartalmas és konkrét módon kell indokolnia a *non compliance*<sup>455</sup> okát, ennek aspektusairól sem bővebben, sem konkrétan nem rendelkezik.

A rendelkezések hatálya szempontjából a tagállami szabályoknak legalább a tagállam területén székhellyel rendelkező jegyzett társaságokra, illetve a tagállam szabályozott piacain elsődlegesen jegyzett társaságokra vonatkozniuk kell.

Az ajánlás bizonyos fogalmak (jegyzett társaság, igazgatósági tag, stb.) tekintetében meghatározásokat is tett, amelyek azonban nem mutatnak túl e kifejezések más jogforrásokból és ajánlásokból megismert tartalmán, illetőleg az üzleti életben általánosan alkalmazott jelentéstartalmán.

A nem ügyvezető igazgatók és a felügyelő bizottsági tagok vonatkozásában az ajánlás az operatív menedzsmenttel szembeni megfelelő egyensúly kialakítását javasolja.<sup>456</sup>

Erre azért van szükség, hogy a testületi határozathozatal során ne dominálhasson egyetlen személy, avagy személyek egy kis csoportja. A társaságon belüli hatalommegosztás<sup>457</sup> további aspektusaként az ajánlás az egyszintű irányítási modell alkalmazásának tekintetében az elnöki és a vezérigazgatói (*CEO*) tisztség elkülönítését javasolja. Ez a társaságirányítás brit megoldása melletti állásfoglalás (*Combined Code on Corporate Governance*), szemben az amerikai gyakorlattal. A kétszintű irányítási modell esetében sem javasolja az ajánlás, hogy a két tisztség automatikusan egy kézben

---

<sup>452</sup> Vö. SINDLER, Gerald, *Scandals, Regulation, and Suoervisory Agencies: The European Perspective*, 105-116. old. in CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US (Szerk.: HOPT, Klaus J. – WYMEERSCH, Eddy – KANDA, Hideki – BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009) 108-115. old.

<sup>453</sup> Lásd DAVIES, Paul L., *Enron and the Corporate Law Reform in the UK and European Community*, 163-190. old. in CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US (Szerk.: HOPT, Klaus J. – WYMEERSCH, Eddy – KANDA, Hideki – BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009) 170. old.

<sup>454</sup> Lásd SCHWEITZER, Heike – KUMPAN, Christoph, *Changes of Governance in Europe, Japan, and the US: Discussion Report*, 687-729. old. in CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US (Szerk.: HOPT, Klaus J. – WYMEERSCH, Eddy – KANDA, Hideki – BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009) 715-716. old.

<sup>455</sup> Az ajánlásokhoz történő alkalmazkodás hiánya.

<sup>456</sup> Vö. DAVIES, Paul L., *Enron and the Corporate Law Reform in the UK and European Community*, 163-190. old. in CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US (Szerk.: HOPT, Klaus J. – WYMEERSCH, Eddy – KANDA, Hideki – BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009) 171. old.

<sup>457</sup> Lásd PISTOR, Katharina, *Legal Ground Rules in Coordinated and Liberal Market Economies*, 249-280. old. in CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US (Szerk.: HOPT, Klaus J. – WYMEERSCH, Eddy – KANDA, Hideki – BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009) 267. old.

összpontosuljon, de amennyiben a társaság mégis a kombinált *elnök-vezérigazgatói* szerepkört választja, úgy az esetlegesen alkalmazott biztosítékok tekintetében javasolt tájékoztatást adnia.

A nem ügyvezető igazgatók megbízásának intervallumáról az ajánlás csak általánosságban nyújt eligazítást (a tagállamok által meghatározott időtartamra), de visszahívásuk nem lehet könnyebb, mint az ügyvezető tagok visszahívása.<sup>458</sup> A képzettségi kritériumok tekintetében az ajánlás nem jut tovább az általános kritériumok alkalmazásánál („*megkívánt tudás, ítélőképesség, tapasztalat*”), viszont ehhez mérten ötletes megoldás, hogy az új tagok számára személyre szabott bevezető program felajánlását írja elő, amely a társaság szervezetével, tevékenységével, valamint az érintett személy feladatkörével foglalkozik. A kinevezés során az igazgatósági tag képzettségének közzétételére is hangsúlyt fektet az ajánlás, hogy arról a piac és a nyilvánosság is tájékoztatást kapjon. A hosszú távú aspektusok szempontjából lényeges az igazgatósági tagokra vonatkozó ismeretek évenkénti közzététele is.

Annak érdekében, hogy az igazgatósági tagok munkájukra szükséges időt és figyelmet szánhassanak, további szakmai kötelezettségvállalásukat a szükséges terjedelemben korlátozniuk kell. Emellett kinevezéskor közzé kell tenni egyéb fontos szakmai kötelezettségvállalásaikat, sőt ezeket összegyűjtve az éves jelentésben is közzé kell tenni.

Ahogy a tagállamokban már korábban alkalmazott ajánlások, úgy a Bizottság ajánlása is lefekteti, hogy „*ellegendő számú független tagot*” kell az igazgatóságba vagy a felügyelő bizottságba választani. Ennek elsődleges indokát abban jelöli meg, hogy a független tagok később megfelelő módon foglalkozhassanak a vezetőség tagjait érintő összeférhetlenségi kérdésekkel. Az ajánlás a függetlenség kritériumát abban jelöli meg, hogy az érintett igazgatósági tagnak ne legyen olyan üzleti, családi, vagy más kapcsolata a társasággal (illetve annak ellenőrző befolyást gyakorló részvényesével, vagy vezetésével), amely összeférhetlenséget eredményez. Véleményünk szerint a meghatározás súlyos tartalmi deficitet hordoz, miután a függetlenség tartalmának konkrétabb körülhatárolása elmarad. Egy példán keresztül ugyan –ez az igazgató „*ítéletalkotásának hátráltatása*”– kísérletet tesz az ajánlás a függetlenség kategóriájának szűkítésére, azonban ebből sem derül ki, hogy az ítéletalkotásban *konkrétan* milyen relációk akadályozhatják az igazgatókat.

Ehhez mérten kifejezetten következetlennek tekinthetjük azt a megoldást, hogy az ajánlás javasolja a függetlenség „*számos kritériumának*” alkalmazását, amelyeket II. számú mellékletében tesz közzé, ugyanakkor egyből leszögezi, hogy a függetlenség jelentésének meghatározása alapvetően az igazgatóság (és felügyelő bizottság) dolga. A társaságoknak az ajánlás alapján még arra is lehetőségük van, hogy a függetlenségi kritériumok figyelmen kívül hagyása során nyilatkozzanak arról, hogy egy tagot miért tekintenek mégis függetlennek. A függetlenség tekintetében lényeges tájékoztatás pontosságának biztosítása érdekében ugyan az ajánlás javasolja a független igazgatósági tagok függetlenségének időszakonkénti megerősítését, azonban ezt a társaság maguktól a tagoktól követeli meg. Az ilyen nyilatkozat tartalma tehát teljes egészében a független

---

<sup>458</sup> Vö. DAVIES, Paul L., *Enron and the Corporate Law Reform in the UK and European Community*, 163-190. old. in CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US (Szerk.: HOPT, Klaus J. – WYMEERSCH, Eddy – KANDA, Hideki – BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009) 173. old.

igazgatósági tag belátásától függ, amely később ugyan valótlannak bizonyulhat, de preventív megoldásként az ilyen megerősítés nem jöhet számításba.

A bizottságok tekintetében az ajánlás rendkívül szükséges. Ugyanakkor a nemzetközi standardok átvétele megtörtént. Erre utal, hogy a bizottságok személyi összetételének vonatkozásában az ajánlás kiemeli a független tagok jelentőségét. Szintén ezt erősíti, hogy az audit,<sup>459</sup> a kinevezési és a javadalmazási bizottságok szerepét külön nevesíti. A rugamasság követelményének érdekében az ajánlás lehetőséget biztosít ugyanakkor arra is, hogy „*alternatív megoldás*” gyanánt háromnál kevesebb bizottság működjön, amennyiben erről megfelelő tájékoztatást ad az igazgatóság. A bizottságok munkájának általános célja az ajánlás alkalmazási körében, hogy az igazgatóság (felügyelő bizottság) munkáját segítsék. Emiatt a feladatmeghatározás magának az igazgatóságnak (felügyelő bizottságnak) a hatáskörébe tartozik. A döntéshozatali jogkör átruházására csak a tagállami jogokkal összhangban van lehetőség, amelyet „*be kell jelenteni, ismertetni kell és teljesen átlátható módon nyilvánosságra kell hozni*”.

#### b) Ajánlás az igazgatók javadalmazásáról

Munkánkban a későbbiekben teljes fejezet foglalkozik az igazgatók javadalmazásának elméleti kérdéseivel és annak jogszabályi és ajánlás háttérével. Ennek köszönhetően itt külön nem térünk ki a témakör jelentőségére, csupán utalunk arra, hogy az érdekellentétek egyik legszélesebb területét jelenti a társaságirányítás vonatkozásában a megfelelő javadalmazási-politika kialakítása.

Az Unió ajánlásban kívánta „*előmozdítani a megfelelő rendszert*”,<sup>460</sup> amely az egyetlen lehetőség volt egy olyan terület szabályozási aspektusait tekintve, amely globális nézőpontból is megoldatlan problémák sokaságát veti fel.

A 2002/913/EK ajánlás a javadalmazás megközelítésében megkísérli áttörni az amerikai megközelítésnél *szemérmesebb* európai gyakorlatot a javadalmazási politika közzétételének vonatkozásában. Emellett a Bizottság célja volt, hogy a javadalmazási politika kérdéseinek –így különösen a részvény-alapú javadalmazás vonatkozásainak– kialakításában a részvényesek nagyobb szerepet tölthessenek be. Ennek keretein belül az ajánlás rendelkezései között szerepel, hogy a részvényalapú díjazás konstrukcióit az évi rendes közgyűlésen a részvényesek határozattal fogadják el. Meg kell azonban jegyezni, hogy a határozat magára a konstrukcióra vonatkozik és nem a konstrukció megadására az egyes igazgatósági tagoknak. Így a közgyűlés szerepe az ajánlás szerint a részvényalapú javadalmazási *rendszer* kialakítására összpontosul, nem pedig annak gyakorlásáról konkrét esetekben.

A kitűzött célok érdekében az ajánlás javasolja, hogy a tagállamok gondoskodjanak arról, hogy a társaságok évente közzétegyék a javadalmazási politikájuk tartalmát, és azt a társaság honlapján hozzáférhetővé tegyék.

---

<sup>459</sup> Nemzetközi összefüggésben lásd PISTOR, Katharina, *Legal Ground Rules in Coordinated and Liberal Market Economies*, 249-280. old. in CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US (Szerk.: HOPT, Klaus J. – WYMEERSCH, Eddy – KANDA, Hideki – BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009) 266-267. old.

<sup>460</sup> Lásd A BIZOTTSÁG AJÁNLÁSA (2004. december 14.) egy megfelelő rendszer előmozdításáról és a jegyzett társaságok igazgatóinak díjazásához (2004/913/EK).



A közzétételnek tartalmaznia kell az igazgatók díjazásának változó és nem változó összetevőit, valamint azok relatív jelentőségének magyarázatát. Ebben kiemelt jelentőség jut azon teljesítménykritériumok közzétételének, amelyeken a díjazás változó összetevőinek (például részvényopcióra, vagy részvényekre vonatkozó) jogosultsága alapul. Az ajánlás javasolja, hogy a közzététel külön kitérjen a teljesítmény és a díjazás közötti összefüggésekre.

A pénzbeli díjazás mellett lényeges szerepet tölthetnek be a jutalmazás, illetve a nem pénzbeli juttatások rendszere a társaság irányítási struktúrájában. Ebből kiindulva, az ajánlás javasolja, hogy e kategóriák főbb paramétereit, valamint azok logikai alapját a közzététel tartalmazza.

Végezetül az igazgatósági tagok kiegészítő, vagy kordedvezményes nyugdíjazási rendszereinek főbb rendszereiről is nyilatkozni kell a közzétételben.

Az egyes igazgatósági tagok díjazásának vonatkozásában a következő információkat kell közzétenni:

- a teljes bér és a jelenléti díjak összegét;
- azt a díjazást és jutalmazást, amelyet az ugyanahhoz a csoporthoz tartozó bármely vállalkozástól kapott;
- a nyereségrészesedés és/vagy prémiumfizetés formájában kifizetett díjazást, és annak okait, hogy ezeket a prémiumfizetéseket és/vagy nyereségrészesedést miért adták;
- minden jelentős kiegészítő díjazást, amelyet – amikor a jog azt megengedi – az igazgatósági tagoknak olyan különleges szolgálatokért fizettek ki, amelyek egy igazgatósági tag szokásos feladatainak terjedelmén kívül esnek;
- azt a járandóságot, amelyet az egyes ügyvezető igazgatóknak kifizettek, vagy nekik kifizetendő, tevékenységüknek abban a pénzügyi évben történt megszűnésével kapcsolatban;
- a díjazásnak tekintett nem pénzbeli juttatások becsült teljes értékét, az előbb felsorolt pontokban foglaltakon kívül.

A részvényalapú ösztönzési rendszerek tekintetében az ajánlás az alábbi információk közzétételét írja elő:

- a társaság által felajánlott részvényopciók vagy felkínált részvények számát a vonatkozó pénzügyi évben és igénybevételük feltételeit;
- a vonatkozó pénzügyi év során lehívott részvényopciók számát, és mindegyikük esetében az érintett részvények számát és a lehívási árat, vagy a pénzügyi év végén a részvényösztönző programba felvett részesedés értékét;
- a nem lehívott részvényopciók számát a vonatkozó pénzügyi év végén, azok lehívási árat, a lehívás időpontját és a jogok érvényesítésének fő feltételeit;
- bármely változást a meglévő részvényopciók szabályaiban a pénzügyi év során.

A kiegészítő nyugdíjkonstrukciók tekintetében közzé kell tenni:

- amikor a nyugdíjkonstrukció juttatásalapú rendszer, az igazgatósági tag felhalmozott juttatását az adott konstrukcióban a vonatkozó pénzügyi év során;

- amikor a konstrukció járulékalapú rendszer, a jegyzett társaság által befizetett vagy befizetendő járulékokat az igazgatósági tag esetében a vonatkozó pénzügyi év során.

#### IV. Konklúziók

Az Európai Unió jogalkotói a felelős társaságirányítás területén nehezen tájékozódnak. A fenti elemzésünk keretein belül áttekintettük a szűkebb értelemben vett *corporate governance* jogforrásokat, amelyek láthatóan a társasági jogi szabályozás irányából közelítenek a társaságirányítás aspektusaihoz. A hiányosságok és a nehézségek kézzelfoghatók, de nem határolhatók körül a teljesség igényével. Erre mi sem törekszünk, ehelyett igyekszünk összefoglalni, hogy melyek azok az akadályok, amelyek egyelőre megghiúsítják a hatékony szabályozási eszközök előretörését az Unióban.

##### 1) Nehezen megközelíthető jogalanyok

A *corporate governance* jelenségekörének (és jogi szabályozási körének) alanyai a társaságok. A társaságirányítás etikus, törvényes és hatékony rendszere a társaságok üzleti gyakorlatában hozhat eredményeket. A jogalkotónak igyekeznie kell, hogy a működéshez optimális kereteket biztosítson, de ennek kialakítása csak akkor lehetséges, ha a jogalkotó a társaságok működési gyakorlatára összpontosítja a figyelmét. Azonban az Európai Unió pillanatnyilag nincs abban a helyzetben, hogy a társaságirányítás kérdését a társaságok (vagyis az érintett jogalanyok) irányából közelítse meg. *A viszonyítási pontot nem az Unió és a társaságok, hanem az Unió és a tagállamok relációi alkotják.* A szabályozók tartalma ebben a tekintetben a címzettekhez csak közvetve juthat el: az EU jogforrásai a tagállamok jogalkotási gyakorlatában válhatnak élővé.

A *corporate governance* jogalkotási hátterének a sorsa az EU-ban abban a pillanatban megpecsételődött, amikor elválaszthatatlanul egybefonódott a társasági jog sikertelen harmonizációjával. A kilátástalan és hosszú egyeztetések, a tagállami álláspontok között meghúzódó áthidalhatatlan szakadékok, a szakértői álláspontok parttalan vitája és egyeztetése rányomja a bélyegét a folyamatra. Az Unióban nincs tényleges hajlandóság a társasági jog harmonizációjára. Ezzel szembenézni legalább olyan nehéz lenne, mint szemet hunyni felette. Miután jó megoldás nem kínálkozik, még mindig egyszerűbbnek tűnik, ha a harmonizáció helyett annak sikeres látszatát fenntartja az Unió.

Számos ellenérv is felsorolható: bizonyos jogforrások sikeres társaságirányítási intézmények születéséhez vezettek. A határon átívelő joggyakorlás, a tulajdonosi struktúrák határközi kiterjesztése, speciális jogalanyiség (akár a *Societas Europaea* esetében). Érdemes azonban átgondolni, hogy mi a helyzet azokkal a folyamatokkal, amelyek során a tagállami érdekek ütközhetnek egymással? Ilyen terület a vállalatfelvásárlások szabályozási köre, a *takeover direktíva* rendelkezéseinek rendszere. Úgyfest ilyen esetben minden erőfeszítés kevés ahhoz, hogy a közös akarat normává formálódjék. Az ilyen jogforrás légüres teret képez a szabályozási struktúrában, amelynek kitöltése az opcionális szabályok következményeképpen a tagállamok szándékától függ. Miután azonban éppen a tagállamok ellenállásán akadtak

fenn az érdemi (kötelezően alkalmazandó) rendelkezések, kicsi a valószínűsége, hogy az opcionális szabály kialakítaná az egyenletes játékkeret.

## 2) Az önszabályozás ideológiai túlsúlya

A felismerés, miszerint az Unió nem képes átfogó és hatékony szabályozásra –be kell látnunk– indulati energiákat szabadít fel, amelyeket csatornázni kell a rendelkezésre álló szabályozási keretek között. Véleményünk szerint a társaságirányítás európai nézőpontja úgy vezeti le a mérsékelt sikeres törekvésekből adódóan felgyülemlett frusztrációt, hogy a korszerűség látszatát keltve elegánsan távotart magától lényegi kérdéseket. Az EU szervei a szabályozás irányainak kialakítását még nagyjából hajlandóak magukra vállalni, de mélységében már elhárítják a felelősséget. Ez feltűnően rugalmas szabályozási kereteket (*keretszabályokat*)<sup>461</sup> eredményez. A flexibilitás egyik legjellemzőbb megnyilvánulása, hogy a kényszerítő erő csak igen halványan jelenik meg a szabályok mögött. Olyan jelentőségű terület, mint a *corporate governance* központi magva, az igazgatóság tagjaira vonatkozó rendelkezések összessége ajánlási szintű szabályozási megközelítés tárgyát képezi. Miközben az Egyesült Államok Obama elnök által felkarolt *2010-es átfogó pénzügyi reformja* –egyelőre úgy fest– kritikai nézőpontra helyezkedett a társaságok irányítási szisztémáinak irányában, addig az Unió tárgyilagos és jóhiszemű marad a menedzsmentek irányában. A feszültség az aktuális események tükrében ismét a tagállamok között realizálódik: a görög válságból kiinduló mediterrán válság az erős gazdasággal rendelkező nagy befizetőket arra kényszeríti, hogy mások kiadásait is megfizessék. És ki összpontosít ebben a helyzetben a vállalatokra?

## 3) Irány nélküli szabályok

Ironikus, hogy az EU jogforrásai közül éppen az *irányelv* olyan jellemző a társaságirányítás és a társasági jog harmonizációjának területén. A *corporate governance* szabályozása ugyanis éppen az irányokat nélkülözi. Ez a deficit azért vált különösen látványossá, mert a globális tapasztalatok arra utalnak, hogy a társaságirányítás szabályanyagát a botrányok és a válságok alakítják. Ezek olyan nehézségek, amelyeknek irányuk van. Az 1998-as *értékpapírválság*, a 2002-es *dotcom buborék*, vagy a 2007-es *subprime válság*, bár mutatnak hasonlóságot, mégis sajátos irányból támadták meg a törvényesség kereteit. Ilyen esetekben a jogszabályok rendelkezései a válaszok a nehézségekre, de ilyen minőségükben semmiképpen sem nélkülözhetik az irányokat. Az EU *irányelvei* és *ajánlásai* viszont egyértelműen megtagadják, hogy a válságok szabta formákat felöltsék.

Unió szinten elképzelhetetlen a jogterületi interdiszciplinaritás célzott ellencsapása, míg az Egyesült Államokban ezek a rendelkezések egyre jelentősebbek.

Másik részről a tagállamok gyakran próbálkoznak karakteres irányokat kialakítani saját normáik tekintetében. A német „*Lex Volkswagen*” és a magyar „*Lex MOL*” a vállalatfelvásárlás konkrét társaságokra irányuló veszélyeinek kivédését célozták, azzal, hogy a piaci mozgásteret szűkítették. Ugyanakkor az ilyen intézkedések rendszerint aggályokat vetnek fel EU jogi kompatibilitásuk tekintetében. Mindent összevetve

---

<sup>461</sup> Regulatory Framework

azonban az EU szabályozás és a jogharmonizáció szemléletes kritikái is ezek a tagállami jogszabályok, hiszen csak egy Uniós szinten gyengén szabályozot jogterületen lehet szükség konkrét, eseti tényállások tekintetében tagállami jogszabályok alkotására. A szabályok iránya a tartalmi kérdések tekintetében sem kellőképp határozott. Az irányelvek érvényesülését gyengítő opcionális szabályok mellett az ajánlások megfoghatatlanságig általános terminológiai (megfelelő rendszert, megkívánt szakértelem stb.) lehetlenné teszik, hogy rendelkezéseik jelentős üzleti érdekek ellenpontjai legyenek.

## IV. Fejezet: A felelős társaságirányítás az Egyesült Királyságban, Németországban és Franciaországban

### I. A felelős társaságirányítás jogszabályi környezete az európai államokban

Az európai államok társaságirányítási rendszerére vonatkozó normák két kategóriába sorolhatjuk. Egyrészt kötelező erejű jogszabályokról van szó, amelyekhez a társaságoknak igazodniuk kell. Másrészt az üzleti szféra önszabályozó mechanizmusai által kialakított ajánlásokról, *corporate governance* kódexekről beszélhetünk, amelyeknek a rendelkezései ugyan nem kötelezőek, de a meghatározó európai tőzsdék a regisztráció feltételei között határozhatják meg azok betartását, illetőleg ennek elmulasztása esetében indoklás közzétételét arról, hogy a társaság miért követ eltérő üzleti gyakorlatot? Ez a megoldás a korábban már többször említett *comply or explain* szabályozási modell, amely a szűkebb értelemben vett társaságirányítás általános megközelítése Európában.

#### 1) A *corporate governance* jogszabályi forrásai

Az európai államok társaságirányítási szisztémáit a gazdaság jogszabályi környezete nagymértékben befolyásolja. A korábban ismertetett, *La Porta* nevéhez fűződő kutatások egyenesen úgy tekintenek a jogszabályi környezetre, mint a pénzügyi szisztéma közvetlen alakítójára.<sup>462</sup> A magunk részéről az összefüggést inkább, mint kölcsönhatást definiálnánk, de a megfelelő gazdasági jogalkotás jelentőségéből ez semmit sem von le.

A társasági jogi és tőkepiaci jogi környezet különös figyelmet érdemel, hiszen ez határozza meg az üzleti szféra intézményi kereteit és az azon belül kialakítható mozgásteret (társasági formák, a nyilvános működés szabályai, befektető- és hitelezővédelem, konszernjog stb.) A német társasági jog hatása az európai országok társasági jogainak viszonylatában különösen jelentős, hiszen számos –köztük a magyar– társasági jogi kodifikáció központi motívuma a német társasági jogintézmények transzplantálásában állott. Ugyanakkor a nyugat-európai országokban nem hanyagolható el a francia társasági jog hatása sem (például Belgium), amely egészen a napóleoni francia hódításokig vezethető vissza, azon keresztül pedig a klasszikus polgári forradalmak eszmeköréig. Az angolszász társasági jog ugyanakkor a XX. század derekáig csak meglehetősen közvetett lehetett. Ezzel szemben a XXI. század elejére az egyes országok társasági jogi kodifikációi során már közvetlen angolszász hatás érvényesült, amely a globalizálódó tendenciák társasági jogi visszatükröződéseként is felfoghatók.

---

<sup>462</sup> Lásd LA PORTA, Raffael – LOPEZ-DE-SILANEZ, Florencio – SHLEIFER, Andrei – VISHNY, Robert W., *Investor Protection and Corporate Valuation*, *The Journal of Finance* (2002. június) Vol. LVII. 1166-1169. old.

Ami a társasági jog harmonizációját illeti az Európai Unióban, –ellentétben a tőkepiaci jog harmonizációjával– eddig mérsékelt eredményeket hozott.<sup>463</sup> Emiatt az egyes társaságirányítási rendszerek tulajdonképpen érintetlenül őrizhették meg elsődleges attribútumaikat, amelyeket elég volt csupán a jogharmonizációs kötelezettségek minimumához igazítani –tekintettel arra, hogy a társasági jog harmonizációjának területén nagyon sok az opcionális Unió szabály. Így a mai napig is igazak azok a sztereotípiák, amelyek igazak voltak korábban is: az Egyesült Királyság társaságirányítási rendszerében a bírói jog szerepe figyelemreméltó, az üzleti szféra önszabályozása pedig egyenesen meghatározó; A német társasági jogi tradíciók defenzívek, az intézményi befektetők felülreprezentáltak a tulajdonosi struktúrában; Hollandiában szinte lehetetlen a társaságok nyilvános vételi ajánlattal történő ellenséges felvásárlása; Franciaország és Belgium a befektető védelem szabályaival nagyvonalúan bánik. Mindezek mellett ironikus, hogy a globális tendenciák szándékolatlanul is nagyobb ütemben közelítik egymáshoz a társasági jogokat, mint az Európai Unió erőfeszítései.

## 2) A *corporate governance* kódexek, mint „*soft law*” szabályozás

A „*soft law*”, mint puha jog a tagállamok szakértői testületeinek ajánlásain felépülő kódexek rendelkezéseit jelenti, amelyekhez jogszabályon alapuló kötelező erő nem társul; megsértésének egyetlen adminisztratív szankciója az értékpiacon regisztráció törlése lehet, a piaci szereplők –a befektetők, mint részvényesek és hitelezők– azonban érdektelenséggel is szankcionálhatják azokat a társaságokat, amelyek a kódexek tartalmát rendszeresen figyelmen kívül hagyják, kijátsszák. A szisztéma alapvető gyengesége, hogy kellőképpen határozottan csak az erős értéktőzsdék képesek szankcionálni, így a kisebb tőzsdék ajánlásai inkább csak gyenge iránymutatásként foghatók fel.

A *comply or explain* alapon felépülő kódexek tartalmuk tekintetében meglehetősen hasonlóak egymáshoz.<sup>464</sup> Egységes kódex Unió szinten nem született, ezt a lehetőséget az EU *corporate governance* szabályozásának kereteit kialakító *Highlevel Group of Company Law Experts* is elvetette 2003-ban,<sup>465</sup> hangsúlyozva, hogy a kódexek megalkotása a tagállamok feladata, pontosabban a tagállamok üzleti önszabályozó mechanizmusainak termékei. Megalkotásuk kezdetben az üzleti szféra prominensei által vezetett bizottságokhoz kötődött, de a kódexek újabb generációjának tartalmára már az üzleti és érdekképviselői szervezetek álláspontjai is jelentős mértékben hatottak.<sup>466</sup>

---

<sup>463</sup> Lásd HOPT, Klaus J., *European Company Law and Corporate Governance: Where Does the Action Plan of the European Commission Lead?* 119-142. in *CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US* (Szerk.: HOPT, Klaus J. – WYMEERSCH, Eddy – KANDA, Hideki – BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009) 124. old.

<sup>464</sup> Vö. DU PLESSIS, Jean J. – GROßFELD, Bernhard – LUTTERMANN, Claus – SAENGER, Ingo – SANDROCK, Otto, *German Corporate Governance in International and European Context* (Spiringer-Verlag, Berlin – Heidelberg – New York 2007) 27-28. old.

<sup>465</sup> Lásd *Report of the Highlevel Group of Company Law Experts on A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe* (2002. november 4.), WINTER, Jaap – SCHANS CHRISTENSEN, Jan – GARRIDO GARCIA, José Maria – HOPT, Klaus J. – RICKFORD, Jonathan – ROSSI, Guido – SIMON, Joelle.

<sup>466</sup> Lásd WYMEERSCH, Eddy, *Implementations of the Corporate Governance Codes*, 403-419. in *CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US*

## II. A felelős vállalatirányítás szabályai az Egyesült Királyságban

Az Egyesült Királyság élen járt a tagállami szintű európai szabályozásban, hiszen már a 90-es években nagy hangsúlyt fektetett a korszerű önszabályozó (*self-regulatory*)<sup>467</sup> *corporate governance* szabályanyag kialakítására. E törekvés legközismertebb eredménye a *Combined Code on Corporate Governance*, amely a szó szoros értelmében nem is tekinthető egyetlen fejezetnek a szigetország szabályozástörténetében. A kódex sokkal inkább felfogható a felelős vállalatirányítási alapelvek gyűjteményeként, amelynek összeállítására –ahogy a neve is jelzi– több korábbi jelentős összefoglalásával és továbbfejlesztésével került sor.

Mielőtt rátérnénk azoknak a jelentéseknek az áttekintésére, amelyek végül is a *Combined Code on Corporate Governance* alapját képezték, fontos megemlítenünk, hogy az Egyesült Királyságban más jelentős források is vannak a felelős társaságirányításnak. Ezek közül a legfontosabb az 1985-ös társasági törvényt<sup>468</sup> felváltó 2006-os *Companies Act*, amelyet *corporate governance* szempontból, mint keretszabályozást értékelhetünk. Összehasonlítva például a német szabályozás törvényi túlsúlyon alapuló karakterével, meg kell állapítanunk, hogy az Egyesült Királyságban a *Companies Act* szabályait a szakértői bizottságok jelentései és a *Combined Code on Corporate Governance* ajánlásai töltik fel valódi társaságirányítási tartalommal. Egy plasztikus példán keresztül szemléltetve: a *Companies Act* rendelkezései az irányítási modellek tekintetében igen szűkszavúak, még a nyilvánosan működő társaságok esetében sem támasztanak szigorúbb kritériumot annál, hogy a társaság élén legalább két főből álló igazgatótanács álljon.<sup>469</sup> Ugyanakkor a *Combined Code on Corporate Governance* ajánlásai már cizellált szabályokat határoznak meg az igazgatótanács működésének és összetételének tekintetében.<sup>470</sup>

A *Financial Services Authority (FSA)*, a Londoni Értéktőzsdére vonatkozó szabályok alkotásában a legfontosabb szervezetnek tekinthető,<sup>471</sup> amelynek elnevezése 1997-ben módosult, azelőtt ugyanis *Securities Investment Board* néven működött. A *Financial Services Authority* által kibocsátott *Code of Market Conduct* a felelős társaságirányítás egyik kiemelkedően fontos forrása, amely a piaci kontroll szabályainak egy részét

---

(Szerk.: HOPT, Klaus J. – WYMEERSCH, Eddy – KANDA, Hideki – BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009) 403-407. old.

<sup>467</sup> Lásd WYMEERSCH, Eddy, *Implementations of the Corporate Governance Codes*, 403-419. in *CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US* (Szerk.: HOPT, Klaus J. – WYMEERSCH, Eddy – KANDA, Hideki – BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009) 407. old.

<sup>468</sup> Lásd DAVIES, Paul L., *Enron and the Corporate Law Reform in the UK and EC*, 163-190. in *CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US* (Szerk.: HOPT, Klaus J. – WYMEERSCH, Eddy – KANDA, Hideki – BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009) 182. old.

<sup>469</sup> Lásd DAVIES, Paul L., *Board Structure in the UK and Germany: Convergence or Continuing Divergence?* 7. old. Elérhető: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=262959> or DOI: 10.2139/ssrn.262959. Eredetileg megjelent: *International and Comparative Corporate Law Journal* (2001) Vol. 2. 435-456. old.

<sup>470</sup> Lásd GARETT, Allison Dabbs, *A Comparison of United Kingdom and United States Approaches to Board Structure*, *The Corporate Governance Law Review* (2007) Vol. 3. No. 3. 97. old.

<sup>471</sup> Lásd WYMEERSCH, Eddy, *Implementations of the Corporate Governance Codes*, 403-419. in *CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US* (Szerk.: HOPT, Klaus J. – WYMEERSCH, Eddy – KANDA, Hideki – BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009) 404-405. old.

tartalmazza.<sup>472</sup> A társaságok egyesülésének és a nyilvános vételi ajánlatoknak (*takeover*) önszabályozó karakterű regulációja a *The Panel on Takeovers and Mergers (Takeover Panel)* elnevezésű testület hatáskörébe tartozik,<sup>473</sup> a vonatkozó legjelentősebb szabályanyag pedig a *City Code on Takovers and Mergers*.<sup>474</sup>

A következőkben részletesebben áttekintjük a szűkebb értelemben vett *corporate governance* önszabályozás történetét: a szakértői bizottságok munkáját és azok eredményeként a *Combined Code on Corporate Governance* ajánlásait.

### 1) *Financial Aspects of Corporate Governace (Cadbury Report)*

A szabályozás első lépése az úgynevezett *The Financial Aspects of Corporate Governance*, vagy ismertebb nevén *Cadbury Jelentés*<sup>475</sup> közzététele volt –már 1992-ben, amely az Egyesült Királyság akkori vállalati botrányaira kívánt reflektálni.<sup>476</sup> Ezek közül a botrányok közül talán a leghírhedtebbé vált csalássorozat *Robert Maxwell* vezető tisztségviselői praxisához köthető.<sup>477</sup> A jelentés természetes folyamánként született meg a *Cadbury Code (Code of Best Practice)*, amely az Egyesült Királyságban az első kimondottan *corporate governance* karakterű szabályanyag volt.<sup>478</sup> (Habár ezt megelőzően már született két kevésbé közismert ajánlás, az *Institute of Chartered Secretaries & Administrators Code* 1991 februárjában, valamint az *Institutional Shareholders Committee Statement of Best Practice* 1991 áprilisában.)<sup>479</sup> E szabályok az üzleti szférában a piaci önszabályozás keretei között érvényesültek, hiszen a *Londoni Értéktőzsde* a regisztráció feltételeként szabta,<sup>480</sup> hogy a társaságok az éves beszámolóikban nyilatkozzanak arról, hogy az általuk folytatott gyakorlat igazodik-e ezekhez az ajánlásokhoz vagy sem. Maga a jelentés is tartalmazott javaslatot arra

---

<sup>472</sup> Lásd GARETT, Allison Dabbs, *A Comparison of United Kingdom and United States Approaches to Board Structure*, *The Corporate Governance Law Review* (2007) Vol. 3. No. 3. 97. old.

<sup>473</sup> Lásd EDWARDS, Vanessa, *The Directive on Takeover Bids – Not Worth the Paper It's Written On*, *European Company and Financial Law Review* (2004) Vol. 1. 418. old.

<sup>474</sup> Lásd GOULDING, Simon – MILES, Lilian – SCHALL, Alexander, *Judicial Enforcement of Extra-legal Codes in UK and German Company Law – Including Observations on OLG Schleswig Holstein, NZG 2004, 669 (Mobilcom II) and LG München I, NZG 2004, 626 (Hypovereinsbank)*, in *European Company and Financial Law Review* (2005) Vol. 2. 23-24. old.

<sup>475</sup> A jelentés *Sir George Adrian Hayhurst Cadbury* nevéhez fűződik, aki a quaker filozófiájáról és csokoládé üzemeiről híres *Cadbury* család tagja. A *Cadbury-jelentés* megalkotásában az e célra felállított bizottság elnökeként vett részt, miáltal vezető szerep tulajdonítható neki a *corporate governance* korai szakaszának fejlesztésében.

<sup>476</sup> Lásd LIPTON, Martin – LORSCH, Jay W., *A Modest Proposal for Improved Corporate Governance*, *Business Lawyer* (1992-1993) Vol. 48. 66. old.

<sup>477</sup> *Ian Robert Maxwell* (1923-1991), csehszlovák származású brit média-mágnás, aki csalárd tranzakciók és nyugdíjalapokon keresztül történt manipulációk segítségével építette fel hatalmas vállalkozását. Az általa felépített birodalom összeomlására –csalárd ügyleteinek köszönhetően– nem sokkal halála után sor került.

<sup>478</sup> Lásd GARETT, Allison Dabbs, *A Comparison of United Kingdom and United States Approaches to Board Structure*, *The Corporate Governance Law Review* (2007) Vol. 3. No. 3. 96. old.

<sup>479</sup> Lásd *Comparative Study Of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union And Its Member States – On Behalf of the EUROPEAN COMMISSION Internal Market Directorate General*, Final Report & Annexes I-III., Weil, Gotshal and Manges LLP. In consultation with EASD – European Association of Securities Dealers & ECGN – European Corporate Governance Network, 2002, január.

<sup>480</sup> Lásd HOPT, Klaus J., *Board Models in Europe – Recent Developments of Internal Corporate Governance Structures in Germany, France, and Italy*, *European Company and Financial Law Review* (2004) Vol. 1. 163. old.



vonatkozóan, hogy a könyvvizsgálók ellenőriznék a nyilatkozatot arról, hogy az ajánlásokat a vállalatok betartják-e, méghozzá a pénzügyi beszámoló jóváhagyása előtt.

*A Cadbury jelentés főbb témakörei a következők voltak:*

a) Miután a vállalati botrányok tanulságai már az 1990-es években abba az irányba mutattak, hogy a vállalati vezetők közötti összefonódások és a vállalat, illetve egymás irányában fennálló elkötelezettségek nem teszik lehetővé a kontrollfunkciók hatékony gyakorlását,<sup>481</sup> ezért a nem ügyvezető igazgatósági tagok függetlenségének igénye a jelentésben kiemelt hangsúlyt nyert. Emellett *Cadbury* a kinevezésük időtartamát is igyekezett korlátozni, javasolva, hogy a szolgálati szerződés időtartama legfeljebb 3 évre szóljon.<sup>482</sup>

b) Noha az igazgatók javadalmazásában a nagyságrendek az 1990-es években még nem érték el azokat a mértékeket, amelyeket az új évezredben, mégis felmerült az igény a jelentésben, hogy a javadalmazás megállapítása ne az ügyvezető tagok hatáskörébe tartozzon, tehát ne ők döntsenek a saját díjazásukról. Emiatt a jelentés úgy foglalt állást, hogy a javadalmazására az erre a célra létrehozott *javadalmazási bizottságok (Remuneration Committee)* tegyenek javaslatot, amelyeknek teljes egészében, vagy legalább többségében nem ügyvezető igazgatósági tagokból kell állnia.

c) A számviteli csalások, a pénzügyi beszámolóikban közölt valótlan adatok e korszak vállalati botrányait is áthatották, emiatt a jelentés *audit bizottság* felállítását javasolta a társaságoknak, amelynek legalább három nem ügyvezető igazgató tagja van. Az, hogy a számviteli kérdések részletes vizsgálat tárgyát képezték a *Cadbury Bizottság* munkája során, már csak azért sem meglepő, mert a bizottság felállítására a könyvvizsgálói szakma aktív közreműködése mellett került sor.<sup>483</sup>

## 2) *Director Remuneration Report (Greenbury Report)*

A *corporate governance* ajánlások kidolgozásában a második lépésnek az ügynevezett *Director Remuneration Report of a Study Group Chaired by Sir Richard Greenbury*, vagy ismertebb nevén a *Greenbury Jelentés*<sup>484</sup> tekinthető 1995-ben, amely az igazgatótanácsi tagok javadalmazásával foglalkozott. E jelentés képezte az alapját a *Code of Best Practice on Director's Remuneration* ajánlásoknak.<sup>485</sup>

Miután már az 1990-es évek derekán szigorúbb szabályozási igény merült fel e témakörben, ismét –éspedig sokadszor– igazolva láthatjuk, hogy a javadalmazások

---

<sup>481</sup> Vö. JUNGSMANN, Carsten, *The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems –Evidence from the UK and Germany–*, *European Company and Financial Law Review* (2006) Vol. 3. 460-462. old.

<sup>482</sup> Lásd LIPTON, Martin – LORSCH, Jay W., *A Modest Proposal for Improved Corporate Governance*, *Business Lawyer* (1992-1993) Vol. 48. 66. old.

<sup>483</sup> Lásd HOPT, Klaus J., *Board Models in Europe – Recent Developments of Internal Corporate Governance Structures in Germany, France, and Italy*, *European Company and Financial Law Review* (2004) Vol. 1. 155. old.

<sup>484</sup> A jelentés *Sir Richard Greenbury* nevéhez fűződik, aki a *Marks&Spencer* igazgatójaként is ismertté vált.

<sup>485</sup> Lásd GARETT, Allison Dabbs, *A Comparison of United Kingdom and United States Approaches to Board Structure*, *The Corporate Governance Law Review* (2007) Vol. 3. No. 3. 96. old.

nagyságrendje egyre nagyobb ütemben növekedett, elveszítette a mértékeket az ezredfordulóra.

*A Greenbury jelentés főbb témakörei a következők voltak:*

- a) Nyomatékosítva a *Cadbury Jelentésben* foglalt ajánlásokat, *Greenbury* bizottsága megerősítette a javadalmazási bizottságok (*Remuneration Committee*) szerepét az igazgatótanács-tagok javadalmazásának megállapításában.
- b) Érzékeny területnek tekinthető a javadalmazás tekintetében, hogy annak nagyságrendje, esetleg összecszerúsége milyen terjedelemben lehet nyilvános, illetőleg hogy az esetleges közzététel üzleti érdekeket sért-e, üzleti titok felfedésének minősül-e. *Greenbury* a javadalmazás közzétételére vonatkozó kritériumok meghatározása mellett tette le a voksát a részvényesek érdekében. Emellett elismerte, hogy bizonyos esetekben a részvényesek hozzájárulására is szükség lehet a javadalmazás megállapításához.
- c) A javadalmazás szempontjai összetettek lehetnek, hiszen a kifizetett összegek nagyban függhetnek a teljesítménytől és a társaság helyzetétől. A díjazás mértéke emellett a vállalat megítélésére is hatással lehet. Másik részről ezen a jogcímen jelentős vagyoni eszközök cserélhetnek gazdát – érdemtelenül. A *Greenbury Jelentés* úgy foglalt állást, hogy az eltérő szempontok mérlegelésének érdekében külön javadalmazáspolitikát kidolgozása szükséges.
- d) Miután a javadalmazás mértéke nem függetleníthető az igazgatók teljesítményétől, az összefüggést a vonatkozó szerződési feltételekben is meg kell jeleníteni. A bizottság álláspontja végül az volt, hogy az igazgatókkal kötött szerződésben kapjanak helyet a kifejezetten a javadalmazásra irányuló szerződési rendelkezések, különös tekintettel arra az esetre, ha az igazgató a munkáját nem megfelelően végezte.

*A Greenbury jelentés* közzétételét követően a *Londoni Értéktőzsde* szintén beépítette az ajánlások tartalmát a tőzsdei regisztráció szabályaiba. Ezzel szemben a *Greenbury jelentés* mégsem vált olyan széles körben elfogadottá, mint a *Cadbury jelentés*, mivel sok kritikusa szerint kevés figyelmet fordított arra, hogy összekapcsolja a javadalmazás kérdéseit a társaságok teljesítményével és azon keresztül a befektetői érdekekkel. A jelentés aktuális vonatkozásait a *Combined Code on Corporate Governance B* szakasza tartalmazza.

### *3) Committee on Corporate Governance: Final Report (Hampel Report)*

A harmadik fontos állomás az úgynevezett *Committee on Corporate Governance: Final Report*, vagy ismertebb nevén a *Hampel Jelentés*<sup>486</sup> volt, amely az előző két jelentés harmonizálására, összekapcsolására és korszerűsítésére irányult.<sup>487</sup> A *Hampel jelentés* szemléletmódja a *corporate governance* kérdésében az alapelvek jelentőségét hangsúlyozza, az egyértelmű és részletes szabályozás helyett. Ennek magyarázatát *Hampel* abban látta, hogy a társaságok megfelelő irányítása nagymértékben függ a konkrét és specifikus tényezőktől, ezért csak nagyobb általánosságban szabályozható. Kiemelt figyelmet fordított az ügyvezető és nem ügyvezető igazgatótanács-tagok, illetve

<sup>486</sup> A jelentés *Sir Ronald Hampel* nevéhez fűződik, aki a *United News&Media plc* igazgatójaként is ismertté vált.

<sup>487</sup> Lásd GARETT, Allison Dabbs, *A Comparison of United Kingdom and United States Approaches to Board Structure*, *The Corporate Governance Law Review* (2007) Vol. 3. No. 3. 96. old.

az intézményi befektetők státuszának. Emellett általános értelemben véve nagyobb befektetői aktivitást kívánt biztosítani. Az igazgatótanács felelősségét illetően a kockázatkezelés szélesebb körű szempontrendszerén alapuló elszámoltathatóságot javasolt, ellentétben a *Cadbury jelentés* pénzügyi ellenőrzésen alapuló javaslataival. A *Greenbury jelentés* javadalmazásra vonatkozó ajánlásaival viszont *Hampel* nem szállt vitába, inkább elegánsan megismételte azokat.

A *Hampel Jelentés* kritikusai szerint a túlzottan általános tartalom mögött meghúzódó elgondolás a menedzserek *Cadbury* által megtépzott hatalmának helyreállítása, és mint ilyen sikertelen kísérlet arra, hogy a menedzserek újra visszanyerhessék addig elvesztett mozgásterük egy részét.<sup>488</sup> A *Combined Code on Corporate Governance* megalkotásának kezdeti lépései mégis a *Hampel Jelentés*en alapultak.

#### 4) *Combined Code on Corporate Governance*

Ezek az előzményeken épült fel tehát a 2000-es *Combined Code of Corporate Governance*, amelynek szabályanyaga 2003-ban, 2006-ban, illetve 2008-ban került módosításra. Olyan ajánlásokról van szó, amelyek gyakran frissülnek, tartalmuk követi a piaci események és aktualitások irányait.<sup>489</sup> A 2003-as kodifikációt például döntő mértékben inspirálta az *Enron* (és *Worldcom*) botrány és az azt követő amerikai *Sarbanes-Oxley Act* kodifikációja, illetve az európai vállalati botrányok (*Parmalat*, *Royal Ahold*, stb.) Az Egyesült Királyságban az üzleti szféra önszabályozása először négy jelentés megalkotásával kívánt válaszolni az eseményekre.

Nevezetesen: a *Co-ordinating Group on Audit and Accounting (Interim and Final Reports)* jelentése (2002 júliusában és 2003 januárjában) a könyvvizsgálatról; a *Review of the Regulatory Regime of the Accountancy Profession* (2002 októberében) és a *Report to the Secretary of State*<sup>490</sup> a könyvelésről; az *Audit Committees: Combined Code Guidance*, ismertebb nevén a *Smith jelentés*<sup>491</sup> 2003 januárjában az audit bizottságokról,<sup>492</sup> valamint a *Review of the Role of Effectiveness of Non-Executive Directors*, a nem operatív igazgatótanács tagokról,<sup>493</sup> ismertebb nevén a *Higgs jelentés*<sup>494</sup> 2003 januárjában.<sup>495</sup>

---

<sup>488</sup> Lásd DAVIES, Paul L., *Board Structure in the UK and Germany: Convergence or Continuing Divergence?* 4. old. Elérhető: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=262959> or DOI: 10.2139/ssrn.262959. Eredetileg megjelent: *International and Comparative Corporate Law Journal* (2001) Vol. 2. 435-456. old.

<sup>489</sup> Lásd WYMEERSCH, Eddy, *Implementations of the Corporate Governance Codes*, 403-419. in *CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US* (Szerk.: HOPT, Klaus J. – WYMEERSCH, Eddy – KANDA, Hideki – BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009) 416. old.

<sup>490</sup> DTI URN 02/1340 és 03/589

<sup>491</sup> A jelentés *Sir Robert Smith* nevéhez fűződik, aki vezető-könyvelőként vált ismertté.

<sup>492</sup> Lásd DAVIES, Paul L., *Enron and the Corporate Law Reform in the UK and EC*, 163-190. in *CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US* (Szerk.: HOPT, Klaus J. – WYMEERSCH, Eddy – KANDA, Hideki – BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009) 177-178. old.

<sup>493</sup> Lásd HOPT, Klaus J., *Board Models in Europe – Recent Developments of Internal Corporate Governance Structures in Germany, France, and Italy*, *European Company and Financial Law Review* (2004) Vol. 1. 149. old.

<sup>494</sup> A jelentés *Derek Higgs* nevéhez fűződik, aki igazgatótanács-elnökként vált ismertté.

<sup>495</sup> Lásd GARRETT, Allison Dabbs, *A Comparison of United Kingdom and United States Approaches to Board Structure*, *The Corporate Governance Law Review* (2007) Vol. 3. No. 3. 96. old.

Ezt követően a *Smith jelentést* és a *Higgs jelentést* adoptálták az új kódex rendelkezései közé (*Combined Code on Corporate Governance*) 2003-ban.<sup>496</sup>

A *Combined Code on Corporate Governance* preambuluma is tükrözi a felelős vállalatirányítás európai nézőpontját, amely mint láthattuk a britt szabályozás fejlődésében gyökerezik, és amely az amerikai szabályozáshoz mérten meglehetősen rugalmasnak tekinthető: a kódexeket nem merev normák összességéként definiálja, hanem iránymutatásnak a megfelelő gyakorlat (*best practice*) kialakításához. Már a bevezető rendelkezések elismerik, hogy a szabályanyagtól indokolt esetben akár el is lehet térni (amely merőben más koncepciót tükröz, mint a *Sarbanes-Oxley Act* kemény szankciói és extraterritoriális hatálya.) A *Combined Code on Corporate Governance* azzal a feltétellel enged eltérést, hogy a jegyzett társaságoknak beszámolóikban világos magyarázattal kell szolgálniuk a befektetők számára arról, hogy miért nem követik a jogszabályban lefektetett gyakorlatot. És itt jutunk el a legnagyobb különbséghez, amely az amerikai és európai *corporate governance* normák között fennáll. A jogi szabályozás tárgyköre ugyanis azonos területeket fed le, de a kötelező erő tekintetében hatalmas különbséget tapasztalhatunk. Az európai modell ugyanis az úgynevezett *comply or explain* alapelvre épül, vagyis a társaságoknak alkalmazkodni kell a szabályokhoz, ha pedig nem így tesznek, akkor meg kell magyarázniuk miért nem.

A *Combined Code on Corporate Governance* szabályanyaga a felelős társaságirányítás frekvenciánál kérdéseiben kíván eligazítást nyújtani. Az ajánlások kiindulópontja, hogy minden társaság élén hatékony igazgatótanács álljon, amelynek tagjai egyetemlegesen felelnek a sikeres működésért. Emiatt az igazgatótanács összetétele, eljárása, elnökének jogállása, tagjainak jelölése és megválasztása, felelőssége, valamint a különböző bizottságok szerepe kiemelt hangsúlyt nyer a *Combined Code on Corporate Governance* vonatkozó rendelkezéseinek körében.<sup>497</sup>

A megfelelő javadalmazási rendszer kialakítására a *Combined Code on Corporate Governance* is nagy figyelmet fordít, ennek legaktuálisabb témakörei a nem operatív igazgatótanács tagok javadalmazásához, illetve a részvény-opció alapú díjazáshoz fűződnek. Természetesen figyelembe kell venni, hogy a javadalmazásnak megfelelően kell motiválnia a vezető tisztségviselők munkáját, egyben a teljesítményhez kell igazodnia. A díjazás elméletét azonban gyakran írja felül a gyakorlat, amint azt a 2008-as pénzügyi válság is bizonyítja: úgy fest, hogy a jó tőzsdei szereplés a befektetőket elnézővé teszi a javadalmazás eltúlzott mértékeivel szemben, míg sikertelen működés esetén társadalmi léptékű felháborodás kíséri a vállalati szféra csillagászati összegű bónuszait. Természetesen a *Combined Code on Corporate Governance* is igyekszik érvényre juttatni az alapelvet, miszerint egy igazgatótanács tag sem gyakorolhat közvetlen döntési jogokat saját javadalmazását illetően. Emellett a *corporate governance* már-már legdivatosabb kellékei között szereplő javadalmazási bizottság felállítása sem mellőzhető a kódex rendelkezései szerint, amelynek tagjai nem ügyvezető igazgatók.<sup>498</sup>

A 2002-es botrányok tanulságai a *Combined Code on Corporate Governance* rendelkezéseiben is visszaköszönnek, a hatékony könyvvizsgálat és a transzparens

---

<sup>496</sup> Lásd RICKFORD, Jonathan, *Fundamentals, Developments and Trends in British Company Law – Some Wider Reflections – First Part: Overview and the British Approach*, European Company and Financial Law Review (2004) Vol. 1. 391-415. old.

<sup>497</sup> *The Combined Code on Corporate Governance* 2008 Section 1/A

<sup>498</sup> *The Combined Code on Corporate Governance* 2008 Section 1/B

pénzügyi beszámolók területén. Ezeket a szempontokat az audit bizottságok felállítására és működtetésére vonatkozó ajánlásokon keresztül kívánja elősegíteni a kódex.<sup>499</sup>

Emellett az ajánlások tartalma kiemelt figyelmet fordít a részvényesek (befektetők) irányában fennálló kapcsolatokra, különös tekintettel az intézményi befektetőkre, akiknek szerepe igen eltérő lehet annak tükrében, hogy az általuk eszközölt befektetések után milyen terjedelemben kívánják érvényesíteni tulajdonosi jogukat a társaságokban?<sup>500</sup>

### III. A felelős vállalatirányítás szabályai Németországban

A német társaságirányítás szabályozásának karaktere nagymértékben eltér az Egyesült Királyságban tapasztaltaktól,<sup>501</sup> amely körülmény klasszikus értelemben két alapvető *corporate governance* szisztéma elkülönítésének alapja is egyben.<sup>502</sup> Amíg az Egyesült Királyságban az üzleti szféra önszabályozásának mélyen gyökerező tradícióival ismerkedhettünk meg az előzőekben, addig Németországban a törvényi szabályozás túlsúlyával találkozunk.<sup>503</sup> Ezt a súlypontosítást az sem változtatta meg végérvényesen, hogy a globális tendenciák és az 1950-es évektől a német üzleti szférára egyre erőteljesebben összpontosuló amerikai hatás sokat alakítottak a német szabályozási környezetben. Erre utal az is, hogy az európai államok általános törekvései között, arra vonatkozóan, hogy elkészítsék saját *comply or explain* alapon felépülő *corporate governance* ajánlásaikat, Németország sem maradt kivétel a *Deutscher Corporate Governance Kodex* megalkotásával. Ugyanakkor a német társaságirányítási tradíciók igen mélyen gyökereznek, a karakteres társasági és tőkepiaci jog, a társaságok koncentrált tulajdonosi szerkezete, az intézményi befektetők túlsúlya, valamint a tőkepiaci viszonyok –angolszász államokhoz mért– relatív fejletlensége olyan környezetet teremtenek a társaságok irányításához, amelyben a német *corporate governance* egyelőre megtartotta saját defenzív rendszerét. Ez elsősorban a társaságok tulajdonosi kontrollját érintő védelmi eszközök jogi eszköztárában érhető tetten, amely összehasonlítva az angolszász államok megoldásaival, jelentős nehézségeket gördít a menedzsmentek ellenséges eltávolításának útjába nyilvános vételi ajánlat (*hostile takeover*) útján. Ezzel összhangban a német *Aktiengesetz* –belső megállapodások függvényében– nem elutasító az egy részvény után gyakorolható többszörös szavazati joggal szemben sem.

A német gazdasági jogi szabályozás karakterére jellemző az egyes ágazatok külön jogszabály útján történő szabályozása. Így a *Bürgerliches Gesetzbuch* (polgári törvénykönyv) és a *Handels Gesetzbuch* (kereskedelmi törvény) által kijelölt –dualista– szabályozási modell mellett számos egyéb jogszabály tartalmaz társaságirányítás

---

<sup>499</sup> *The Combined Code on Corporate Governance 2008 Section 1/C*

<sup>500</sup> *The Combined Code on Corporate Governance 2008 Section 1/D, Section 2/E*

<sup>501</sup> Lásd HOPT, Klaus J., *Board Models in Europe – Recent Developments of Internal Corporate Governance Structures in Germany, France, and Italy*, *European Company and Financial Law Review* (2004) Vol. 1. 135-168. old.

<sup>502</sup> Lásd JUNGSMANN, Carsten, *The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems –Evidence from the UK and Germany–*, *European Company and Financial Law Review* (2006) Vol. 3. 426-474. old.

<sup>503</sup> Lásd WOLFF, Lutz-Christian, *Self-Governance German Style: Comply or Explain... But If You Explain We Will Make You Comply*, *The Corporate Governance Law Review* (2005) Vol. 1. No. 3. 371. old.

szempontból releváns normaanyagot. A következőkben arra teszünk kísérletet, hogy áttekintsük a felelős társaságirányítás szempontjából legfontosabb német jogforrásokat, valamint a piaci önszabályozás eredményeit.

1) Az 1990-es években igen erőteljes tőkepiaci jogalkotásnak lehettünk tanúi Németországban, amelyek jelentős része közvetlen hatással volt a *corporate governance* jogszabályi környezetének alakulására. A tőkepiaci viszonyokat alakító jogszabályok (*Finanzmarktförderungsgesetze*) legfontosabb elvi célkitűzése a transzparencia növelése volt, amely a felelős vállalatirányítás egyik alapvető feltétele.

1994. augusztus 1-én lépett hatályba a *Wertpapierhandelsgesetz (WpHG)*, vagyis az értékpapírkereskedelemtől szóló törvény. A jogszabály legjelentősebb újítása az volt, hogy kötelezte az 5-10-25-50-75% arányban szavazati jogot megszerző részvényt, hogy a részesedés megszerzését jelentse a pénzügyi felügyeletnek (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*),<sup>504</sup> amely ezután a befolyásszerzés tényét nyilvánosságra hozza. (A korábbi részvénytársasági jogi szabályozás a bejelentést csak 25-50% elérése esetén követelte.) Ráadásul a törvény hatályát nem csak a német társaságokra terjesztette ki, hanem valamennyi olyan társaságra, amely Németországban székhellyel rendelkezik, illetve amelynek részvényeit az EU valamely értékpiacon kereskedik (extraterritoriális hatály.) Emellett a törvény fontos rendelkezése, hogy a bennfentes kereskedést már bűncselekményként definiálta.<sup>505</sup>

2) A társaságok átalakulásáról szóló törvény (*Umwandlungsgesetz – UmwG*) 1994. október 28-án került elfogadásra, amelynek fő célkitűzése volt, hogy lehetővé tegye a társaságok hatékony szerkezet-átalakítását. A jogszabály kivédte, hogy az átalakulást a kisebbségi részvényesek keresetindításával késleltetni lehessen. Az átalakulásról szóló határozat meghozatalát 75%-os minősített többséghez kötötte. Ennek ellenére a részvénytársaságokról szóló törvény (*Aktiengesetz*) rendelkezéseinek tükrében a kisebbségi részvényeseknek lehetőségük volt bírósághoz fordulni a határozat ellen, amellyel késleltethették a társaság átalakulását. Az *Umwandlungsgesetz* ezért felülírta az *Aktiengesetz* rendelkezését, így a határozatot sérelmező kisebbségi részvényesek kártérítésért fordulhatnak bírósághoz, de az átalakulás késleltetésére már nincs lehetőségük.<sup>506</sup>

3) Az 1957-ben hatályba lépett (legutóbb 1999-ben módosított) német versenytörvény (*Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen*) az egyesülés és a vállalatfelvásárlás mellett nagy hangsúlyt fordít a 25%-ot elérő vagy azt meghaladó befolyásszerzés

---

<sup>504</sup> Lásd BAUM, Harald, *Change of Governance in Historic Perspective: The German Experience*, 3-29. in *CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US* (Szerk.: HOPT, Klaus J. – WYMEERSCH, Eddy – KANDA, Hideki – BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009) 21. old.

<sup>505</sup> Lásd GOERGEN, Marc – MANJON ANTOLIN, Miguel C. – RENNEBOOG, Luc, *Recent Developments in German Corporate Governance*, (2004. május) ECGI - Finance Working Paper No. 41/2004 (Revised); CentER Discussion Paper Series No. 2004-123 (Revised). 20. old. Elérhető: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=539383> or DOI: 10.2139/ssrn.539383

<sup>506</sup> Lásd KRAHNEN, Jan Pieter – SCHMIDT, Reinhardt H., *The German Financial System* (Oxford, 2004). 273. old.

versenyjogi megítélésére. Emiatt a 25%-ot elérő részvényblokkok adásvételének körülményeit a német versenyhatóság szigorú vizsgálat tárgyává teszi.<sup>507</sup>

4) A tőkepiacok fejlesztéséről szóló harmadik törvény (*Drittes Finanzmarktförderungsgesetz*) a szavazati jogok gyakorlásának a tárgyában hozott újításokat 1998-ban. A törvény a jövőre nézve tilalmazta a szavazati jogok korlátozását, de a korábbi megállapodások hatályban maradhattak egészen 2000. június. 1-ig, amikor ezeket is hatályon kívül helyezték. A szavazati többletjogosultságok szintén tilalom alá estek, a korábban szerzett szavazati többletjogok viszont csak 2003. június. 1.-én kerültek hatályon kívül. A német társaságok ennek ellenére továbbra is jogosultak olyan részvények kibocsátására, amelyek után szavazati jog nem gyakorolható (de csak a kibocsátott mennyiség 50%-át nem meghaladó mértékig.) Emellett ez a jogszabály számított úttörőnek a részvény-visszavásárlás és a részvényopciók szabályozásának a területén.<sup>508</sup>

5) A társaságok ellenőrzéséről és a transzparenciáról szóló törvény (*Gesetz zur Kontrolle und Transparenz in Unternehmensbereich – KonTraG*) 1998-ban lépett hatályba. A jogszabály mérföldkőnek számított a társaságok tőzsdei szerepvállalásának és számviteli gyakorlatának szabályozásában. Elsődleges célkitűzése a felügyelőbizottságok hatékonyabb működésének előmozdítása volt. A *KonTraG* elősegítette, hogy a felügyelőbizottságok megerősödése révén a menedzsment hatáskörei szűküljenek, amely a német vállalatirányítási modell egyik legközismertebb vonása.

6) A tőkeemelés egyszerűsítéséről szóló törvény (*Kapitalaufnehmerleichterungsgesetz*) 1998-ban lépett hatályba, amely a német társaságokat kötelezte bizonyos nemzetközi számviteli standardok használatára (pl. IAS<sup>509</sup> vagy GAAP.<sup>510</sup>) Emellett a *Kapitalaufnehmerleichterungsgesetz* szállította le a kisebbségi részvényesek keresetindítási jogának minimum követelményét, amely a szavazatok korábbi 10%-a helyett így 5% lett.<sup>511</sup> Érdeemes megjegyezni, hogy a kisebbségi jogok gyakorlását könnyítő tendencia globálisan érvényesül, ezt a gyakorlatot követi a magyar társasági törvény (Gt.) is kisebbségvédelemről szóló rendelkezései között.

7) Az önkéntes alapokon nyugvó német *takover* jog szabályozása 1995-ben (és egy 1998-as módosítással) kissé félresikerült, miután számos társaság –a legnagyobbak és legmeghatározóbbak közül– nem követte a szabályozásban meghatározott gyakorlatot.

---

<sup>507</sup> Lásd PASA, Barbara – BENACCHIO, Gian Antonio, *The Guide to European Private Law – The Harmonization of Civil and Commercial Law in Europe* (Budapest-New York, 2005) 521. old.

<sup>508</sup> Lásd GOERGEN, Marc – MANJON ANTOLIN, Miguel C. – RENNEBOOG, Luc, *Recent Developments in German Corporate Governance*, (2004. május) ECGI - Finance Working Paper No. 41/2004 (Revised); CentER Discussion Paper Series No. 2004-123 (Revised). 21. old.

Elérhető: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=539383> or DOI: 10.2139/ssrn.539383

<sup>509</sup> IAS – International Accounting Standards (Nemzetközi Számviteli Szabályok)

<sup>510</sup> GAAP – Generally Accepted Accounting Principles (Általánosan Elismert Számviteli Alapelvek az Egyesült Államokban)

<sup>511</sup> Lásd GOERGEN, Marc – MANJON ANTOLIN, Miguel C. – RENNEBOOG, Luc, *Recent Developments in German Corporate Governance*, (2004. május) ECGI - Finance Working Paper No. 41/2004 (Revised); CentER Discussion Paper Series No. 2004-123 (Revised). 21. old.

Elérhető: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=539383> or DOI: 10.2139/ssrn.539383

(A szabályozás 50% és 75%-os részesedés megszerzését követően nyilvános vételi ajánlat tételét írta elő.)

Emiatt 2002. január. 1.-én új német takeover törvény lépett hatályba (*Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz – WpÜG.*) Az új szabályozás vételi ajánlat megtételére kötelezte a szavazatok 30%-át megszerző részvényest. A törvény nagy befolyást gyakorol a vállalatfelvásárlások lebonyolítására – beleértve az ellenséges vállalatfelvásárlásokat is – amelyek 2002-t megelőzően igen gyakoriak voltak. Egyik részről lefekteti azt az alapelvet, amely szerint a vállalatfelvásárlás során a menedzsmentnek semlegesnek kell viselkednie *takeover* cselekmények esetén. Ugyanakkor ennek ellentmondani látszik a törvény 33. §-a, amely arra kötelezi a menedzsmentet, hogy a társaság legjobb érdekei szerint járjon el ilyen esetben, amely magában foglalhat esetleges ellen (*anti-takeover*) lépéseket is. Ezek közé tartoznak a részesedések kibocsátása barátságos kézbe (elővásárlási jog vagy visszavásárlási jog kikötésével), ellenajánlat tétele az ajánlattevő részvényeire,<sup>512</sup> avagy az úgynevezett „korona ékszer stratégia.”<sup>513</sup> Ezeket a lépéseket a német jog szerint csak a felügyelő bizottság jóváhagyásával lehet megtenni. Viszont a részvényesek 75%-os minősített többséggel felhatalmazást adhatnak a menedzsmentnek (18 hónapra, amely meghosszabbítható) bármilyen ellenlépés foganatosítására ellenséges felvásárlással szemben.<sup>514</sup>

Emellett a jogszabály nagy hangsúlyt fektet a kisebbségi részvényesek kiszorítása (*squeeze out*) esetén lehetséges halogatási stratégia ellen (amikor a kisebbségi részvényesek keresetükkel késleltetik az egyesülést vagy akvizíciót.) A korábban ismertetett *UmwG* szabályozási koncepciójához hasonlóan a *WpÜG* is a pénzbeli kártérítés felé tereli a joggyakorlatot. Emellett a 33. § tilalmazza, hogy az ajánlattevő társaság úgynevezett „aranyejtőernyőket”<sup>515</sup> ajánljon fel a céltársaság menedzsmentjének. (A rendelkezést nem kis részben a *Mannesmann AG*<sup>516</sup> ellenséges felvásárlása ihlette a *Vodafone* részéről,<sup>517</sup> amelyet a társaságok menedzsmentjeinek megállapodása tett lehetővé.)<sup>518</sup>

---

<sup>512</sup> Az úgynevezett *pac-man* stratégia.

<sup>513</sup> *Selling the crown jewels* – a korona ékszer (valamely illusztris társaság jelentős részvény-plakettjének) értékesítése, vagy felajánlása, hogy elvonja az ellenséges felvásárló társaság pénzügyi eszközeit (vásárlóerejét) a saját részvényekről.

<sup>514</sup> Lásd BAUM, Harald, *Change of Governance in Historic Perspective: The German Experience*, 3-29. in CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US (Szerk.: HOPT, Klaus J. – WYMEERSCH, Eddy – KANDA, Hideki – BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009) 25-27. old.

<sup>515</sup> *Golden parachute* – az aranyejtőernyő, nagy összegű végkielégítés vagy más jogcímen juttatott kompenzáció, amelyet a távozó menedzserek számára fizet a társaság, amelyet a bizonyítatlanul maradt feltételezések szerint Klaus Esser és a Mannesmann AG többi igazgatója kapott a *Vodafone*-tól.

<sup>516</sup> 1890-es alapítású acélipari részvénytársaság, düsseldorfi székhellyel, amely számos társaságot felvásárolva széles tevékenységi-kört felölelő konglomerátummá nőtt.

<sup>517</sup> Lásd BAUM, Harald, *Change of Governance in Historic Perspective: The German Experience*, 3-29. in CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US (Szerk.: HOPT, Klaus J. – WYMEERSCH, Eddy – KANDA, Hideki – BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009) 17. old.

<sup>518</sup> A vállalat-felvásárlás igen ellentmondásos körülmények között zajlott, tekintve hogy lebonyolítása során Klaus Esser és a többi igazgató feltehetően megállapodást kötött az ellenséges-felvásárló *Vodafone* menedzsmentjével. Németországban azelőtt sosem sikerült külföldi társaságnak hasonló nagyságrendű vállalat-felvásárlást lebonyolítania.



8) A 2002-es német adóreform következtében sikerült elérni, hogy a piac megnyíljon a nagy részvény-plakettek előtt is. Az adójogi változások arra ösztönözték a bankokat, hogy bátrabban értékesítsék részesedésüket a vállalati szférában. Korábban (vagyis 2002. január. 1-e előtt) a pénzintézetek inkább tartották részvényes-pozícióikat, az értékesítés kedvezőtlen adójogi vonzata miatt.

9) A szintén 2002-ben hatályba lépett tőkepiacok fejlesztéséről szóló negyedik törvény, a *Vierte Finanzmarktförderungsgesetz*, a befektetővédelem alapelvét igyekezett erősíteni. Kiemelt figyelmet fordít a törvény a piacok manipulálásának és az igazgatók kereskedésének szabályozására, valamint a szervezet-bűnözés pénzügyi vetületeinek (így pl. kimondottan a pénzmosásnak) visszaszorítására.

10) *Theodor Baums* professzor vezetésével 2000-ben kezdte meg nagyszabású munkáját az a kormányzati bizottság (*Regierungskommission*), amely a *Transparenz- und Publizitätsgesetz (TransPuG)* megalkotásáért volt felelős. A munkafolyamat célja az volt, hogy a *comply or explain* alapelv meghonosodjon a német jogban is, valamint hogy a felügyelő bizottságok szerepét és ellenőrzési funkcióját megerősítse (a menedzsment beszámolási kötelezettségeinek fokozásával), illetőleg hogy az elektronikus távközlési és telekommunikációs eszközök szerepe növekedhessen a részvényesi jogok gyakorlásának területén. Emellett a menedzsment és a felügyelő bizottság tagjainak felelősségét is kiterjesztette: a korábbi zsinórmérték, a *szándékosság* mellett a *súlyos gondatlanság* is a felelősség megállapításával jár valótlán információk nyilvánosságra hozatala esetén. Átgondolásra (szigorításra) került a felügyelő bizottsági tagok összeférhetetlenségének kérdésköre is, függetlenségük erősítése érdekében. A transzparencia növelése érdekében a részvényeseknek nagyobb rálátást kívántak biztosítani a menedzsment részvény-opciói és részvénytranzakciói ügyében, valamint általánosan szélesebb körű beszámolási kötelezettségeket előírni a társaság részvényeseinek irányában. Az átlátható működés zálogaként pedig jelentős hangsúlyt fordított a bizottság a könyvvizsgálók függetlenségének fokozására. Végül jelentős szemléletmódbeli erősödés a kisebbségvédelem tekintetében (*AktG 147. §*), hogy 1% szavazatarányú részvényhányaddal (illetőleg a piaci értéken 100. 000 Euró értékű részvény-plakettel) lehetőség nyílik keresetindításra a társasággal szemben, ha család magatartás vagy jelentős törvényszegés alapos gyanúja áll fenn valamely tényállást illetően a menedzsment vagy a felügyelőbizottság tagjai részéről.<sup>519</sup>

A bizottság jelentése (*Bericht der Regierungskommission Corporate Governance*) 2001. július 10-én az alapját képezte a 2002-es *Transparenz- und Publizitätsgesetz*-nek. Azonban a bizottsági munka egy másik jogszabály megalkotásához is hozzájárult: az önkéntesség elvén alapuló *Deutscher Corporate Governance Kodex (Cromme Code)* kodifikálásához.

---

<sup>519</sup>Lásd *Reforming German Corporate Governance: Inside a Law Making Process of a Very New Nature*, Interview with Professor Dr. Theodor BAUMS, German Law Journal (2001. július 16.) No. 12 – Private Law

Lásd még GOERGEN, Marc – MANJON ANTOLIN, Miguel C. – RENNEBOOG, Luc, *Recent Developments in German Corporate Governance*, (2004. május) ECGI - Finance Working Paper No. 41/2004 (Revised); CentER Discussion Paper Series No. 2004-123 (Revised). 23-24. old.  
Elérhető: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=539383> or DOI: 10.2139/ssrn.539383

A *Deutscher Corporate Governance Kodex* 2002. február 26-án lépett hatályba<sup>520</sup> (és 2003. május 21-én került módosításra. A kódex *comply or explain* szabályozási szisztémával<sup>521</sup> törekszik a *modern corporate governance* intézmények és trendek szabályozására, melyek közül kiemelten hangsúlyos a transzparencia növelése, a beszámolók hitelességének biztosítása, a javadalmazás, a bizottságok struktúrája, valamint a modern telekommunikációs eszközök mind szélesebb körű bevonása a részvényesi jogok gyakorlásának körében.

A transzparencia és az önkéntesség németországi összefüggéseit vizsgálva érdemes megjegyezni, hogy a német kereskedelmi-törvénykönyv (*Handelsgesetzbuch – HGB*) a könyvvizsgálatra vonatkoztatva tradicionálisan szűkebb körű közzétételt követel a vonatkozó információk területén, mint például a *GAAP*. Ezzel szemben a német társaságok az elmúlt években önkéntesen igazodtak a *GAAP* és az *IASB* szabályaihoz. 2005-öt követően pedig az EU tagállamaiban regisztrált társaságok egyébként is kötelesek az *IASB* standardjainak figyelembevételével elkészíteni konszolidált pénzügyi beszámolóikat.<sup>522</sup>

Érdemes megjegyeznünk, hogy a *Deutscher Corporate Governance Kodex* rendelkezései között a legvitatottabbak közé tartozik a javadalmazásra vonatkozó beszámolási kötelezettség. Ezt a kötelezettséget ugyanis a kódex individuális alapon követeli, míg a *Handelsgesetzbuch* megelégszik a díjazás összesített adatainak közzétételével. Az ezredfordulót követően újra és újra felmerülő javadalmazási botrányokra tekintettel megállapíthatjuk, hogy a javadalmazás sosem lehet elég transzparens, végső soron tehát üdvözölhető minden olyan rendelkezés, mely annak részleteit mind szélesebb körben feltárja. Ezzel összefüggésben egy rendkívül érdekes helyzetre is fel kell hívnunk a figyelmet: noha a *Deutscher Corporate Governance Kodex* a javadalmazásra vonatkozó közzétételt *comply or explain* elven szabályozza, miután pedig a *Handelsgesetzbuch* individuális közzétételi kötelezettséget nem ír elő, ezért 2005-ig ez nem is volt kötelező. Azonban 2005-ben hatályba lépett egy vonatkozó jogszabály, amely előírja az individuális alapon történő közzétételt. Emiatt a –törvényi megoldásokhoz szokott– német jogalkotás tulajdonképpen átugorta a kódex vonatkozó ajánlásait: azok ugyan opcionális rendelkezések, de tárgykörükben kötelező erejű jogszabály születt.<sup>523</sup> A helyzet rendkívül sajátos: szerencsés-e kötelezővé tenni valamit, amit az üzleti szféra önszabályozó mechanizmusai korábban opcionális szabályozás tárgykörébe vontak? Véleményünk szerint ebben önmagában még nincsen kivetni való; az viszont ellentmondásos helyzetet teremt, hogy noha a jogszabály valamit kötelezően előír –mint ahogyan Németországban 2005 óta teszi–, ugyanebben a tárgykörben a kódex *comply or explain* ajánlást is tartalmaz. A helyzet nem szerencsés,

<sup>520</sup> Lásd DU PLESSIS, Jean J. – GROßFELD, Bernhard – LUTTERMANN, Claus – SAENGER, Ingo – SANDROCK, Otto, *German Corporate Governance in International and European Context* (Spiringer-Verlag, Berlin – Heidelberg – New York 2007) 23-24. old.

<sup>521</sup> Lásd BAUM, Harald, *Change of Governance in Historic Perspective: The German Experience*, 3-29. in CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US (Szerk.: HOPT, Klaus J. – WYMEERSCH, Eddy – KANDA, Hideki – BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009) 24. old.

<sup>522</sup> Lásd GOERGEN, Marc – MANJON ANTOLIN, Miguel C. – RENNEBOOG, Luc, *Recent Developments in German Corporate Governance*, (2004. május) ECGI - Finance Working Paper No. 41/2004 (Revised); Center Discussion Paper Series No. 2004-123 (Revised). 24. old.

Elérhető: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=539383> or DOI: 10.2139/ssrn.539383

<sup>523</sup> Lásd WOLFF, Lutz-Christian, *Self-Governance German Style: Comply or Explain... But If You Explain We Will Make You Comply*, *The Corporate Governance Law Review* (2005) Vol. 1. No. 3. 371-383. old.

mert a) ezáltal a kódex rendelkezése minden funkciót nélkülöz, b) eltérő felfogása mégis gyengíti a kötelező erejű jogszabály éthoszáét. *Lutz-Christian Wolff* professzor e jelenséget szellemesen így írja le a tárgykörben publikált tanulmányának címében: „*Self-Governance German Style: Comply or Explain... But If You Explain We Will Make You Comply*”, vagyis: „az önszabályozás német stílusa: alkalmazkodj vagy magyarázd meg miért nem teszed... de, ha megmagyaráztad, mi rákényszerítünk, hogy alkalmazkodj.” *Wolff* ezzel összefüggésben arra a következtetésre jutott, hogy a törvényhozás eme kezdeményezése „elárulta az önszabályozás elvét.”<sup>524</sup>

Úgy gondoljuk azonban, hogy a szélesebb körű közzététel érdekében ez is vállalható, hiszen olyan elvről van szó, amelynek helyességével kapcsolatban akkor is szkeptikusak vagyunk, ha tudjuk, hogy a *corporate governance* európai szabályozásával kapcsolatos vélekedésben jelen idő szerint teljes körű elfogadottságot élvez. A kettős –és egymástól eltérő tartalmú– szabályozás ettől függetlenül minden helyzetben elkerülendő.

A javadalmazáshoz kapcsolódva, a *Deutscher Corporate Governance Kodex* azt is előírja, hogy a társaság pénzügyi beszámolóiban tegye közzé a részvény-opció programok és részvényalapú ösztönzések vonatkozó adatait. Emellett beszámolási kötelezettséget ír elő az igazgatók tulajdonát képező részvénycsomagokkal kapcsolatban is.

#### IV. A felelős vállalatirányítás szabályai Franciaországban

Franciaországban a *corporate governance* talán legaktuálisabb kihívása, hogy a társaságok (illetve azok igazgatói) meg tudják nyerni a külföldi befektetők bizalmát. A *gouvernement d'entreprise' (corporate governance)* Franciaországban azonban csak részben merül ki az angolszász normák transzplantálásán és továbbfejlesztésén.

A francia szemléletben a modern *corporate governance* új perspektíváit a menedzsment és a társaságban megtestesülő érdekek konfliktusai és artikulációi jelentik (pl. részvényesek érdekei, munkavállalói érdekek.)

Az angolszász és a francia szemléletmód között, amelyen keresztül a *corporate governance* jelenségkörét szemlélik lényeges különbség ismerhető fel. Az angolszász szemléletmódban a felelős vállalatirányítás *gyakorlat*, olyan ajánlások összessége, amelyet a tapasztalat és a témakör szakemberei alakítottak ki, de amely a *már meglévő* jogszabályi környezetben valósul meg.<sup>525</sup> Ebben az összefüggésben a felelős vállalatirányítás angolszász felfogásban (de francia nézőpontból) a szakszerű irányítás és a hatékony önszabályozó mechanizmusok megteremtését jelenti. Ezzel szemben Franciaországban nagyobb a hangsúly a törvények rendelkezésein keresztül kifejtett *corporate governance* normákon, illetve a kapcsolódó jogterületek (pl. tőkepiaci és társasági jog) szabályanyagán.<sup>526</sup>

Franciaországban ezzel szemben a jogalkotás új társasági jogi rendelkezések hatályba léptetésével kívánt különböző *corporate governance* alapelveket érvényesíteni, amelyek

<sup>524</sup> Lásd WOLFF, Lutz-Christian, *Self-Governance German Style: Comply or Explain... But If You Explain We Will Make You Comply*, *The Corporate Governance Law Review* (2005) Vol. 1. No. 3. 372. old. „It demonstrates, that issues which are covered by the new law are already addressed by the *German Corporate Governance Code* and that the new legislative initiative betrays the idea of self-governance.”

<sup>525</sup> Úgy fest, hogy a 2002-es *Sarbanes-Oxley Act* megalkotásával az Egyesült Államok nagymértékben eltávolodott ettől a nézőponttól.

<sup>526</sup> Lásd HOPT, Klaus J., *Le gouvernement d'entreprise – Expériences allemandes et européennes*, Rev. sociétés, 2001. 1. old.

válaszlépésként is felfoghatóak az elhíresült vállalati botrányokra (*Michelin, Marks&Spencer, Elf-Aquitaine, Credit Lyonnais.*)

Annak ellenére, hogy számos alapelv emelkedett törvényerőre a társasági jog folyamatos fejlesztésén keresztül, Franciaországban mégsem beszélhetünk általános értelemben vett *corporate governance* reformról. Ezzel szemben számos egymástól különböző (sőt egymásnak ellentmondó) rendelkezés lépett hatályba.

A felelős vállalatirányítás Franciaországban az *első* és *második Vienot-jelentés*<sup>527</sup> kapcsán került az érdeklődés középpontjába 1995. júniusában és 1999. júliusában. A jelentések megszerkesztésében közreműködő bizottság tagjai az ország 14 legjelentősebb vállalatának vezető tisztségviselői közül kerültek ki. Tartalmukat tekintve az igazgatóság elnökének (és a vezető tisztségviselők) hatáskörével, az igazgatóság adminisztratív és strukturális kérdéseivel, valamint a javadalmazás témakörével foglalkozott. A munkafolyamatot olyan befolyásos szervezetek támogatták, mint a *Mouvement des entreprises de France (MEDEF)*, valamint az *Association Française des Entreprises Privées (AFEP)*.<sup>528</sup> Szintén a *MEDEF* működött közre a *Bouton-jelentés* kiadásában, amely a kockázatkezeléssel foglalkozott.

Az 1966-os francia társasági jog *corporate governance* vonatkozásainak módosításában három jelentős jogszabályt kell kiemelnünk: a 2001-es *loi sur le nouvelles régulations économiques (NRE)*; a 2003-as *loi de sécurité financière*; valamint a 2005-ös *loi pour la confiance et la modernisation de l'économie*.

A 2001-es *loi sur le nouvelles régulations économiques (NRE)* a fenntartható pénzügyi és gazdasági fejlődés kialakítását célozza a pénzügyi rendszerre és a versenyszabályokra, valamint a társaságokra vonatkozó szabályokon keresztül.<sup>529</sup> Összhangban a korábbi szabályozással, a jogszabály az igazgatóságon belüli hatalommegosztásra és hatásköri kérdésekre fókuszál, célul tűzi ki a transzparencia növelését –tekintettel a javadalmazás kérdéskörére is–, valamint a kisebbségi részvényesek jogainak megerősítését.

A 2003-as *loi de sécurité financière* a pénzpiacokkal szembeni 2002-2003-as bizalomvesztésre adott francia jogalkotói válasz. (A bizalomvesztést globális viszonylatban kell értenünk, különös tekintettel a 2002-es dotcom buborékre és az *Enron* botrányra.) A jogszabály a tőkepiacok ellenőrzésére helyezte a hangsúlyt, a tőkepiaci hatóság felállításával (*Autorité des Marchés Financiers – AMF*.) A jogszabály a befektetővédelem érdekében hatékonyabb ellenőrzési rendszer kialakításáról is rendelkezett, a *Haut Conseil du Commissariat aux Comptes* felállításával, amely a könyvvizsgálók ellenőrzésére létrehozott testület. Hasonlóan az Egyesült Államokhoz, a cél a könyvvizsgálói függetlenség erősítése volt, hogy a befektetők informatív és hiteles pénzügyi beszámolókat kaphassanak kézhez.

A 2005-ös *loi pour la confiance et la modernisation de l'économie* az igazgatók díjazásáról, annak elemeiről rendelkezett.

*Michel Storck*<sup>530</sup> professzor felhívja a figyelmet, hogy a *corporate governance* ilyen irányú szabályozása a társasági jogi irányából hat az irányítás gyakorlatára, míg más

---

<sup>527</sup> A jelentés *Marc Vienot* nevéhez fűződik, aki a *Societe Generale Group* tiszteletbeli elnöke, valamint a Paris EUROPLACE igazgatótanácsának elnöke. Korábban a francia kincstár és a *Societe Generale* igazgatótanácsának elnökeként vált ismertté.

<sup>528</sup> A munkatatókat tömörítő legjelentősebb szervezetek Franciaországban.

<sup>529</sup> Lásd *STORCK, Michel, Corporate Governance a la Francaise – Current Trends*, *European Company and Financial Law Review* (2004) Vol. 1. 39. old.

<sup>530</sup> A *Legal Department Strasbourg* professzora, valamint a *Centre for Company Law* igazgatója.

törekvések (pl. a 2001. február 19-i reformok) inkább szociális vonatkozásúak (ide értve a munkavállalók megtakarításaira, a részvényes-munkavállalókra és a munkavállalói képviselőkre vonatkozó szabályokat.)<sup>531</sup>

A társasági jogi jogalkotás eredményein túl Franciaországban megalkotásra kerültek a társaságok irányítását szabályzó *corporate governance* kódexek. Ezek közvetlen előzményének tekinthetjük a már idézett *Vienot I-II. és Bouton jelentéseket*. Összességében le kell szögezni, hogy bár nem az angolszász szabályok teljes transzplantálásáról van szó, a francia *corporate governance kódexek* tartalmi elemei mégis nagy hasonlóságot mutatnak a többi európai állam szabályozási koncepciójához (olyanokhoz, mint a már idézett *Cadbury Jelentés az Egyesült Királyságban*.) Összességében megállapíthatjuk, hogy a *corporate governance* ajánlások szerkezeti vázát Franciaországban e három jelentés képezi.

A *corporate governance* kódexek alkalmazásában Franciaország is a *comply or explain* modellt követi: a társaságok szabadon dönthetnek azok alkalmazásáról üzleti gyakorlatukban. A szabályokhoz való alkalmazkodást mégis erős informális nyomás vezérli, példának okáért a tőkepiaci hatóság (*Autorité des Marchés Financiers – AMF*) a nagy munkáltatói szervezetek (*MEDEF, AFEF*) ajánlásait tulajdonképpen pénzügyi standardként kezeli.<sup>532</sup> (Így van ez annak ellenére, hogy a társaságokat konkrét beszámolási kötelezettség ezekkel kapcsolatban nem terheli.) Ennek eredményeként a francia társaságok túlnyomó része a hivatkozott három *corporate governance jelentés* közül legalább egyet meg szokott hivatkozni beszámolóiban. Amennyiben pedig így tesznek, az *AMF* felvilágosítást kér arról, hogy mi az oka az esetleges eltéréseknek a standardoktól. Összegezve tehát: a francia modellt a *comply or explain* alapon történő igazodás jellemzi (informális ráhatások eredményének köszönhetően.)<sup>533</sup>

Az említett három jelentésen túlmenően a francia vállalatirányítási (*comply or explain*) normák között fontosak még az *Association Française de la Gestion financière (AFG)*<sup>534</sup> ajánlásai (*Recommandations sur le gouvernement d'entreprise*), amelyek 1998-ban, 2004-ben és 2008-ban kerültek kiadásra.

Összességében megállapíthatjuk, hogy az eddigi francia *corporate governance* normaalkotást két fontos karakterisztikum jellemezte: amint említettük a külföldi tőke és befektetők bizalmának megerősítése, a nemzeti jelleg megőrzésével – az angolszász normák tartalmi átvételével, de nem teljes körű transzplantálásával.

## V. A társaságirányítás várható tendenciái az európai államokban

Álláspontunk szerint az európai országok társaságirányítási rendszerét az Unió nem képes, a globalizálódó gazdasági viszonyok viszont képesek közelíteni egymáshoz. A fentiekben részletesen kifejtett tradíciók a *corporate governance* karakterét az EU

---

<sup>531</sup> Lásd STORCK, Michel, *Corporate Governance a la Francaise – Current Trends*, European Company and Financial Law Review (2004) Vol. 1. 39. old.

<sup>532</sup> Lásd WYMEERSCH, Eddy, *Implementations of the Corporate Governance Codes*, 403-419. in CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US (Szerk.: HOPT, Klaus J. – WYMEERSCH, Eddy – KANDA, Hideki – BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009) 404. old.

<sup>533</sup> Lásd CHARREAUX, Gérard – WIRTZ, Peter, *Corporate Governance in France*, (In N. Kostyuk, U.C. Braendle et R. Aprada "Corporate Governance", Virtus Interpress, 2007) 301-310. old.

<sup>534</sup> Franciaország egyik legjelentősebb üzleti reprezentáns szervezete, amely jelentős szerepet vállal az üzleti gyakorlat jogi szabályozásában ajánlásain keresztül.

tagállamokban négy főbb családra osztja, az angolszász, a francia, a német és a skandináv családokra. Az Unió gazdaságilag is legjelentősebbnek számító három országa, Németország, Franciaország és az Egyesült Királyság alapvetően tradíció-örző szemlélettel közelít minden olyan elgondoláshoz, amely a társaságirányítás jogszabályi környezetét lényegesen módosítaná. Ez visszahat az EU jogalkotás eredményességére is, hiszen pontosan azokról az országokról beszélünk, amelyek a lényegesebb és átütőbb reformokat érdekeikhez mérten képesek hátráltatni, megakadályozni, avagy felhívítani (ahogyan tették a *takeover* direktíva esetében is.)

A *comply or explain* típusú kódexekről álláspontunk szerint elmondható, hogy a piaci szankció, amelyre csekély kötelező erejüket alapozzák, pillanatnyilag elégtelen eszköznek tekinthető tartalmuk érvényesítéséhez. Úgy gondoljuk, hogy eredményességük az angolszász területeken tekinthető a legjobbnak, mivel az üzleti szféra önszabályozó mechanizmusainak alkalmazásában az Egyesült Királyság élen jár az európai kontinensen, a kódexek tartalma mögött pedig hiteles üzleti prominensek nevei állnak, garanciaként. Ehhez mérten az önszabályozás német válfaja szinte elvész a társasági, társaságirányítási és tőkepiaci jogszabályok tengerében; a „kemény” és a „puha jog” által keresztbe szabályozott *corporate governance* intézményeket egy német típusú gazdasági és üzleti szféra még éppen elviseli, míg erre az Egyesült Királyságban esély sem mutatkozna. Az ajánlások formájában megjelenő „*soft law*” legproblematikusabb alkalmazási területét álláspontunk szerint azok az európai országok, ahol az érté piacok sem a kellő hagyományokkal, sem a kellő jelentőséggel nem rendelkeznek arra, hogy ítéletet mondjanak a megrögzöten hanyag társaságirányítási modellt működtető vállalatok felett. Ezekben az országokban a „*soft law*” színezete sokszor a sebtében importált, funkcionális értelemben súlytalan ajánlások összességéhez hasonlatos, amelyeknek a tartalma sokkal inkább a vállalatok CSR részlegeinek és tanácsadóinak, valamint a szakmai közönség egy papírvékony rétegének érdeklődésére tarthat számot, mintsem maguknak a vállalatoknak az érdeklődésére, amelyektől egyébiránt nagyobb mértékben függ a gyengélkedő piac, mintsem fordítva: ők a piactól.

Magyarország kétségtelenül ezutóbbi kategóriába sorolható. A Budapesti Értéktőzsde 2002-ben kezdte meg a nyilvánosan működő vállalatok számára a *Felelős Vállalatirányítási Ajánlások* kidolgozását, amelyet a BÉT igazgatósága 2003. december 8-án fogadott el. A javaslatok kidolgozásánál figyelembe vették a nemzetközi viszonylatban leggyakrabban alkalmazott elveket, de a magyarországi tapasztalatokat és a hazai piac jellemzőit is. Az ajánlások javaslatokat foglalnak magukba, amelyek a követendő gyakorlathoz való igazodást célozzák, mindazonáltal betartásuk nem kötelező. A BÉT szabályzata csak azt követeli meg, hogy a jegyzett vállalatok nyilatkozatot tegyenek közzé, amelyben tájékoztatást adnak irányítási gyakorlatukról, illetve saját gyakorlatukat összevetik az ajánlásokban foglaltakkal, illetve szükség esetén megindokolják miért térnek el azoktól. 2004. március 30-ig a tőzsdei kibocsátók önkéntesen nyilatkozhattak arról, hogy az ajánlásokat megismerték, valamint hogy azokkal alapvetően egyetértenek és a társaság igazgatósága azok betartására törekszik. 2004 első felében került átvezetésre a BÉT szabályzatában, hogy a feltároló nyilatkozatot – amelyben a kibocsátó nyilatkozik az ajánlásban szereplő pontokról – a „*Részvények A*” kategóriás kibocsátóknak a 2004-es üzleti évüket követő 120 napon belül kellett megtenniük, míg a „*Részvények B*” kategóriás kibocsátóknak a 2005-ös üzleti évüket követő 120 napon belül, majd ezt követően minden üzleti évet követő 120 napon belül.

Az ajánlások tartalma részint a korábban ismertetésre került európai szabályozás témaköreit érinti, kiemelt jelentőséget tulajdonítva az igazgatóság és a felügyelő bizottság hatásköri kérdéseinek, valamint a transzparencia és az áttekinthetőség témakörének.

Következtetéseink szerint az egyenlő játéktér (*level playingfield*), amelyet az EU a tagállamok tőkepiaci és társaságirányítási viszonyainak tekintetében kíván létrehozni, a tagállami megoldásokon megbukik, amennyiben bizonyos megoldásokhoz nem fűződik közvetlen tagállami érdek. Ezzel szemben a globális tendenciák igenis közelíthetik egymáshoz az egyes európai országok társaságirányítási szisztémáját és az azt övező jogszabályi környezetet is. Az angolszász eredetű rendelkezések térnyerése az európai társasági jogi kodifikációkban például érezhetően nem elsősorban brit, hanem amerikai hatásra történik. Emiatt az eddig egypólusú tradíciókkal rendelkező struktúrák (amilyen a magyar gazdasági jog is volt a német jog hatása alatt) kezdenek bipolárisává válni. A korszerű intézkedések transzplantációjával párhuzamosan megfigyelhető, hogy az ilyen –gazdaságilag kevésbé felkészült– európai államokban erősödik a társasági jog alapvetően minden irányban nyitott szemlélete, amely az „*inkább több, mint kevesebb*” (lehetőség) alapelvre épül. Sajnálatos módon, hosszabb távon e folyamat a társasági törvényeket olyan dagályossá teheti, amely egy esetleges deregulációs hullám igényéhez is elvezethet.<sup>535</sup> Ez azonban még igen távolinak tűnik a jelenlegi elgondolások és tendenciák tükrében.

---

<sup>535</sup> Lásd DE KLUIVER, Harm-Jan, *Inspiring a New European Company Law? –Observations on the ECJ’s Decision in Inspire Art from a Dutch Perspective and the Imminent Competition for Corporate Charters between EC Member States–*, European Company and Financial Law Review (2004) Vol. 1. 134. old.

## V. Fejezet: Az egyszintű és a kétszintű társaságirányítási modell

A nyilvános tőzsdei forgalomban működő részvénytársaságok irányítása, valamint az irányítás ellenőrzése egyszerre tekinthető tartalmi és formai kérdésnek. Az üzleti gyakorlat *tartalmát* illetően nem nehéz belátni, hogy meghatározó szerepet tölt be a hatékony és transzparens működés szempontjából: az igazgatók és a menedzserek csak akkor felelnek meg az elvárásoknak, ha rendelkeznek a szükséges kvalitásokkal. E kvalitások egyaránt megmérettetnek képzettségük, tapasztalataik és morális hozzáállásuk tekintetében is. A társaságirányítás jogi háttere azonban szükségszerűen kijelöl bizonyos *formai* kereteket e tartalmi kvalitások gyakorlásához. A felelős társaságirányítás alapvető jogi kerete a társaságok irányítási modelljében testesül meg, amely tradicionálisan *egyszintű* és *kétszintű* szisztéma lehet. Amennyiben az irányítás e két formáját hasonlítjuk össze, szükségszerűen fel kell tennünk a következő kérdést: a jogszabályok által előírt (vagy felkínált) irányítási modell formaisága mennyiben szolgálja a felelős és hatékony társaságirányítás céljait. És amennyiben az irányítási forma jelentősége nem elhanyagolható, úgy kiválaszthatjuk-e a két tradicionális modell közül azt, amelyik különb a másiktól?

E kérdés felvetése persze önmagában is leegyszerűsít számos problémát, hiszen a két szisztéma gyakorlati működtetése során az eredményesség nem kizárólag az üzleti gyakorlattól függ, amely tartalommal tölti ki az irányítási formát. A szerencse, az innováció,<sup>536</sup> a globális trendek és számtalan más tényező adott esetben legalább olyan fontosak lehetnek, mint a jó vezetők, vagy a megfelelő irányítási modell. Emellett azonban el kell ismerni, hogy igenis körvonalazhatók bizonyos különbségek, amelyek kézzelfogható előnyöket és hátrányokat jelentenek az egyik, illetve a másik modell javára és terhére.

Az *egyszintű* és *kétszintű* irányítási modellekről köztudott, hogy azok alkalmazása tradicionálisan az angolszász,<sup>537</sup> illetve a német társaságok gyakorlatában alakult ki. Az angolszász irányítási modell lényege, hogy a társaság élén egyetlen irányító testület áll (*igazgatótanács*), amelynek egyaránt vannak *ügyvezető* és *nem ügyvezető* (sőt független)<sup>538</sup> tagjai (*egyszintű irányítási rendszer, vagyis one-tier board system*). Így az igazgatótanácson belül megoszlanak a feladatok aszerint, hogy bizonyos tagok az operatív ügyvitelért felelnek, míg más tagok az ellenőrzési feladatokat (azaz *monitoring*)<sup>539</sup> látják el.

---

<sup>536</sup> Az innováció és a tudás-menedzsment tekintetében érdemes felidézni a korábbi *Hewlett-Packard CEO, Lew Platt* szavait: „Ha tudtuk volna, amit most tudunk, akkor háromszor nyereségesebbek lehetnénk.” Lásd POLLEY, Vincent I., *Share the Wealth – What „Knowledge Management” could mean to Your Legal Department*, Business Law Today (2003. november-december) Vol. 13. 53. old.

<sup>537</sup> Érdekes történeti adalék a tradíciókhoz az 1932 januárjából, a *John Edson Brady* által szerkesztett *The Business Law Journal* hasábjain megjelent cikk, amely azzal foglalkozik, hogy a board elnöke eltávolítható-e az igazgatótanács szavazattöbbségével, ha határozott időre nevezték ki? Lásd BRADY, *John Edson* (Szerk.), *President of Corporation Entitled to Damages for Breach of Employment Contract*, The Business Law Journal (1932. január) Vol. 19. old.

<sup>538</sup> Lásd SALE, Hillary A., *Independent Directors as Securities Monitors*, Business Lawyer (2005-2006) Vol. 61. 1375. old.

<sup>539</sup> Lásd CLARKE, Donald C., *Three Concepts of the Independent Director*, Delaware Journal of Corporate Law (2007) Vol. 32. 80. old.



A kétszintű irányítási modell (*two-tier board system*), amely a német társaságok gyakorlatában alakult ki, két testület egymás mellett történő működését feltételezi: az *igazgatóságét (Vorstand)* és a *felügyelő bizottságét (Aufsichtsrat)*. A kétszintű irányítási modellt Németország mellett számos másik európai állam is alkalmazza, közöttük Ausztria, Dánia, Finnország és Dánia.<sup>540</sup>

Bizonyos országok tradíciói (köztük Svédország) nem sorolható be sem az egyszintű, sem a kétszintű modell definíciója alá. Ennél lényegesebb azonban, hogy széles körben elterjedté vált jogalkotói megoldás a két modell egymás mellett történő engedélyezése. Belgium, Portugália és Spanyolország<sup>541</sup> mellett ezek közé az országok<sup>542</sup> közé tartozik Magyarország is a társasági jog 2006-os reformja óta.

A magyar szabályozás ugyanis az 1997-es társasági törvény rendelkezései között még nem kínálta fel az egyszintű modell alkalmazásának lehetőségét. Ez a megoldás azonban az angolszász befektetőknek egy látszólag felesleges intézmény működtetését jelentette: a felügyelőbizottságét. Az üzleti gyakorlatban ez azzal járt, hogy az angolszász érdekeltségű vállalatok az igazgatóság munkáját tekintették érdeminek, míg a felügyelőbizottság működését törvényadta kényszerű kötelezettségnek. Ennek köszönhető, hogy a felügyelőbizottsági munkafázisok e társaságok működési körében minden gyakorlati funkciót nélkülöztek. A jogalkotó természetesen felfigyelt a problémára és a 2006-os társasági törvény szabályozási körében választási lehetőséget kínált az egyszintű és a kétszintű szisztéma között.<sup>543</sup>

A francia modell tekintetében a vélemények megoszlanak: vannak álláspontok, amelyek egyszintűnek tekintik, de olyanok is amelyek vegyes, avagy „*bújtatott kétszintű*” modellként értékelik.<sup>544</sup>

Európában a Közösségi szintű jogalkotás is emellett a megoldás mellett tette le a voksát, hiszen a Tanács Európai Részvénytársaságról (*Societas Europaea-SE*) szóló 2157/2001/EK rendeletében szintén választási lehetőséget biztosít az egyszintű (adminisztratív szerv) és kétszintű (menedzsment és ellenőrző szervek) modell alkalmazása tekintetében.<sup>545</sup>

### *Frekvenciált kérdések a társaságirányítási szisztémák összehasonlításában*

a) A két modell közötti eltérések a *corporate governance* szempontú kérdésfelvetéseket a *hatékony és jogszerű* társaságirányítás kérdéseire összpontosítják, amely gyakran párosul a két irányítási rendszer közötti *választás* igényével. Más szóval: lehet-e egyik, illetve másik irányítási modellt a másik fölé emelni, lehet-e a kettő közül egyiket általános értelemben kiválóbbnak minősíteni a másikkal?

---

<sup>540</sup> Lásd HOPT, Klaus J., *The German Two-Tier Board: Experience, Theories, Reforms*, in: COMPARATIVE CORPORATE GOVERNANCE: THE STATE OF THE ART AND EMERGING RESEARCH (Szerk: HOPT, Klaus J. and others, Oxford, 1998) 227-228. old.

<sup>541</sup> Lásd JUAN-MATEU, Fernando, *The Private Company in Spain – Some Recent Developments–*, European Company and Financial Law Review (2004) Vol. 1. 60-62. old.

<sup>542</sup> Lásd BERRAR, Carsten, *Die Entwicklung der Corporate Governance in Deutschland im internationalen Vergleich* (Baden-Baden, 2001) 36-41. old.

<sup>543</sup> Lásd 2006. évi IV. törvény a gazdasági társaságokról 21.§ (4) bekezdését, valamint a 2006. évi IV. törvény a gazdasági társaságokról 308.§ (1) bekezdését.

<sup>544</sup> Lásd PAPP, Tekla, *Corporate Governance – Társaságirányítási rendszerek*, 185-197. in ACTA CONVENTUS DE IURE CIVILI TOMUS X. (Szerk PAPP, Tekla, LECTUM KIADÓ, Szeged, 2009) 194. old.

<sup>545</sup> A TANÁCS 2157/2001/EK RENDELETE az európai részvénytársaság (SE) statútumáról, 39-51. cikk

Körülbelül másfél évtizeddel ezelőtt még több mértékadó álláspont preferálta az angolszász modell alkalmazását, azonban e vélekedés napjainkra megváltozott. Erre utal, hogy a 2002-es német *Deutscher Corporate Governance Codex* –valamint annak módosításai (2003, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009)– sem számolták fel a kétszintű irányítási modell alkalmazásának szükségességét.<sup>546</sup> Ezzel párhuzamosan változatlan maradt a kérdésben az *Aktiengesetz* jogszabályi környezete is (95-116. §), ennek köszönhetően az *Aufsichtsrat* működtetése törvényes kötelezettség maradt.

Az Egyesült Királyságban sem szakítottak a hagyományokkal, vagyis nem engedték be a *corporate governance* ajánlások és jogszabályok közé a kétszintű modell alkalmazásának lehetőségét, még akkor sem, ha az ellenőrzési funkciókat ellátó nem ügyvezető igazgatótanács tagok szerepe az elmúlt tizenöt évben folyamatosan növekedett. Az 1990-es évek során felmerültek bizonyos kontroverzális érvek a megoldás mellett,<sup>547</sup> azonban ezek nem váltak realitássá, mint ahogyan igen valószínűtlen az is, hogy ez a jövőben megtörténjen.<sup>548</sup>

b)A két szisztémát illetően a másik frekvencián felmerült kérdés, hogy azok formális és funkcionális működési körükben távolodnak-e egymástól (*divergencia*), avagy közelednek egymáshoz (*konvergencia*). A szervezeti és intézményi keretek állandósága ugyanis –amely akár a tradíciókra is visszavezethető– nem jelenti azt, hogy a két irányítási modell funkcionálisan ne közelíthetne egymáshoz. Az Egyesült Királyságban 1992 óta a nem ügyvezető igazgatók szerepének növekedéséről beszélhetünk, amely első látásra közeledést mutat a német tradíciókhoz, ahol a felügyelő bizottságok önálló testületi szervként ellenőrzik az igazgatóság munkáját.<sup>549</sup> A folyamat tulajdonképpen korán kezdődött, hiszen a globális jogszabályi és jogalkalmazási fókusz csak 2002 után irányult rájuk, pl. a *Sarbanes-Oxley Act* szabályozási, avagy az amerikai *Securities & Exchange Commission* jogalkalmazási körében – az utóbbi egyik döntő jogalapját szintén a *Sarbanes-Oxley Act* rendelkezései (*Section 704.*) biztosítják.<sup>550</sup>

Ugyanakkor a *funkcionális* konvergencia kérdése meglehetősen vitatott. A kérdés tekintetében az uralkodó szakirodalmi megközelítés egyelőre inkább a divergencia jeleit véli felfedezni. *Funkcionális* közeledés hiányában pedig igen nehéz elképzelni, hogy a két modell formális értelemben közelítsen egymáshoz.

Ebben a fejezetben törekszünk feleleveníteni, hogy a fenti felvetések tükrében hogyan alakult az irányítási szisztémák megítélése és jogszabályi (valamint ajánlási) háttere. Ennek érdekében először is áttekintjük a két szisztéma általános jellemzőit és ismérveit. Másodsorú megkíséreljük összehasonlítani azok előnyös és hátrányos tulajdonságait, választ keresve a kérdésre: az egyszintű vagy a kétszintű irányítási modell hatékonyabb-e? Harmadszor a formális és funkcionális konvergencia és divergencia kérdéseire

---

<sup>546</sup> Lásd DU PLESSIS, Jean J. – GROßFELD, Bernhard – LUTTERMANN, Claus – SAENGER, Ingo – SANDROCK, Otto, *German Corporate Governance in International and European Context* (Spiringer-Verlag, Berlin – Heidelberg – New York 2007) 11. old.

<sup>547</sup> Lásd DAVIES, Paul L., *Board Structure in the UK and Germany: Convergence or Continuing Divergence?* 2. old. Elérhető: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=262959> or DOI: 10.2139/ssrn.262959. Eredetileg megjelent: *International and Comparative Corporate Law Journal* (2001) Vol. 2. 435-456. old.

<sup>548</sup> Lásd JUNGSMANN, Carsten, *The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems*, *European Company and Financial Law Review* (2006) Vol. 3. 429-430. old.

<sup>549</sup> Lásd KECSKÉS, András, *Felelős vállalatirányítás az Egyesült Királyságban, Németországban és Franciaországban*, 213-234. in PHD TANULMÁNYOK (Szerk. ADÁM, Antal, PTE-ÁJK, Pécs, 2009) 216-217. old.

<sup>550</sup> Lásd SALE, Hillary A., *Independent Directors as Securities Monitors*, *Business Lawyer* (2005-2006) Vol. 61. 1379. old.

keressük a választ, amely korántsem olyan egyértelmű, ahogy azt számos szakmai álláspont hangoztatja.

### *I. Az egyszintű és a kétszintű irányítási modell jellemzői*

A következőkben arra törekszünk, hogy általánosságban foglaljuk össze a két társaságirányítási rendszer jellemzőit. Az *egyszintű* és *kétszintű* modell alapvető eltéréseinek gyökerét a szisztémák angolszász és német történeti fejlődésében kereshetjük.<sup>551</sup> Emiatt a mi elemzésünk is az angolszász és a német fejlődés<sup>552</sup> jellemzőiből indul ki, esetenként kitekintve más országok megoldásaira. A jogi összehasonlítás szempontjából ilyen tekintetben nem törekszünk teljességre, inkább csak az érdekes és karakteres megoldások kedvéért térünk el eredeti gondolatmenetünktől.

#### *1) A rajnai kapitalizmus és a dualista modell fejlődése*

A *kétszintű irányítási modellt* másként *dualista modellnek* is nevezzük. Az angol terminológia a *two-tier board* (*kétszintű igazgatóság*) terminológiát használja megjelölésére. A „*rajnai kapitalizmus*”<sup>553</sup> organikus fejlődésével párhuzamosan alakultak ki azok a megoldások, amelyek e szisztéma ismérveivé váltak, s amelyek napjainkban is a kétszintű vállalatirányítási modell fő karakterisztikumai.

Érdemes visszatekinteni arra az időszakra, amikor a német gazdasági fejlődés dinamizmusa és a jelentős társadalmi átalakulások a legnagyobb hatást fejthették ki a kapitalista fejlődésre és annak jogi hátterére.<sup>554</sup> 1870-ben a poroszok Franciaország felett aratott villámgyors és elsőprő győzelme<sup>555</sup> lehetővé tette, hogy a német államalakulatok helyén létrejöhessen az egységes Német Birodalom. Ettől kezdve a (XIX. század utolsó felétől) egészen az első világháború 1914-es kitöréséig Európa vezető ipari hatalma vitathatatlanul Németország lett. Ugyanakkor a gazdasági befolyás a vállalkozók szűkebb körének a kezében koncentráldott, mint az angolszász országok üzleti gyakorlatában. Ebből adódott, hogy –szinte már túl– szoros együttműködés jellemezte a német vállalkozásokat. Ennek köszönhető, hogy a XIX. század nyitányára Németországot a „kartellek földjeként” tartották számon.<sup>556</sup> A két világháború után a német gazdaság kétszer is talpra állt, a háborúk utáni szociális krízisek azonban nem

<sup>551</sup> Vö. COOLS, Sofie, *The Real Difference in Corporate Law Between The United States and Continental Europe: Distribution of Powers*, Delaware Journal of Corporate Law (2005) Vol. 30. 697-766. old.

<sup>552</sup> Lásd BAUMS, Theodor – SCOTT, Kenneth E., *Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and Germany*, American Journal of Comparative Law (2005) Vol. 53. 31-76. old.

<sup>553</sup> Az angolszászok a német kapitalizmus karakterisztikumait a találó „rajnai kapitalizmus” jelzővel illetik, utalva arra, hogy e rendszer fő gazdasági erő-koncentrációja a Rajna és Ruhr-vidék földrajzi területein összpontosul.

<sup>554</sup> CHEFFINS, Brian R., *Mergers and Corporate Ownership Structure: The United States and Germany at the Turn of the 20th Century*, American Journal of Comparative Law (2003) Vol. 51. 492. old.

<sup>555</sup> Az 1870-es francia-porosz háború döntő ütközete a sedani csata volt, ahol III. Napolen császár seregei megsemmisítő vereséget szenvedtek.

<sup>556</sup> CHEFFINS, Brian R., *Mergers and Corporate Ownership Structure: The United States and Germany at the Turn of the 20th Century*, American Journal of Comparative Law (2003) Vol. 51. 492-494. old.

hagyták érintetlenül a társaságok irányítási rendszerét sem. A második világháborút követően a nyugat-német gazdaság dinamizmusa hihetetlen növekedést tett lehetővé, amely már erősödő angolszász befolyás, valamint pár évtizeddel később globalizálódó pénzpiaci törvényszerűségek között ment végbe. Érdekes, hogy ennek ellenére is általános és megalapozott egyetértés mutatkozik abban, hogy a német tőkepiaci viszonyokat az angolszász viszonyokhoz képest „relatív” fejletlenséggel jellemezzük.<sup>557</sup> Már e rövid történeti áttekintés prizmáján keresztül is körvonalazódik a német társaságok irányítási szisztémájának jó néhány sajátos vonása. Sokszor említettük már, hogy a német gazdasági berendezkedés történeti fejlődése a koncentrált tulajdonosi struktúra kialakulásával járt együtt. Ennek köszönhetően a zártkörűen működő társaságok meghatározó szerepet játszottak az ipari fejlődésben, de a nyilvánosan működő társaságok körében is jellemzővé váltak az egy kézben koncentrálódó nagy részvényblokkok. A patinás gyáriparos dinasztiák és a bankok (pénzüzetek) tradicionálisan nagy szerepet töltek be a társaságok tulajdonosi szerkezetében.<sup>558</sup> Ez természetesen együtt járt az aktív tulajdonosi kontroll igényével, ami nagyban közrejátszott abban, hogy a német társaságok irányítási gyakorlatában a *kétszintű modell* terjedt el.

Ebben a szisztémában két külön testület végzi a társaság irányítását, valamint az irányítás ellenőrzését. A stratégiai és az operatív irányítás feladatkörei az igazgatóságra (*Vorstand*) hármlanak, míg az ellenőrzés a felügyelőbizottság (*Aufsichtsrat*) feladata. Az igazgatóság tagjai és a menedzsment aktív tulajdonosi kontroll mellett végzik munkájukat.<sup>559</sup> Ezt reprezentálja, hogy a felügyelőbizottság összetételében meghatározó szerepe van a részvényesek (tulajdonosok) delegáltjainak. A német mintájú működés kereteit, mint *Drei Eck* (vagyis három sarok) rendszer<sup>560</sup> elnevezéssel is illetik, azonban a számvitel aktuális trendjeit tekintve (kontraktuális könyvvizsgálói függés – az üzleti érdekekkel párhuzamosan – a menedzsmenttől), véleményünk szerint nem beszélhetünk önálló irányítási-ellenőrzési ágazatról, inkább a társaság külső szakértői vonzáskörzetének – a többi között – az egyik szereplőjét ismerhetjük fel a könyvvizsgálóban.

Azonban a felügyelőbizottság intézményének fejlődéstörténetében nem kizárólag a tulajdonosi kontroll erőteljes igénye játszott szerepet. Történeti áttekintésünkből kiolvasható, hogy a gazdasági társaságok állami ellenőrzésének igénye kezdettől fogva erős volt a német kapitalizmus fejlődéstörténetében. Ez szintén kedvezett a felügyelőbizottság, mint ellenőrző szerv testületi önállóságának.

A világháborúk társadalmi krízisei a szociális- és munkajogi reformokra irányították a figyelmet, amelyből a német irányítási modell egyik legkarakteresebb vonása adódik: a felügyelőbizottságon belüli erős munkavállalói képviselő.

A társaságok irányítására a legnagyobb befolyást a nagy részvényblokkok tulajdonosai tudták kifejteni, emiatt a német irányítási modell jellemző vonása, hogy az igazgatóság erős tulajdonosi befolyás mellett végzi munkáját. Emiatt az angolszász kapitalizmus

---

<sup>557</sup> CHEFFINS, Brian R., *Mergers and Corporate Ownership Structure: The United States and Germany at the Turn of the 20th Century*, American Journal of Comparative Law (2003) Vol. 51. 498. old.

<sup>558</sup> Lásd BAUMS, Theodor – SCOTT, Kenneth E., *Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and Germany*, American Journal of Comparative Law (2005) Vol. 53. 40. old.

<sup>559</sup> Lásd PAPP, Tekla, *Corporate Governance – Társaságirányítási rendszerek*, 185-197. in ACTA CONVENTUS DE IURE CIVILI TOMUS X. (Szerk PAPP, Tekla, LECTUM KIADÓ, Szeged, 2009) 191. old.

<sup>560</sup> Lásd SÁRKÖZY, Tamás, *A magyar társasági jog Európában* (HVG-ORAC Lap- és Könyvkiadó Kft. 2001, Budapest) 30. old.

egyik legfontosabb ismertetőjegye, a részvényesi érték (*shareholders value*) a német társaságirányítás tradícióiban nem töltött be olyan fontos szerepet. A nagy részvényesek, mint az érdekek első számú letéteményesei ugyanis tulajdonosi és nem befektetői minőségben kívántak fellépni. Ez a viselkedésforma együtt járt azzal is, hogy a német menedzsmentek csak a tulajdonos irányában tartoztak valódi elkötelezettséggel (ellentétben az amerikai modell sajátosságaival, ahol a befektetők bizalma elsődleges). Ezek az igazgatóságok értelemszerűen jóval kisebb hatalom letéteményesei, mint az amerikai igazgatótanácsok, amelyek az elaprózott részvénytulajdonosi struktúra miatt nagyobb mozgásteret élveznek, ahogyan korábban fogalmaztunk: és a tőkekoncentráció valódi uraiként lépnek fel.

A német társaságok irányításában az érdekartikuláció tulajdonképpen korai *stakeholder* nézőpontként<sup>561</sup> is felfogható, hiszen az –amerikainál– kevésbé dinamikus tőkepiaci viszonyok, valamint a jelentős köz- és munkavállalói érdekvédelem a társaságokat nem elsősorban tőkepiaci konstrukcióvá formálták, hanem különböző érdekek közösségévé. Ebben a tekintetben a német társaságirányítási hagyományok és maguk a társaságok (pl. a *Krupp* már az 1870-es éveket megelőzően is) igen korán magukban rejtették a napjainkban egyre jelentősebbé váló szociális felelősségvállalás intézményeinek magvait.<sup>562</sup>

A felügyelő bizottságban a tulajdonosi érdekek mégis hagyományosan felülreprezentáltak (még ha kis mértékben is), hiszen a testület döntéshozatali eljárása során a szavazatok egyenlősége esetén az elnök szavazata dönt, aki nem lehet munkavállalói delegált. A felügyelő bizottság alkalmas arra is, hogy a tulajdonosi irányítás eszköze legyen, amennyiben az igazgatóság bizonyos döntései e testület jóváhagyásához köthetők.

A posztmodernitás tendenciái és a globalizáció a német társaságirányítás karakterét is befolyásolja. Ennek köszönhető, hogy az elemzők egy része a koncentrált részvénytulajdon felaprózódását prognosztizálja. Ennek oka a jövőben az lehet, hogy a német adójogi környezet nem kedvez a nagy részvényblokkok egy kézben tartásának. Emellett a globális pénzpiac befektetési lehetőségei, a távol keleti és más „egzotikus” pénzügyi termékek növekvő vonzereje, a piacok növekvő likviditása és a diverzifikált portfóliók igénye mind abba az irányba hatnak, hogy a német tulajdonosi struktúra átalakuljon és az angolszász struktúrához váljon hasonlatossá. És amint azt később látni fogjuk, ekkor –és csak ekkor– képzelhető el igazán kézzelfogható közeledés az irányítási modellek között. Ez pillanatnyilag még nem történt meg.

Ennek ellenpontosításaként korábbi megállapításainkra utalunk vissza: a hatályos német jogszabályi környezet alapállása hagyományörző, a vezető testületek és a tulajdonosi

---

<sup>561</sup> A stakeholder elméletek a felelős vállalatirányítás és a vállalatok társadalmi felelősségének modern szakirodalmában olyan érintettek csoportjait vázolja fel, akikre a vállalatok működése hatást gyakorol. Noha a modern stakeholder nézőpont kiindulópontja az angolszász szakirodalomhoz (R. Edward Freeman) köthető, mégis érdekes hogy a német részvénytársaság-fogalom kiindulópontja a vállalat, mint különböző érdekszférák összessége. A korai német vállalatirányítási modell emiatt jóval nagyobb hangsúlyt fektetett az érintettek (stakeholderekre), mint a shareholder's wealth alapelvéből kiinduló angolszász modell. A globalizáció és a posztmodernitás új korszakában viszont az angolszász (főként amerikai) vállalatok tevékenysége vált meghatározóvá, ezáltal működési körükben megnövekedett a stakeholderek száma is. Ennek köszönhető, hogy a modern stakeholder-elméletek kidolgozása már az angolszász szerzők munkásságához kötődik, amely a corporate social response (CSR), vagyis a vállalatok társadalmi felelősségének egyik kiindulópontja.

<sup>562</sup> Lásd KUN, Attila, *A multinacionális vállalatok szociális felelőssége – CSR-alapú önszabályozás kontra (munka)jogi szabályozás* (Ad Librum, Budapest, 2009) 78. old.

kontroll tekintetében defenzív, a törvényi szabályozás jelentősége az üzleti szféra önszabályozási mechanizmusaihoz képest jelentősebb. Mindezek tükrében a német társaságirányítási tradíciók fellazulásáról beszélni egyelőre nagyon korai volna.

## 2) A tőkekoncentráció és a tőkepiaci viszonyok elsődlegessége az angolszász modell fejlődésének tükrében

Az angolszász *egyszintű irányítási modellt* másként *monista modellnek* is nevezzük. Az angol terminológia a *one-tier board (egyszintű igazgatótanács)* terminológiát használja megjelölésére. Az angolszász kapitalizmus karaktere a társaságok irányítási rendszerében is tükröződik. E rendszernek két fő elágazásiránya van: az Egyesült Királyság és az Egyesült Államok igazgatótanácsai.<sup>563</sup>

A kapitalizmus angolszász változata a tőketársaságok értékpiazi (pénzpiaci) vetületét tekinti elsődlegesnek, amelyet a fejlődéstörténeti háttére jelentős részben indokol. Az angol tőketársaságok hajnalán, a kapitalista fejlődés kezdeti szakaszában, a tőkekoncentráció elsődleges volt a vállalkozások sikeréhez. És itt a vállalkozás szót nem csak az üzleti vállalkozásra vonatkoztatjuk, hiszen a gazdasági gyarapodással párhuzamosan ekkor került sor a világ jelentős részének megismerésére. E megismerés földrajzi, technikai és társadalmi szinten is jelentős eredményeket hozott és a társaságok meghatározó szerepet játszottak benne. A társadalom gazdasági erejét a tőkefelhalmozás és a tőkekoncentráció az „új világ” meghódításától kezdve mind nagyobb mértékben befolyásolta. Azok az európai hatalmak, amelyek kimaradtak belőle lassú, de biztos hanyatlásra ítéltettek, gondoljunk csak Spanyolország parttalan háborúira, amelyek elemésztették a gyarmatok jövedelmét, megakadályozva a tőkefelhalmozást és a tőkekoncentrációk létrejöttét. Anglia ezzel szemben élen járt a folyamatban, csakúgy, mint az első részvénytársaságok (és az első „*vállalati botrányok*”, a klasszikus *bubble-burstok*) születésében.<sup>564</sup> Az Egyesült Államokban a kapitalizmus angolszász típusa a gazdaság hihetetlen dinamizmusának köszönhetően új arculatot öltött, mely folyamat az értékpiazi (tőkepiaci viszonyok) előretörésével teljesedett ki igazán. Emiatt az angolszász igazgatótanácsok, mint a nyilvános tőzsdei forgalomban működő társaságok élén álló testületek –a befektetők elvárásaival összhangban– nem tudták függetleníteni szerepüket a társaság papírjainak tőzsdei szereplésétől.<sup>565</sup>

Az egyszintű irányítás a monista igazgatótanácsokon keresztül valósul meg. Az irányítás és az ellenőrzés egyazon testület hatáskörébe tartozik, melynek vannak ügyvezető és nem ügyvezető tagjai is. Az operatív tagok értelemszerűen az irányításért, míg a nem-operatív tagok az ellenőrzésért felelnek. Az igazgatók számát tekintve különböző nagyságú *boardok* képzelhetők el, tíz fő felett azonban már kifejezetten nagy létszámról beszélhetünk.

Amennyiben az angol modellt vesszük alapul, az igazgatótanács élén az elnök áll (chairman), de az operatív irányítás fő letéteményese a *CEO (Chief Executive Officer)*.

<sup>563</sup> Lásd GARETT, Allison Dabbs, *A Comparison of United Kingdom and United States Approaches to Board Structure*, The Corporate Governance Law Review (2007) Vol. 3. No. 3. 93-114. old.

<sup>564</sup> Lásd SÁNDOR, István, *A társasági jog története Nyugat-Európában* (KJK-KERSZÖV Jogi és Üzleti Kiadó Kft. 2005, Budapest) 118. old.

<sup>565</sup> Lásd KECSKÉS, András, *Részvényárak mindenek felett? Érdekszférák a vállalatirányítás jogában*, 215-234. in EMLÉKKÖNYV ROMÁN LÁSZLÓ SZÜLETÉSÉNEK 80. ÉVFORDULÓJÁRA (Szerk.: KISS, György – BERKE, Gyula –BANKÓ, Zoltán –KAJTÁR, Edit, Pécs, 2008) 228-230. old.

Amint azt korábban már megjegyeztük, a *CEO* kifejezést a magyar üzleti terminológia a gyakorlatban vezérigazgatónak fordítja, amelyet a társasági jogi dogmatika szűkebb aspektusából nem tekinthetünk teljesen helytállónak.<sup>566</sup> A *Combined Code on Corporate Governance* ajánlásai az Egyesült Királyság társaságirányítási rendszerében e két tisztséget kategorikusan elválasztotta, hogy ne koncentrálódjon túlzott hatalom egy kézben. Az Egyesült Államok más gyakorlatot követ, a *CEO* ott egyszerre tölti be a két tisztséget, mint elnök-vezérigazgató.

A nem ügyvezető igazgatók szerepe az Egyesült Királyságban a 90-es évektől kezdve jelentős mértékben megnőtt, a *Combined Code on Corporate Governance* ajánlásai pedig egyértelműen kötelezővé teszik, hogy az igazgatótanácsban megfelelő számban legyenek jelen a nem-operatív igazgatók (és különösképpen közülük is azok akik függetlenek a társaságtól).

A felügyelő bizottság –mint önálló testületi szerv– hiánya az egyszintű irányítási modellt kevésbé teszi alkalmassá arra, hogy a tulajdonosi kontroll mellett másfajta kontroll-igények is érvényesüljenek a társaságok irányításában. A Németországban tradicionálisan erős munkavállalói képviselőlet emiatt az angolszász társaságirányítási rendszerben nem érvényesült és a közérdekű ellenőrzés társaságon belüli aspektusai is jóval szűkebbek.

Amíg a kétszintű modell kisebb hangsúlyt fordít erre (Németországban például deficit mutatkozik a törvényi lehetőségek kihasználásának területén), addig az Egyesült Királyságban a társaságok irányításában jelentős szerepet töltenek be a különböző bizottságok. Miután az angolszász *corporate governance* fejlődésének jelentős stádiumai különböző vállalati botrányokhoz kötődnek (*Combined Code – Robert Maxwell; Sarbanes-Oxley Act – Enron-Worldcom*), ezért az eredményes bizottsági munka hangsúlyai erősödtek e szabályozási körben. A tőkeerős társaságok minden tekintetben igyekeznek megfelelni az elvárásoknak, hogy a részvényesek bizalmát (*shareholder confidence*) ezúton is növelhessék. Az audit-, a kinevezési, valamint a javadalmazási bizottságok mind a menedzsment kontrollját hivatottak erősíteni a részvényesek érdekében. Teszik mindezt váltakozó sikerrel, miután formális működésüket nem minden esetben tölti ki a megfelelő tartalom. Jelentőségük mégis növekedőben van, az Egyesült Államokban példának okáért a *Sarbanes-Oxley Act* hatálybalépését követően kiemelt hangsúly esik az audit bizottságok eredményes működésére és a társaságok belső kontrollrendszerére.

Az igazgatótanács és a részvényesek kapcsolata természetesen merőben más, mint a kétszintű modell esetében,<sup>567</sup> amit a korábban ismertetett körülmények indokolnak. Az elaprózott részvénytulajdon az igazgatótanács hatalmának és szerepének növekedésével jár, ha úgy tetszik a tőkekoncentráció valódi urává teszi. A befektetők bizalma mégis fontos marad, hiszen a jó tőzsdei szereplés alapozhatja meg a közgyűlés optimizmusát, amely elengedhetetlen az igazgatók és menedzserek nagy összegű javadalmazásának megszavazásához. A társaság tulajdonosai tehát főként befektetői minőségben érvényesítik elvárásaikat, ezért a közös cél a tulajdonosok, az igazgatótanács és a menedzsment között a jó tőzsdei szereplés igénye lehet. Ez kapcsolja össze a társaságon belül és kívül keletkező érdekszférák egy részét, ezen alapulnak a posztmodern

---

<sup>566</sup> A magyar társasági jogban a vezérigazgató terminológa a zártkörűen működő részvénytársaságok egyszemélyi vezetőjének megjelölésére használatos. Ezzel szemben a *CEO*, mint vezérigazgató a magyar üzletijogi zsargonban inkább a gyakorlati munkaviszony jellegének megjelölésére alkalmas kategória.

<sup>567</sup> Lásd BROWNSTEIN, Andrew R. – KIRMAN, Igor, *Can a Board Say No When Shareholders Say Yes? Responding to Majority Vote Resolutions*, *Business Lawyer* (2004-2005) Vol. 60. 23-78. old.

globalizáció tőkejövédelmi intézményei (nyugdíjalapok, befektetési alapok stb.) Ugyanakkor ennek tükrében sem szabad megfeledkezni arról, hogy más érdekek is léteznek, amelyek túlmutatnak a részvényár optimalizálásán, ezáltal megkérdőjelezve annak kizárólagos igényét – a 2008-2009-es pénzügyi válság tükrében úgy tűnik, nagyon is jogosan.

## II. Előnyök és hátrányok a két szisztéma alkalmazásában

A következőkben arra keressük a választ, hogy az egyszintű és kétszintű irányítási modellek egymáshoz képest milyen előnyökkel, illetve milyen hátrányokkal rendelkeznek. Vizsgálódásunk kiindulópontjának Carsten Jungmann<sup>568</sup> témába vágó tanulmányát tekintjük, aki hasonló kérdésekre keresi a választ *The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems* című írásában, a *European Company and Financial Law Review* hasábjain. E tanulmányban a szerző gyakorlati esetek felméréséből von le elméleti következtetéseket, amelyeket mi újraértékelni igyekszünk a következőkben.

### 1) A kétszintű modell előnyei és hátrányai

a) *A menedzsment és az ellenőrzés elválasztása, mint előny* – Elsőként a kétszintű irányítási modellre fókuszálunk. E dualista modell fontos erénye, hogy elválasztja egymástól az irányítás és az ellenőrzés funkcióit. A szisztéma kialakítása során, a XIX. században a német jogalkotás két fontos jogpolitikai célt tartott szem előtt: egyik részről a részvényesek érdekeinek védelmét, másik részről a közérdek védelmét. Ehhez mérten kiemelt hangsúlyt helyezett arra, hogy a menedzseri feladatok ellátását és a menedzsment ellenőrzését ne ugyanaz a testület végezze el.<sup>569</sup>

Hangsúlyoznunk kell, hogy az ellenőrzési funkció hatékony gyakorlása nem csupán visszamenőleges vizsgálati tevékenységet feltételez, hanem az igazgatóság és a felügyelő bizottság aktív, eredményes és folyamatos kapcsolattartásán alapul. A konfliktusok és a bizalom hiánya az igazgatóság és a felügyelő bizottság között tehát hatványozott nehézségeket eredményezhetnek. A kétszintű modell elméleti szinten alkalmasnak mutatkozik a konfliktusok kiküszöbölésére. A felügyelő bizottság tagjait ugyanis a részvényesek választják a közgyűlésen, ennek köszönhetően a legfontosabb feladatuk az lenne, hogy ellenőrzési feladataik ellátása során a részvényesek érdekei szerint járjanak el. Az igazgatóság tagjainak kinevezése pedig a felügyelő bizottság hatáskörébe tartozik, tehát hivatalban maradásuk nagyban függ munkájuk eredményességétől.<sup>570</sup>

A gyakorlat azonban merőben más képet mutathat. A felügyelő bizottság tagjainak kinevezését a közgyűlés csak formálisan látja el, valójában az igazgatóság választja ki

---

<sup>568</sup> Assistant Professor, Bucerius Law School, Hamburg.

<sup>569</sup> BAUMS, Theodor – SCOTT, Kenneth E., *Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and Germany*, American Journal of Comparative Law (2005) vol. 53. 41. old.

<sup>570</sup> Lásd COOLS, Sofie, *The Real Difference in Corporate Law Between The United States and Continental Europe: Distribution of Powers*, Delaware Journal of Corporate Law (2005) Vol. 30. 765. old.



őket. Ebből következik, hogy a felügyelő bizottsági tagok megválasztása és hivatalban maradása egyaránt attól függ a gyakorlatban, hogy megfelelnek-e az igazgatóság elvárásainak, nem elsősorban attól, hogy megfelelnek-e a részvényeseknek. Tekintettel a részvényesek jelentősebb szerepére a kétszintű modell alkalmazásában, a kapcsolat az irányító testület és a tulajdonosok között közvetlenebb.<sup>571</sup> A kétszintű modell esetében tehát nemigen beszélhetünk független felügyelő bizottsági tagokról. E tételt még inkább megerősíti, hogy általános gyakorlatnak számít a korábbi igazgatósági tagok (különösképp az elnök) későbbi alkalmazása felügyelő bizottsági tagként. Ennek ellenére nem vésznek el teljes mértékben az előnyök, amelyeket a két funkció (irányítás és ellenőrzés) elválasztása jelent. Azáltal ugyanis, hogy az igazgatóság tagjainak egységes feladatkör érdekében kell dolgozniuk (amely nem más, mint a társaság pénzügyi nyeresége), könnyebben osztják meg egymással a fontos információkat. Ezáltal válik a határozathozatal zökkenőmentesebbé az igazgatóságon belül.<sup>572</sup> Itt érdemes röviden utalni arra, hogy nem minden álláspont ért egyet azzal, hogy a kétszintű modell az általános belső információáramlás szempontjából előnyös helyzetet teremt. *Davies* szerint például az igazgatóság, a felügyelő bizottság és a részvényesek három szintje között információs deficit képződik, amely akadályozza a felügyelő bizottságot az ellenőrzési funkciók gyakorlásában. Erről később részletesen ejtünk szót, előljáróban azonban érdemes leszögezni, hogy maga *Davies* is óvatosan fogalmaz ebben az esetben és utal arra, hogy álláspontja csak bizonyos feltételek mellett igazolódik. Erről azonban részletesen később ejtünk szót.<sup>573</sup>

*b) A strukturális és a munkavállalói képviseletből adódó hátrányok* – Az összehasonlító elméletek között széles körben elterjedt vélekedés, hogy a német kétszintű modell alkalmazása számos strukturális hátránnyal jár együtt, amelyek abból erednek, hogy az irányítást és az ellenőrzést két külön szerv látja el. Emellett a kötelező munkavállalói képviselet szabályai is jelentős befolyást gyakorolhatnak a felügyelő bizottság összetételére, amely szintén gyakorlati hátrányokat eredményezhet. A kettő között azonban feltétlenül különbséget kell tenni. E két problémakör közötti különbségtétel azért nagyon fontos, mert következtetni enged a kétszintű irányítási modell alkalmazásának eredményességére olyan országokban, ahol a munkavállalói képviselet nem kötelező; jellemzően ilyen az Egyesült Királyság szabályozási környezete.<sup>574</sup> De hogyan is hozható összefüggésbe a szigetország a kétszintű modell működtetésének potenciális lehetőségével? A válasz érdekes: az Egyesült Királyságban székhellyel rendelkező Európai Részvénytársaságok (SE) esetében igenis előfordulhat ilyen helyzet.<sup>575</sup> Ezeket a társaságokat pedig csak a kétszintű irányításból eredő strukturális hátrányok érintik, de a kötelező munkavállalói képviseletből eredők nem.

---

<sup>571</sup> Lásd COOLS, Sofie, *The Real Difference in Corporate Law Between The United States and Continental Europe: Distribution of Powers*, Delaware Journal of Corporate Law (2005) Vol. 30. 765. old.

<sup>572</sup> Lásd JUNGSMANN, Carsten, *The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems*, European Company and Financial Law Review (2006) Vol. 3. 449-451. old.

<sup>573</sup> Lásd DAVIES, Paul L., *Board Structure in the UK and Germany: Convergence or Continuing Divergence?* 15-16. old. Elérhető: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=262959> or DOI: 10.2139/ssrn.262959. Eredetileg megjelent: International and Comparative Corporate Law Journal (2001) Vol. 2. 435-456. old.

<sup>574</sup> Lásd GARETT, Allison Dabbs, *A Comparison of United Kingdom and United States Approaches to Board Structure*, The Corporate Governance Law Review (2007) Vol. 3. No. 3. 95-99. old.

<sup>575</sup> Lásd A TANÁCS 2001. október 8-i 2157/2001/EK RENDELETE az európai részvénytársaság (SE) statútumáról.

Emellett a strukturális és munkavállalói képviselőből eredő hátrányok közötti különbségtétel fontos indoka lehet, hogy az így nyert tapasztalatok felhasználhatók legyenek az egyszintű irányítási modell fejlesztésében, amennyiben az a kétszintű modell bizonyos megoldásainak átvételében áll.<sup>576</sup>

*A strukturális hátrányok* – Ami a kétszintű modell alkalmazásában előny, az bizonyos esetekben hátrányt is jelenthet. Itt természetesen az irányítás és az ellenőrzés –korábban körülhatárolt– elválasztására gondolunk. A felügyelő bizottság hatásköre ugyanis nem terjed ki az igazgatóság döntéshozatali eljárásában való részvételre (természetesen azoknak az eseteknek a kivételével, amikor szükség van a felügyelő bizottság jóváhagyására). Ebből adódóan a felügyelő bizottság ellenőrzési funkciója a német szisztéma szerint kevésbé aktív, inkább reaktív.<sup>577</sup>

Ez, ahogyan fentebb említettük, szükségszerűen együtt jár az ellenőrző funkció gyengébb teljesítményével. A legnagyobb problémát az okozza, hogy miután a döntéshozatali eljárásból az esetek nagyobbik részében a felügyelő bizottság kiszorul, ezért a hibás döntéseket is csak utólag kritizálhatja, ami a társaság által elszenvedett veszteségek mértékén vajmi keveset változtat. Inkább csak arra jó az ilyen utólagos kritika, hogy az igazgatóság a *jövőben* ne kövessen el hasonló hibákat.<sup>578</sup>

Érdemi előrelépést az jelenthetne, ha a felügyelő bizottság már a döntéshozatali eljárás során kifejtethné a befolyását. Ebbe az irányba tett lépéseket a német jogalkotás is, az 1998-as *Gesetz zur Kontrolle und Transparenz in Unternehmensbereich (KonTraG)* és a 2002-es *Transparenz- und Publizitätsgesetz (TransPuG)* rendelkezésein keresztül. Ezek a jogszabályok ugyanis előírják, hogy az igazgatóság köteles informálni a felügyelő bizottságot a tervezett üzleti stratégia, valamint a társaság jövőbeni tervei vonatkozásában. Ezek a rendelkezések erősítik a felügyelő bizottság pozícióit a stratégiai szintű tervezés vonatkozásában.<sup>579</sup> Figyelemreméltó, hogy a folyamat előmozdítását a német bírói gyakorlat is támogatja, ezzel megnyitva a lehetőségét annak, hogy a felügyelő bizottság egy kizárólagosan kontroll funkciót gyakorló testület helyett egyfajta konzultatív szerepkört betöltő testületté válhasson.<sup>580</sup>

Feltétlenül utalnunk kell arra, hogy a kétszintű irányítási modell hátrányai közé tartozik, hogy a felügyelő bizottság jelentős információ-deficittal működik, tekintve hogy tagjai az igazgatóság ülésein nem vesznek részt. Így tehát a társaság működése szempontjából fontos információk az igazgatóság kezében összpontosulnak, ide értve a stratégiát, a projekt-menedzsmentet, az üzleti lehetőségeket és a költségvetési helyzetet befolyásoló információkat. Emellett az igazgatóság a munkavállalókkal is közvetlen kapcsolatban áll. Ennek köszönhető, hogy míg az igazgatóság eredeti információkhoz jut, méghozzá

---

<sup>576</sup> Lásd JUNGSMANN, Carsten, *The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems*, European Company and Financial Law Review (2006) Vol. 3. 451-454. old.

<sup>577</sup> Lásd BÖCKLI, Peter, *Konvergenz: Annäherung des monistischen und des dualistischen Führungs- und Aufsichtssystem*, in HANDBUCH CORPORATE GOVERNANCE (Szerk.: HOMMELHOFF és mások, Köln, 2003) 213-214. old.

<sup>578</sup> Lásd JUNGSMANN, Carsten, *The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems*, European Company and Financial Law Review (2006) Vol. 3. 452. old.

<sup>579</sup> Lásd SÁRKÖZY, Tamás, *A magyar társasági jog Európában* (HVG-ORAC Lap- és Könyvkiadó Kft. 2001, Budapest) 30-31. old.

<sup>580</sup> Lásd JUNGSMANN, Carsten, *The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems*, European Company and Financial Law Review (2006) Vol. 3. 452-453. old.

Lásd még HARTWIG, Henze, *Neuere Rechtsprechung zu Rechtsstellung und Aufgaben des Aufsichtsrats*, Der Betrieb. (2005) Vol. 58. 165. old.

első kézből, addig a felügyelőbizottság csak másodkézből jut hozzá azokhoz az információkhoz, amelyeket az igazgatóság hajlandó megosztani vele. A munkavállalók szintén nem kötelesek jelentést tenni a felügyelőbizottság tagjainak, sőt a felügyelőbizottsági tagok közvetlenül nem is jogosultak információk gyűjtésére.

Összességében megállapíthatjuk, hogy a felügyelő bizottság informatív deficitjének okai nem a törvényi rendelkezésekben, hanem a társaságok működésének gyakorlatában keresendők. Az 1965-ös *Aktiengesetz* előírásainak értelmében ugyanis az igazgatóságnak jelentéstételi kötelezettsége áll fenn a felügyelő bizottság irányában, míg az 1998-as *Gesetz zur Kontrolle und Transparenz in Unternehmensbereich (KonTraG)* rögzíti, hogy a beszámolóknak átfogóaknak és pontosaknak kell lenniük, továbbá minden olyan információt tartalmazniuk kell, amely szükséges a menedzsment munkájának értékeléséhez, ide értve a jövőbeli projektekre és vállalati stratégiára vonatkozó információkat. Emellett kifejezetten tilos az igazgatóságnak megtagadnia az információszolgáltatást azon az alapon, hogy valamely információt bizalmasnak minősít.

A gyakorlatban azonban inkább a felügyelő bizottság működésének formalizálódására következtethetünk *Jungmann* felméréséből. Figyelemre méltó, hogy az abban szereplő adatok alapján 1998-at megelőzően a felügyelőbizottságok évente átlagosan 3,8 alkalommal ültek össze Németországban, míg az ülések hossza átlagosan 3,74 órára tehető. Ez évi 14 óra 13 perc tiszta munkaidő, amely önmagában is beszédes. 1998-at követően kötelező jogszabályi előírássá vált, hogy a felügyelő bizottságnak legalább fél évente kétszer üléseznie kell. (Ez azonban évente csak négy kötelező alkalmat jelent, amely nem sokkal haladja meg az 1998 előtt produkált átlagot.) Ne feledjük továbbá, hogy a felügyelő bizottság elé tárt adatokat a menedzsment válogatja ki, a saját preferenciái szerint, nem beszélhetünk tehát átfogó transzparenciáról.<sup>581</sup>

*A kötelező munkavállalói képviselőből adódó hátrányok*

Németországban tovább bonyolítja a helyzetet, hogy a vonatkozó 1976-os szabályozásnak köszönhetően (*Mitbestimmungsgesetz*)<sup>582</sup> felügyelő bizottsági tagok 50%-ának munkavállalói delegálnak kell lenniük olyan társaságok esetében, amelyeknek legalább 2000 munkavállalójuk van.<sup>583</sup> (*Jungmann* vonatkozó tanulmányában valamennyi vizsgált társaság megfelelt ennek a kitételnek.)

Németországban a felügyelő bizottság működése során érvényesül az *egy tag egy szavazat* elve, azzal a kitételrel, hogy szavazategyenlőség esetén az elnök szava dönt (akinek szavazata ebben az esetben duplán számít a határozathozatalban). Érdemes megjegyeznünk, hogy az elnök nem lehet munkavállaló.

A kötelező munkavállalói képviselőre vonatkozó szabályok ideológiája a német jogban a XX. század első felében született, amikor ez a kérdés még sokkal égetőbb volt. A hatályos német jogszabályi környezetben azonban a kérdés már veszít jelentőségéből. Hasznos vonásai azonban napjainkban is vannak a megoldásnak: a társadalmi

---

<sup>581</sup> Lásd JUNGSMANN, Carsten, *The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems*, *European Company and Financial Law Review* (2006) Vol. 3. 453-454. old.

<sup>582</sup> Lásd PAPP, Tekla, *Corporate Governance – Társaságirányítási rendszerek*, 185-197. in ACTA CONVENTUS DE IURE CIVILI TOMUS X. (Szerk PAPP, Tekla, LECTUM KIADÓ, Szeged, 2009) 188. old.

<sup>583</sup> Lásd DAVIES, Paul L., *Board Structure in the UK and Germany: Convergence or Continuing Divergence?* 20. old. Elérhető: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=262959> or DOI: 10.2139/ssrn.262959. Eredetileg megjelent: *International and Comparative Corporate Law Journal* (2001) Vol. 2. 435-456. old.

konfliktusok indikátora lehet, csökkenti a sztrájkok valószínűségét és az ellenséges vállalatfelvásárlás (*hostile takeover*) ellenében is relatív védettséget biztosít.<sup>584</sup>

Ezzel szemben nagy gondot okoz, hogy –amint azt korábban említettük– a részvényesek delegáltjai számos kérdésbe nem szívesen avatnák be a munkavállalói delegáltakat. Ez a tartózkodás azonban oda vezet, hogy az ilyen kérdéseket a felügyelőbizottság egyáltalán nem tűzi napirendre, még határozott jogszabályi előírás ellenében sem.

További problémákat okoz a felügyelő bizottságok mérete (létszáma) is. *Jungmann* felmérésében az érintett társaságok felügyelőbizottságainak létszáma átlagosan 18,38. Az 1976-os *Mitbestimmungsgesetz* előírása szerint azok a társaságoknak, amelyeknek munkavállalói létszáma meghaladja a 20.000 főt, legalább 20 felügyelőbizottsági taggal kell működniük. A testület működése szempontjából ez a következőt jelenti: alacsony működési idő, nagy létszám mellett. A fent ismertetett adatok tükrében (átlag 3,74 óras ülések 20 fővel) ez egy tag számára 12 perces felszólalási időt enged. A gyakorlatban persze a felügyelőbizottsági tagok korántsem ennyire aktívak. Az ülések idejének tekintélyes részét a jelentések, és a szolgáltatott adatok ismertetése emészti fel, míg a fennmaradó időben legtöbbször az elnöknel van a szó.<sup>585</sup>

Harmadsorban a kötelező munkavállalói képviselőt lehetetlenné teszi, hogy a felügyelőbizottsági tagság betöltését a jogszabályi előírások meghatározott kvalifikációhoz kössék. A 2004-es *OECD Principles of Corporate Governance* hangsúlyozza a jelentőségét annak, hogy a felügyelőbizottsági tagok megfelelően kvalifikáltak legyenek és kellő mennyiségű tapasztalattal rendelkezzenek.<sup>586</sup> Más gyakorlatot követ ezzel szemben a vonatkozó EU és német szabályozás. *A Bizottság ajánlása (2005. február 15.) a jegyzett társaságok nem ügyvezető igazgatói, illetve felügyelő bizottsági tagjai szerepéről és az igazgatóság (felügyelő bizottság) által létrehozott bizottságokról* és a német *Corporate Governance Kodex* is úgy rendelkezik, hogy felügyelő bizottsági tagok lehetnek, akik „összességükben rendelkeznek a megkívánt tudással, ítélőképességgel és tapasztalattal ahhoz, hogy megfelelően teljesítsék feladataikat.”<sup>587</sup> Ehhez járul még, hogy az 1965-ös *Aktiengesetz* alkalmazási körében a szükséges tudással szintén nem individuálisan, hanem testületileg kell rendelkezni. Magasabb standardok esetleges felállítása persze nem okozna problémát a részvényesek delegáltjai számára, a munkavállalókat viszont gyakorlatilag megfosztaná választási lehetőségüktől. A nem kellőképpen tapasztalt és jogi valamint közgazdasági szaktudásban sem kellőképpen jártas tagokkal működő felügyelőbizottságok viszont még inkább csak az utólagos (reaktív) kontrollfunkció betöltésére képesek, valamint még nehezebb őket bevonni a stratégiai irányítás aspektusaiba.<sup>588</sup>

c) *További kimondottan német karakterisztikumok a társaságirányításban* – A német vállalatirányítási modell sajátos karakterisztikuma a részvényesek és a hitelintézetek szoros kapcsolata. Ennek köszönhetően a német bankoknak hatalmas szerep jut a

---

<sup>584</sup> Lásd JUNGSMANN, Carsten, *The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems*, *European Company and Financial Law Review* (2006) Vol. 3. 455. old.

<sup>585</sup> Lásd JUNGSMANN, Carsten, *The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems*, *European Company and Financial Law Review* (2006) Vol. 3. 456. old.

<sup>586</sup> Lásd *OECD Principles of Corporate Governance – The Responsibilities of the Board*, 66. old.

<sup>587</sup> A Bizottság ajánlása (2005. február 15.) a jegyzett társaságok nem ügyvezető igazgatói, illetve felügyelő bizottsági tagjai szerepéről és az igazgatóság (felügyelő bizottság) által létrehozott bizottságokról (2005/162/EK). 11. pont.

<sup>588</sup> Lásd JUNGSMANN, Carsten, *The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems*, *European Company and Financial Law Review* (2006) Vol. 3. 456-457. old.

felügyelőbizottságok összetételének kialakításában: az összes felügyelőbizottsági helynek mintegy 12%-át tartják kezükben a privátszektor bankjai. Még ha ez az adat önmagában nem is tűnik megdöbbentőnek, figyelembe kell venni, hogy a bankok befolyása más területeken is jelentős, ide értve hatalmas részvényblokkjaikat, amelyeket a kezükben tartanak. Nem állíthatjuk, hogy a pénzügyintézetek szerepében rejlene a német modell fő karakterjegye, sőt még csak azt sem mondhatjuk, hogy ez a kétszintű irányítási modell szükséges velejárója lenne. Azonban figyelembe kell vennünk, hogy a kétszintű modell intézményeinek németországi tapasztalatait ennek a kitételnek a szem előtt tartásával érdemes felhasználni. A kétszintű modell alkalmazásával kapcsolatban pedig nem szabad elfelejteni, hogy a bankok szerepvállalása nélkül egész más eredmények születhetnek, mint Németországban.<sup>589</sup>

## 2) Az egyszintű modell előnyei és hátrányai

a) *Az egyszintű modell strukturális előnyei* – Az egyszintű irányítási modell alkalmazási körében sok minden előnynek fogható fel, ami a kétszintű modell esetében hátránynak tekinthető. Ezek közül a legfontosabb a strukturális előny (tulajdonképpen az említett strukturális hátrány fordítottja), amely abból adódik, hogy az igazgatótanács egyetlen testületi szervként végzi az irányítási és az ellenőrzési funkciókat. Az egységes irányítási modell az ügyvezető és nem ügyvezető igazgatók munkájára épül, ahol a nem ügyvezető tagok kedvezőbb helyzetben vannak az információkhoz történő hozzájutás lehetőségeit tekintve, mint a kétszintű modell felügyelő bizottsági tagjai. Az igazgatótanács ülésén való részvétel lehetősége, valamint egyazon testületben betöltött tagsági pozíciójuk szélesebb rálátást biztosít a nem ügyvezető igazgatók számára, beleértve a társaság hosszabb és rövidebb távú irányítását.

Ehhez járul továbbá, hogy az igazgatótanácsok frekvenciáltabb munkarendjében való közreműködés nagyobb óraszámokban teszi lehetővé az ellenőrzőfunkciók gyakorlását, mint a kétszintű modell felügyelőbizottságainak szűkre szabott időkeretei.

Ez a két körülmény nem csak azt segíti elő, hogy a nem ügyvezető tagok kiválóbban láthassák el ellenőrző funkciójukat az igazgatótanács kötelékében, de azt is, hogy a stratégiai tervezésben és a vállalat irányításában nagyobb intenzitással vehessenek részt, amire a felügyelő bizottságok tagjainak formálisan nincs lehetősége.

Tekintettel azonban arra, hogy ezek a szempontok meglehetősen elméletiek, *Jungmann* utal arra, hogy a gyakorlatban a nem ügyvezető igazgatók is gyakran küzdenek hasonló problémákkal, mint a felügyelő bizottság tagjai. Az információk, amelyekhez hozzájutnak az esetek jelentős részében a menedzsment által előkészített adatokra épülnek. Emiatt az informatív kiegyensúlyozatlanság itt nem az irányító és az ellenőrző testület között, hanem az igazgatótanács tagjai között okoz problémát. Érdekes, –de mint ilyen, vitatható– felvetés *Jungmann* részéről, hogy a testületi alulinformáltság még mindig jobb, mintha e jelenség egy nem ügyvezető igazgató (vagy esetleg egy csoportjuk) esetében áll fenn. A felügyelő bizottság ugyanis könnyebben folyamodhat testületileg részletesebb tájékoztatásért, mint azt az igazgatótanács ülésén egy-egy tag tehetné.

Összességében mégis megállapíthatjuk, hogy az információkhoz történő közvetlen hozzáférési lehetőség, amely a nem ügyvezető igazgatókat megilleti, az egyszintű irányítási modell határozott strukturális előnye. E strukturális előny kiaknázásának

<sup>589</sup> Lásd JUNGSMANN, Carsten, *The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems*, *European Company and Financial Law Review* (2006) Vol. 3. 457-458. old.

azonban elengedhetetlen feltétele, hogy az előnyök biztosítására alkalmas struktúra megfelelő személyi állománnyal működjön. A nem ügyvezető igazgatók egyéni alkalmasságának kérdése emiatt fontosabb, mint a felügyelő bizottsági tagok vonatkozásában felmerülő hasonló kérdések.<sup>590</sup>

b) *Az egyszintű modell hátrányai* – Az egyszintű irányítási modell működésének egyik legellentmondásosabb vonása, hogy ugyanaz a testület felelős a döntések meghozataláért, amelyik ellenőrzi ezeknek a döntéseknek a helyességét. Igaz ugyan, hogy a nem ügyvezető tagok hatáskörébe tartozik az ellenőrző funkció gyakorlása, de ez önmagában nem jelent kellő garanciát arra, hogy ezeknek az ellenőrzési funkcióknak a gyakorlása megfelelően történjék.

Ennek ellenére nem kerülhető meg, hogy az igazgatótanács tagjai között legyenek olyan független igazgatók,<sup>591</sup> akik elsődleges feladatuknak az ellenőrzést tekinthetik. Ez pedig újabb kategóriával bővíti az igazgatótanács tagjainak körét, ugyanis a nem ügyvezető igazgatók közül sem tekinthető mindenki függetlennek.<sup>592</sup> A független igazgatók kérdéskörének fontosságát hangsúlyozva a *Combined Code on Corporate Governance* kiemeli, hogy egy igazgató csak akkor minősül függetlennek, ha nem állnak fenn olyan kapcsolatok és körülmények, amelyek befolyásolják, vagy befolyásolhatják az ítélőképességét. A független igazgatók tehát elengedhetetlen feltételei annak, hogy az igazgatótanács elláthassa kettős feladatát, az üzleti gyakorlatban viszont egyáltalán nem könnyű e pozíciók betöltéséhez ténylegesen független személyeket találni.

Ha mégis sikerül, még akkor sincs könnyű dolga a független nem ügyvezető igazgatóknak, mert ellenőrző feladataik ellátása során az igazgatótanács más tagjait, tehát tulajdonképpen saját kollégáikat ellenőrzik.<sup>593</sup> Ez sokszor állítja őket dilemma elé: ellenőrző funkcióik során a kollegialitás erényének gyakorlása visszasságokat eredményezhet. Az ellentmondás feloldása csak akkor lehetséges, ha az egyes igazgatók feladatköreit pontosan tisztázni lehet. Az egyértelmű feladat- és hatáskörök pontos tisztázása az igazgatótanács ülésein elsősorban az elnök feladata.

Az igazgatói posztokra megfelelő személyek kiválasztása viszont a részvényesek feladata. Ez azonban nem könnyű, hiszen kellőképpen felkészült igazgatókra van szükség, akik ráadásul alkalmasak arra is, hogy a részvényesek érdekeit képviseljék. Amennyiben tehát ezek a feltételek együttesen teljesülnek, csak akkor van lehetőség arra, hogy a nem ügyvezető igazgatók egyszerre láthassák el sikerrel mindkét feladatkörüket: egyik részről a stratégiai irányításban való részvételt kollégaként, másik részről a döntések felülvizsgálatát ellenőrzőként. Ez azonban szükség esetén azzal is járhat, hogy az operatív igazgatókat elmozdítsák hivatalukból.<sup>594</sup>

Összességében tehát a gondolatmenet visszavezet minket a megfelelő személyi feltételek kialakításának meglehetősen nehéz kérdéséhez, amely kétségesse teszi, hogy

---

<sup>590</sup> Lásd JUNGSMANN, Carsten, *The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems*, European Company and Financial Law Review (2006) Vol. 3. 458-460. old.

<sup>591</sup> Lásd SALE, Hillary A., *Independent Directors as Securities Monitors*, Business Lawyer (2005-2006) Vol. 61. 1376. old.

<sup>592</sup> Lásd CLARKE, Donald C., *Three Concepts of the Independent Director*, Delaware Journal of Corporate Law (2007) Vol. 32. 73-111. old.

<sup>593</sup> Lásd JUNGSMANN, Carsten, *The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems*, European Company and Financial Law Review (2006) Vol. 3. 461-462. old.

<sup>594</sup> Lásd JUNGSMANN, Carsten, *The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems*, European Company and Financial Law Review (2006) Vol. 3. 461-462. old.

az egyszintű irányítási modell alapján működő igazgatótanácsok minden esetben eleget tudnának tenni kettős kötelezettségüknek.

Végezetül figyelmünket az egységes irányítás egy strukturális gyengeségére kell irányítanunk: a nem-operatív igazgatók tevékenységén és személyén túlmenően az ellenőrzés hatékonysága döntő mértékben függ az elnök személyétől. Az Egyesült Királyságban a *Combined Code on Corporate Governance* kötelezővé teszi, hogy elnök (*chairman*) és a *CEO* ne lehessen egy és ugyanaz a személy, emellett az elnöknek függetlennek kell lennie. Ez ugyanis túlzottan nagy hatalmat összpontosítana az *elnök-vezérigazgató* kezében. Az Egyesült Államokban ezzel ellentétes gyakorlatot követnek a társaságok igazgatótanácsai, amely újra és újra felveti a túlzott hatalomkoncentráció kérdését.<sup>595</sup>

### *III. Javaslatok és tendenciák a kétszintű modell fejlesztéséhez*

#### *1) A kétszintű irányítási modell fejlődési tendenciái*

A kétszintű irányítási modellel kapcsolatban többször is megállapítottuk, hogy a felügyelő bizottság munkaüteme alapvetően nem kellőképpen feszes, amely kihatással van az ellenőrző tevékenység tartalmi vonatkozásaira is. Nem szabad megfeledkezni arról sem, hogy a meglehetősen „szellős” ülésrend lehetővé teszi a tagok számára, hogy egyre több felügyelőbizottságban tölthessenek be funkciót, amely akadályozhatja az ellenőrzési funkció koncentrált gyakorlását. Emellett problémát jelent, hogy a félévenkénti pár alkalom tulajdonképpen lehetetlenné teszi a folytatólagos munkát és a naprakész felügyeletet. *Jungmann* szerint<sup>596</sup> érdemes lenne legalább havonta üléseket tartani, amely még mindig nem jelentené azt, hogy egy felügyelőbizottsági funkció teljes munkaidőben kerülne betöltésre, viszont a felvetett problémák tekintetében mégis előrelépést jelenthetne.

A kétszintű irányítási szisztémában alapvetően a felügyelő bizottság elnöke az egyetlen olyan személy, aki pozíciójának köszönhetően alkalmas lehet a menedzsment munkafázisainak befolyásolására, illetve szélesebb körű betekintésre e munkafázisokat illetően. Azonban a hatályos német modellt több szempontból sem tekinthetjük alkalmasnak arra, hogy ez a folyamat a formális eredményeken túlmutató funkcionális eredményeket hozhasson.

A felügyelőbizottság elnökének érdemes lenne teljes munkaidőben ellátni ezt a megbízatást, amely lehetővé tenné, hogy e pozíció ne csak formális presztízst, hanem gyakorlati befolyást biztosítson a társaság ügyvitelét illetően. Természetesen egy teljes munkaidőben betöltött állásnak megfelelő anyagi kompenzációval kell járnia, amelyet ebben az esetben szintén biztosítani kellene az elnök számára. A pozíció betöltéséhez emellett szigorúbb függetlenségi kritériumok felállítása szükséges, amelyek kizárnák, hogy az elnök és a társaság között bármilyen üzleti összefonódás legyen, illetve hogy a múltbéli kapcsolatok bármilyen tekintetben befolyásolják a felügyelő bizottság élén

---

<sup>595</sup> Lásd JUNGSMANN, Carsten, *The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems*, *European Company and Financial Law Review* (2006) Vol. 3. 462. old.

<sup>596</sup> Lásd JUNGSMANN, Carsten, *The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems*, *European Company and Financial Law Review* (2006) Vol. 3. 466. old.

végzett munkáját. Ehhez a gondolatkörhöz kapcsolódik, hogy a hatályos német gyakorlat igen megengedő, amelynek plasztikus példája, hogy *általánosnak* tekinthető a menedzsment éléről leköszönő igazgatók automatikus felügyelőbizottsági tagságának – még inkább elnöki pozíciójának – a biztosítása. Nem szabad megfeledezni arról sem, hogy a függetlenség kritériumának érvényesülését nem segíti az olyan szabályozás, amely megengedő a határozatlan idejű kinevezésekkel szemben. Az elnöki pozícióban eltöltött idő hosszához ugyanis egyenesen aránylik a társaságtól való függés – ha úgy tetszik összefonódás – mértéke. Amennyiben ezt kiegészítjük azzal, hogy az *újraválasztás tilalmának elve* mellett tesszük le voksunkat, úgy világosan láthatjuk, hogy e megoldás azzal az előnnyel is járna, hogy az elnök munkájára nem nyomná rá a bélyegét az újraválasztás kényszere, mint *de facto* megfelelési kényszer. Ez persze nem azt jelentené, hogy más társaságnál később nem tölthetne be hasonló funkciót, ami jól végzett korábbi munkája alapján nem csak lehetséges, de akár valószínű is lehetne.<sup>597</sup>

Emellett az elnöki pozíció információs jogait érdemes lehetne kiterjeszteni. A pozícióhoz kötött betekintési és tájékozási jogok segítenének elkerülni a kétszintű modell egyik nagy dilemmáját, ami abban áll, hogy a bizalmas információk túl széles kör előtt (még a munkavállalói képviselők előtt is) feltárára kerülhetnek. Ez a megoldás feltétlenül kiegészül azzal, hogy az elnök pozíciójára a stratégiai ügyvitel kérdéseit illetően nem volna szabad kívül állóként tekinteni. Ebben a tekintetben érdemes volna nyitottnak lenni az angolszász megoldás alkalmazására, ahol az ellenőrzés és az irányítás nem válik el olyan mereven. A *Deutscher Corporate Governance Codex* is ezt az álláspontot erősíti, azzal, hogy utal a felügyelő bizottság elnökének és az igazgatóság elnökének kapcsolattartási feladataira, amelyek a stratégiai döntéshozatal területén elengedhetetlenek.<sup>598</sup> Ennek köszönhetően az elnöknek lehetősége lenne a hibás döntéseket már keletkezésük folyamatában felismerni, ezzel korrigálva a német típusú kétszintű irányítási rendszer felügyelő bizottságainak egyik legnagyobb hiányosságát, nevezetesen, hogy azok az esetek túlnyomó részében csak utólagos kontrollt tudnak gyakorolni, amely a felelősségre vonás szempontjából elégséges lehet, de a társaságot ért veszteségek elkerülésére nem alkalmas.

Emellett a felügyelőbizottság többi tagjának is nagyobb szerepet kell biztosítani az irányítás területén, hangsúlyozva, hogy ebben az esetben nem a mindennapi operatív ügyvitel aspektusaira gondolunk, hanem a stratégiai döntéshozatal átfogóbb kérdéseire. A német jogi szabályozás tükrében nem általános, hanem esetleges, ha az igazgatóság bizonyos döntéseire a felügyelőbizottság jóváhagyása szükséges. A nagy horderejű, fundamentális döntések esetében ez a gyakorlat akár ellentétes irányú is lehetne. Ez szintén hozzájárulna ahhoz, hogy a felülvizsgálat folyamatában történjen, ne pedig utólagosan.

---

<sup>597</sup> Lásd HOPT, Klaus J. – LEYENS, Patrick C., *Board Models in Europe - Recent Developments of Internal Corporate Governance Structures in Germany, the United Kingdom, France, and Italy*, European Company and Financial Law Review. 2004. Vol. 1. 143-148. old.

Lásd még LEYENS, Patrick, *German Company Law: Recent Developments and Future Challenges*, German Law Journal (2005. október. 1.) Elérhető: <http://www.germanlawjournal.com/article.php?id=645>  
Lásd még JUNGSMANN, Carsten, *The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems*, European Company and Financial Law Review (2006) Vol. 3. 464-465. old.

<sup>598</sup> Lásd GOULDING, Simon – MILES, Lilian – SCHALL, Alexander, *Judicial Enforcement of Extra-legal Codes in UK and German Company Law – Including Observations on OLG Schleswig Holstein, NZG 2004, 669 (Mobilcom II) and LG München I, NZG 2004, 626 (Hypovereinsbank)*, European Company and Financial Law Review (2005) Vol. 2. 42. old.



A felügyelőbizottsági tagok felelősségével kapcsolatban rendkívül érdekes felvetés, hogy a részvényesek közvetlenül folyamodhassanak a felelősség megállapításáért olyan felügyelő bizottsági tagok vonatkozásában, akiknek a tevékenysége az ő közvetlen veszteségeikhez vezetett a részvényárak esésén keresztül.<sup>599</sup> Álláspontunk szerint ez a felvetés, bármilyen fantáziadús is, végső soron mégis tévútra vezetne. A részvényárak és a *corporate governance* között persze számos álláspont más és más kapcsolatot lát. Határozott álláspontunk szerint mi mégsem érthetünk egyet azokkal, akik a részvényárfolyamok alakulása és az irányítás között bármilyen közvetlen és főként egzakt módon körülhatárolható kapcsolatot látnak. Ez nem azt jelenti, hogy a társaság irányítása és a részvényárak között nincs összefüggés, hanem azt, hogy ez az összefüggés sosem lehet annyira pontos, mérhető és definiált, hogy a felelősség kizárólagos alapja legyen. Meggyőződésünk szerint a *corporate governance* és a részvényárak között mindig ott állnak a piac törvényszerűségei, amelyek rövidebb távon elsősorban pszichológiai és nem fundamentális természetűek. Ebben az összefüggésben az árfolyam, mint eredmény elsősorban a kereskedő (részvényes) viselkedésmódjával áll közvetlen összefüggésben, másodsorban pedig valóban az irányítással, de sokszor közvetetten. A problémát az jelentené, hogy a jogi szabályozás csak általános megoldást kínálhat, míg e probléma –természeténél fogva– nem vonható egységes tényállás alá. Még ha az összefüggések megállapításával kapcsolatban esetleg megengedőek is lennének, a mértékek és az összecszerűségek vonatkozásában semmilyen támpontot sem lehetne figyelembe venni.

A felügyelő bizottsági tagok munkáját illetően fontos megjegyezni, hogy a német minta szerint a pozíció betöltésének nincsenek kvalifikációhoz kötött feltételei. Ezzel szemben jogirodalomban sűrű találkozhatunk felvetésekkel, amelyek a kvalifikációhoz kötött tagság elvét erősítik, standardok felállítását szorgalmazzák.<sup>600</sup> A felvetés alapvető szükségességével nehéz vitába szállni, de a gyakorlati haszon véleményünk szerint kisebb lenne, mint az elsőre látszik. A képzettség és a tapasztalat a posztmodernitás oktatási és kulturális összefüggései között egyre inkább távolodnak az objektív kategóriáktól, amit a 2008-as pénzügyi-válság igazgatói és felügyelő bizottsági teljesítményei remekül alátámasztanak. Az ilyen felvetések ettől még semmiképpen sem elvetendőek, de esetleges eredményeiket garanciálisnak nem tekinthetjük. Amellett a különböző standardok felállítását *corporate governance* slágernek tekinthetjük, de a túlszabályozás ellentétes hatást is kifejtethet. Emellett nem hagyható figyelmen kívül, hogy a munkavállalói képviselő ebben az esetben már kevésbé lenne demokratikus, a munkavállalók ugyanis maguk közül, de feltétlenül szűkebb körből választhatnának csak delegáltakat.

Az elhangzottakkal összefüggésben érdemes megjegyezni, hogy a kvalifikáció és a tapasztalat érvényesítése és egyéb felvetett problémák megoldása szempontjából is jelentős előrelépés lehetne, ha aktívabb bizottsági munka folyna a társaságok működési körében, amelynek intenzitása és karaktere az egyes vállalkozások karakterének és méretének a függvényében kerülhetne kialakításra. Habár mind az 1965-ös

---

<sup>599</sup> Lásd JUNGSMANN, Carsten, *The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems*, European Company and Financial Law Review (2006) Vol. 3. 468. old.

<sup>600</sup> Lásd MÜLBERT, Peter O., *Die Stellung der Aufsichtsratsmitglieder*, in CORPORATE GOVERNANCE (Szerk. FEDDERSEN, Dieter – HOMMELHOFF, Peter – SCHNEIDER, Uwe H., Otto Schmidt-Verlag, Köln, 1996) 99, 122-123. old.

Lásd még JUNGSMANN, Carsten, *The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems*, European Company and Financial Law Review (2006) Vol. 3. 468. old.

*Aktiengesetz*, mind pedig a *Deutscher Corporate Governace Codex* kiterjedt lehetőséget biztosít a bizottságok felállítására és működtetésére, e rendelkezések –úgy fest még a legnagyobb társaságok esetében is– kihasználatlanok maradnak. A bizottságok felállítása persze –az audit bizottság kivételével– nem kötelező, mégis számos előny származhatna abból, ha ez a gyakorlat megváltozna. A kvalifikációra és a szükséges mértékű tapasztalatokra vonatkozó standardok megállapítása például sokkal könnyebb lenne a bizottsági helyek betöltésére vonatkoztatva, mint a felügyelőbizottsági tagságra nézve általánosan. Emellett a munkafázisok feszeesebb ütemezése is egyszerűbb lehet egy alacsonyabb létszámú bizottság esetén, mint a nagy létszámmal működő felügyelőbizottság esetében. A bizottságok felállítása és működtetése globális *corporate governance* sláger-témának tekinthető, a lehetőségek széleskörűek. Az angolszász (Egyesült Államok, Egyesült Királyság) társasági jogok és ajánlások nagyobb hangsúlyt fektetnek a kérdés szabályozására, valamint az ösztönző erő növelésére. A *Sarbanes-Oxley Act*, illetve a *Combined Code* példának okáért kifejezetten előírja különböző bizottságok felállítását, mint a modern *corporate governance* elengedhetetlen kellékét. A javadalmazási bizottság, a kinevezési bizottság, vagy az audit bizottság mellett lehetőséget nyújt a szakkérdések fókuszált, és elmélyült megtárgyalására, amelyre a felügyelőbizottság ülései nem alkalmasak.

Végezetül ki kell térnünk egy olyan problémára, amely felett a jogi szakirodalom sokszor hajlamos elsiklani, ami valószínűleg annak köszönhető, hogy a jelenség az elméleti szabályokat nagymértékben felülírja és a gyakorlatban nehezen szabályozható helyzetet teremt. Ez a jelenség nem más, mint a nagy részvényblokkok tulajdonosainak (*blockholderek*) informális befolyása mind a menedzsment, mind a felügyelőbizottság működésére. A menedzsment hivatalban maradása és a felügyelőbizottsági tagok jelentős részének státusza (beleértve az elnök személyét is) a részvényesek kezében van. Amennyiben egy részvényes (vagy részvényesek egy csoportja) akkora befolyást tud szerezni, hogy e jogok gyakorlására a többi részvényes ellenében is lehetősége nyílik, úgy a menedzsment és a felügyelőbizottság tagjai is az ő utasításai szerint kénytelenek eljárni, másként ugyanis nem maradhatnak hivatalban. Ez többféle helyzetet idézhet elő. Egyik részről lehetséges, hogy maguk a többségi tulajdonosi jogok gyakorlói foglalják el az igazgatói helyeket és ellátják a társaság stratégiai irányítását (elvértve akár az operatív irányításban is közvetlenül eljárnak). Másik részről elképzelhető, hogy bizalmasaik kerülnek az igazgatói és menedzseri státuszokba, akik lekötelezettek lévén mindenben a többségi tulajdonosok érdeke szerint – vagy utasításai alapján– járnak el. Harmadik részről elképzelhető, hogy a felügyelőbizottságnak szélesebb körben biztosítanak jogosultságokat és több határozat sorsát kötik annak jóváhagyásához. Esetleg mindezek kombinációja érvényesülhet a társaság irányításában, tekintettel arra, hogy a *blockholderek* jelentős része az intézményi befektetők táborába tartozik. A lényeg, hogy ezekben az esetekben az ellenőrző funkció teljes mértékben formalizálódik, hiszen egyik részről a többségi részvényes oldaláról nincs rá szükség (hiszen az akaratát minden nehézség nélkül érvényesítheti), másik részről a kisebbségi részvényesek és a *stakeholderek* nemigen tudnak kellő befolyást kifejteni. Ebben az esetben a társaság irányítása a többségi tulajdonos vezérletével könnyedén léphet fel a többi érdek hordozójával szemben, akik csupán a jogszabályok által biztosított szűk mozgásteret mondhatják magukénak. Azonban szakértőik és jogászaik segítségével a többségi tulajdonosok könnyedén elérhetik, hogy a jogszabályi garanciákból csak a minimum (vagy némely esetben még az sem) érvényesüljön. A jogszabályi környezet alakításában európai tendenciának tekinthetjük, hogy a kisebbségi jogok gyakorlását a

társasági jogok alacsonyabb részesedéstől teszik lehetővé, mint korábban. A régebben gyakorinak mondható 10%-os limit helyett –összhangban az európai jogfejlődéssel– a legtöbb társasági jog 5%-tól teszi lehetővé a kisebbségi jogok gyakorlását, amelyek egyik része formális, másik része garanciális jelentőségű lehet. Formálisnak tekinthető a közgyűlés összehívására és napirendjének összeállítására vonatkozó szabályok, mert a többségi tulajdonos az ülésen minden további nélkül lezavazhatja a kisebbségi indítványt. Ennél jelentősebbek lehetnek a kisebbségi részvényesek keresetindításhoz és könyvvizsgálathoz fűződő jogai a társasági jogokban. A teljesség kedvéért feltétlenül meg kell jegyeznünk, hogy Németországban a hatályos jogszabályi környezet nem kedvez a nagy részvényblokkok hosszabb távú megtartásának, amely –különösen az intézményi befektetők körében– idővel azok felaprózódásához vezet. A folyamatot az adójogi preferenciák határozottan erősítik. Másik részről a gazdasági és pénzügyi profit-orientáció, a diverzifikáltabb portfóliók kialakításának igénye és a piaci likviditáshoz fűződő érdekek önmagukban is ösztönzik a részvényblokkok feldarabolását.

## 2) Az egyszintű modell fejlődési tendenciái

Az egyszintű modell fejlesztését illetően egyetlen testület irányítási és felügyeleti jogairól beszélhetünk. Emiatt a hatékonyság növelése érdekében számos javaslat e testület –vagyis az igazgatótanács– üléseinek gyakoriságát és hosszát kívánja növelni. *Martin Lipton*<sup>601</sup> és *Jay W. Lorsch*<sup>602</sup> 1992-ben publikált tanulmányukban a frekvenciáltabb ülésezés mellett tették le a voksukat. Az igazgatók tájékoztatása és kérdéseik megválaszolása önmagában is sok időt igényelhet. Ehhez még az is hozzátartozik, hogy a szakmai viták és párbeszédok lefolytatása során további kérdések merülnek fel. Emellett lehetőséget kell biztosítani arra is, hogy az irányítást és ellenőrzést érintő valamennyi tárgykörben elhangozhassanak a szükséges álláspontok, kérdések, felvetések és indítványok. A frekvenciáltabb ülésezés tehát feltétlenül előnyösebb lenne, az ellenőrzés lehetőségeit pedig kiszélesítené, hiszen a folytonosság a nem-operatív tagok számára mind nagyobb rálátást biztosítana a társaság ügyeire. Ugyanakkor idő is spórolható a frekvencia növelésével, hiszen a folytonosságnak köszönhetően számos tárgykörben nem lenne szükség az információk ismétlésére, újbóli ismertetésére vagy emlékeztetőkre.

Ötletes javaslat lehet, hogy minden számviteli évben legalább egyszer sor kerüljön egy többnapos gyűlésre is a menedzsment részéről, ahol a kávészünetek, az étkezések és egyéb közös programok oldottabb és őszintébb párbeszédet eredményezhetnek, ami hosszabb távon a társaság javára válhat.<sup>603</sup> Fontos azonban megjegyezni, hogy ezek a javaslatok a *corporate governance* intézményeinek korai stádiumában (a 90-es évek elején) fogalmazódtak meg. Ehhez képest napjainkban kétségtelenül kiszélesedett azoknak a tábora, akik nem támogatnák őket: a 2008-as pénzügyi válság tükrében a többnapos összejöveteleknek már kifejezetten rossz felhangja lehet. Nem is beszélve

---

<sup>601</sup> *Martin Lipton* a „*Wachtell, Lipton, Rosen & Katz*” New York-i partnere (1992).

<sup>602</sup> *Jay W. Lorsch* a „*The Graduate School of Business Administration of Harvard University*” professzora (1992).

<sup>603</sup> Lásd LIPTON, Martin – LORSCH, Jay W., *A Modest Proposal for Improved Corporate Governance*, *Business Lawyer* (1992) Vol. 48. 69-70. old.

arról, hogy *Lipton* és *Lorsch* a frekvenciáltabb ülésezéssel egyenes arányban magasabb javadalmazást ajánlanak az igazgatók számára.<sup>604</sup>

Az igazgatótanács üléseinek gyakorisága mellett felvethető, hogy a nem-operatív igazgatóknak érdemes lenne külön is ülésezniük, vagyis az operatív igazgatók ezeken az üléseken nem lehetnének jelen. A felvetés megjelent már 2003-ban, *Derek Higgs* jelentésében (*Review of the Role and Effectiveness of Non-executive Director*).<sup>605</sup>

Az ilyen üléseken a nem ügyvezető igazgatóknak lehetőségük lenne arra, hogy kifejezetten egymással alapozzanak meg szorosabb relációkat. Ezen az ülésen a természeténél fogva nem kellene olyan nagy hangsúlyt fektetni az operatív igazgatókkal szemben fennálló kollegialitásra, ezzel szemben a menedzsmentre vonatkoztatható kényes kérdések nem maradnának érintetlenek. Emellett abban is segíthetne, hogy a nem-operatív igazgatók a soron következő rendes igazgatótanács ülésen egységes álláspontot vegyenek fel, ha úgy tetszik *de facto* testületen belüli testületként járjanak el. Az igazgatótanács összetételével kapcsolatban érdekes, hogy bár a *Combined Code on Corporate Governance* rögzíti a kritériumot, miszerint legalább fele részben –de az elnök nem tartozhat közéjük– nem operatív igazgatókból kell állnia, arról nem esik szó, hogy mekkora létszám javasolt a hatékony működéshez. Az I. szakasz A.3 pontja is csak arra utal, hogy az igazgatótanács ne legyen olyan nagy, hogy ezáltal nehezen kezelhetővé váljon.<sup>606</sup> Ebből a szempontból hasonló megoldást találunk a *Bizottság 2005/162/EK ajánlásában*, amely szintén nem számszerűsíti, hogy hány nem ügyvezető igazgatóra van szükség, csupán arról rendelkezik (II. szakasz 4. pontjában), hogy elegendő számban kell lenniük, „annak biztosítására, hogy az esetleges, a vezetőségi tagokat érintő lényeges összeférhetlenséggel megfelelő módon foglalkozzanak majd.”<sup>607</sup>

Emiatt minden társaság esetében fontos a gyakorlati számszerűsítés, vagyis annak körülhatárolása, hogy hány tag részvételével tud hatékonyan működni az igazgatótanács? Ebben a kérdésben természetesen nem lehet egyértelműen állást foglalni, mert a válasz nagyban függ a társaság méretétől, valamint az addig kialakított belső gyakorlattól. Hozzávetőleg mégis azt mondhatjuk, hogy a tíz főt meghaladó testületek már igen nagyoknak számítanak, ezáltal lehetőséget adnak egyes tagjaik számára, hogy ne vegyenek részt kellő aktivitással a testület munkájában.

Kifejezetten –de nem kizárólag– az amerikai igazgatótanácsokra vonatkozóan érdemes kiemelni, hogy a formális kereteket kitöltő tartalom az, ami igazán lényeges. Az Egyesült Államokban 2002 óta szigorú formalitásoknak kell érvényesülniük a *corporate governance* területén, melyeket a *Sarbanes-Oxley Act* extraterritoriális hatálya

---

<sup>604</sup> A bulvár-média aktív érdeklődésére is számot tartott, hogy az amerikai bankok állami forrásokból történt megsegítését követően a pénzügyi menedzsmentek minden mértéket meghaladó ünnepeket rendeztek – ezáltal tulajdonképpen az adófizetők pénzéből. Az elhíresült AIG botrány központi akkordja az volt, hogy a segély jogcímén folyósított összeg jelentős részét javadalmazási célokra fordították. A társadalmi méretű felháborodást követően az állami forrásból megsegélyezett vállalatok különböző javadalmazási jogcímeire 90%-os adókulcs kivetésére került sor. A média-visszhang és a felháborodás, valamint a politikai és jogalkotói válaszlépések az igazgatók és menedzserek egy részét arra készítették, hogy önként lemondjanak javadalmazásuk bizonyos elemeiről.

<sup>605</sup> Lásd HIGGS, Derek, *Review of the Role and Effectiveness of Non-executive Directors* (London, 2003. január) The Effective Board/ 8.8. pont.

<sup>606</sup> *Combined Code on Corporate Governance*, I. szakasz/ A.1 pont.

<sup>607</sup> A Bizottság 2005/162/EK ajánlása a jegyzett társaságok nem ügyvezető igazgatói, illetve felügyelő bizottsági tagjai szerepéről és az igazgatóság (felügyelő bizottság) által létrehozott bizottságokról. II. szakasz/ 4. pont.

kötelezővé tesz. Meg kell azonban jegyezni, hogy a korszerű *corporate governance* alapelvek formális betartása mindig is presztízskérdés volt, sokszor éppen azoknál a társaságoknál helyeztek erre kiemelt hangsúlyt, amelyek később látványos botrányok alanyai lettek. (Az Enron és a Worldcom például számos 2002 előtt keletkezett vélemény szerint kitűnő *corporate governance* modellt működtetett.)

Ez a jelenség sokszor annak az eredménye, hogy a tőzsdei társaságok a jó *corporate governance* modellre úgy tekintenek, mint értékpiazi marketingelemre. E gondolat azért kívánkozik ide ismét, mert a jelenség –bár kifejezetten, de nem kizárólag– amerikai, habár a fejlett tőkepiaci viszonyok miatt ott jóval nagyobb léptékben tapasztalható. Emiatt a társaságoknak –okulva a 2007-2008-as pénzügyi-válság eseményeiből– jobban kell figyelniük arra, hogy az általuk működtetett irányítási modell ne csak formai, de tartalmi elemeiben is megfeleljen a „*good corporate governance*” kritériumainak. A menedzsment működésén belül külön figyelmet kell fordítani a pénzügyi menedzsment kontrolljára és a CFO<sup>608</sup> személyére, aki a társaság pénzügyi stratégiája szempontjából meghatározó szerepet tölt be.

#### IV. A konvergencia és a divergencia kérdésköre

A két irányítási modell közeledésének (konvergencia), illetőleg távolodásának (divergencia) kérdésköre, úgy fest a társaságirányítás elméleti kutatásainak örökzöld felvetései között szerepel. Az elmúlt évtizedben ugyan távolodást tapasztalhattunk a két struktúra viszonylatában, azonban az utóbbi pár évben ismét aktuálissá váltak a közeledés szükségességét hangsúlyozó elméletek. Bizonyos nézőpontból<sup>609</sup> ez a folyamat érhető tetten az EU nem-operatív igazgatósági tagokról és felügyelő bizottsági tagokról szóló 2005-ös ajánlásaiban is, hiszen nem ügyvezető igazgatók szerepét az egyszintű irányítási struktúra vonatkozásában is kiemeli.<sup>610</sup>

A két szisztéma közötti funkcionális konvergencia erőteljes megnyilvánulása, hogy az angolszász típusú egyszintű igazgatótanács tagjai között az 1992-es *corporate governance* reformokat (*Cadbury Report*) követően növekedett a nem ügyvezető (*non-executive*) igazgatók szerepe, illetve hangsúlyosabbá váltak az általuk ellátott ellenőrzési funkciók. Azok az álláspontok, amelyek ezt a tényt készek a konvergencia bizonyítékaként elfogadni, arra alapozzák álláspontjukat, hogy a nem ügyvezető igazgatótanács szerepköre lényegi kérdésekben is párhuzamba állítható a felügyelő bizottság szerepkörével. Korántsem állíthatjuk azonban, hogy a szakmai álláspontok között konszenzust tapasztalhatnánk a kérdésben; az eltérő álláspontok mentén számos izgalmas értekezés látott napvilágot. Az angolszász és német társaságirányítási modell összevetésében és a konvergencia/divergencia kérdéskörének tanulmányozásában az élen járók közé tartozik *Paul L. Davies*, a *London School of Economics* professzora. Az alábbiakban kísérletet teszünk arra, hogy e témakört az ő érvelésének felelevenítésén keresztül elemezzük.

---

<sup>608</sup> *Chief Financial Officer* – Vezető Pénzügyi Igazgató

<sup>609</sup> Lásd FÖRSTER, Christian, *Europäische Corporate Governance: Tatsächliche Konvergenz der neuen Kodizes*, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht. (2006) Vol. 27. 162. old.

<sup>610</sup> Lásd SPINDLER, Gerald, *Die Empfehlungen der EU für den Aufsichtsrat und ihre deutsche Umsetzung im Corporate Governance Kodex*, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (2005) Vol. 26. 2033. old.

A *monitoring board*,<sup>611</sup> mint az ellenőrzésért felelős nem ügyvezető igazgatósági tagok testülete, az Egyesült Királyságban a *Combined Code on Corporate Governance* szabályainak hatálybalépésével „emelkedett fel”.<sup>612</sup> A folyamat azonban már tetten érhető e Kódex előzményeként megszületett jelentésekben, amelyek először vállalati botrányokra kívántak reflektálni, és amelyekről korábban már szót ejtettünk. Az 1992-es *Cadbury Jelentés* és az 1995-ös *Greenbury Jelentés* a társaságok felsővezetőinek túlkapásait kívánták elsősorban megelőzni, amin nem csodálkozhatunk annak ismeretében, hogy az előbbi fő ihletője a *Robert Maxwell* nevéhez fűződő botránysorozat volt. A *Cadbury Jelentés* a nem ügyvezető igazgatótanács tagokra vonatkozathatóan ajánlásokat tett függetlenségük tekintetében, valamint arról, hogy kinevezésük határozott időtartamra szóljon. Szerepük megerősítése az *audit bizottságban* ellátott tevékenységük szükségességén keresztül is tapasztalható volt. Ezek a reformok a *monitoring board* felemelkedésének korai alapjait fektették le.

Ezzel szemben a *Hampel jelentés* tulajdonképpen (sikertelen) kísérletet tett az felső-ügyvezetők hatáskörének helyreállítására. Szellemisségében emiatt sokáig vonakodott követni az 1992-ben megkezdett irányt, sőt tulajdonképpen csak 1998-ban, azaz végső változatában deklarálta, hogy egyetért a megelőző jelentések tartalmának nagyobb részével. Ugyanakkor a *Hampel Bizottság* ezt megelőzően több tekintetben is kritizálta elődeinek koncepcióit (nem utolsó sorban azzal, hogy bürokratizálták a vállalatirányítást). Amint ismeretes, a kompromisszumokat követően *Hampel* törekvései sikeresek voltak arra vonatkozóan, hogy a megelőző jelentéseket átdolgozva megszülethessen a *Combined Code on Corporate Governance*, amely az Egyesült Királyságban meghatározó a társaságban gyakorolt irányítási és ellenőrzési funkciók szétválasztásában, miután annak szűkszavú jogszabályi háttere –az 1985-ös *Companies Act*– ezt nem tette meg.<sup>613</sup>

A német és angolszász modell funkcionális konvergenciájának kérdéseinél megmaradva, a *Combined Code on Corporate Governance* szabályai közül az igazgatótanácsra vonatkozó rendelkezések lényegét kell csak felidézünk:<sup>614</sup>

- a) Az igazgatótanács kettős funkciót tölt be: irányítás és ellenőrzés.
- b) Az igazgatótanács összes tagjai közül legalább egyharmad arányban nem ügyvezető igazgatónak kell lenni, emellett közülük a többségnek függetlennek. (A függetlenség természetesen a menedzsmenttől és a társasághoz fűződő üzleti kapcsolatoktól való függetlenséget jelenti.) A nem ügyvezető igazgatók tevékenységi körébe a stratégiai szintű (tehát nem-operatív) irányítás és az ellenőrzés soroltattak.

---

<sup>611</sup> Ellenőrző funkciókat ellátó testület.

<sup>612</sup> *Davies* szóhasználatában: „*Rise of the Monitoring Board in the UK*”. Lásd DAVIES, Paul L., *Board Structure in the UK and Germany: Convergence or Continuing Divergence?* 4. old. Elérhető: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=262959> or DOI: 10.2139/ssrn.262959. Eredetileg megjelent: *International and Comparative Corporate Law Journal* (2001) Vol. 2. 435-456. old.

<sup>613</sup> Lásd DAVIES, Paul L., *Board Structure in the UK and Germany: Convergence or Continuing Divergence?* 2-6. old. Elérhető: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=262959> or DOI: 10.2139/ssrn.262959. Eredetileg megjelent: *International and Comparative Corporate Law Journal* (2001) Vol. 2. 435-456. old.

<sup>614</sup> A tárgykörök kiemelését és összefoglalását illetően lásd DAVIES, Paul L., *Board Structure in the UK and Germany: Convergence or Continuing Divergence?* 6-7. old. Elérhető: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=262959> or DOI: 10.2139/ssrn.262959. Eredetileg megjelent: *International and Comparative Corporate Law Journal* (2001) Vol. 2. 435-456. old.

- c) A specifikus célokra létrehozott bizottságok (audit, javadalmazási és kinevezési bizottság) tagjainak vagy azok nagyobbik részének nem ügyvezető igazgatónak kell lenni.
- d) A *CEO* és az *elnök* személye nem eshet egybe. (Ennek ellenére a *Combined Code on Corporate Governance* szabályai nem támasztanak olyan követelményt, amely előírná, hogy az elnök nem ügyvezető igazgató legyen, még kevésbé olyat, hogy a függetlenek közül kerüljön ki. Hasonlóan tehát a Németországban alkalmazott gyakorlathoz, lehetőség maradt arra, hogy a társaság elnöki tisztjét egy korábbi *CEO* tölthesse be.
- e) Hivatalos közleményt kell kiadni azokról az ügyekről, amelyek igazgatótanácsi határozatot igényelnek.
- f) A nem ügyvezető igazgatók számára biztosítani kell, hogy egyaránt hozzájuthassanak független és kompetens szaktanácsokhoz, valamint a társaság belső információihoz.

Érdekes kitérni korábbi felvetésünkre, nevezetesen: az igazgatótanácsok struktúrájának részletes szabályozását az 1985-ös *Companies Act* nem vállalhatta magára. Ennek a törvénynek a szabályozási koncepciójában ugyanis inkább a generális és flexibilis megoldásokra helyeződött a hangsúly.<sup>615</sup> A jogszabály deklarálja, hogy a társaságok élén igazgatók állnak, nyilvánosan működő társaságok élén legalább kettő.<sup>616</sup> Az igazgatótanács struktúrájának kialakításáról, az operatív és nem-operatív igazgatók jogállásáról, a bizottságokról tehát nem jogszabályi előírás alapján, hanem a kialakult gyakorlat tükrében rendelkeztek a társaságok. Ahogyan *Jonathan Charkham*<sup>617</sup> rámutatott: az említett *corporate governance* ajánlásokat megelőzően még a legnagyobb brit társaság is „törvényesen működhet két igazgató vezetésével, akár a Római Köztársaság a konzulok idejében.”<sup>618</sup>

A helyzet tulajdonképpen ebben az esetben is mutat némi hasonlóságot a németországi megoldáshoz, hiszen a zártkörűen működő társaságokról szóló német *GmbH Gesetz* úgyszintén nem rendelkezik részletekbe menően többszázézer korlátolt felelősségű társaság vállalatirányítási szisztémájáról. A német jog csak az *Aktiengesetz* hatálya alá tartozó (így is több, mint 5000) nyilvánosan működő társaság esetében részletezi az igazgatóságra vonatkozó vállalatirányítási modell kritériumait. A *Cadbury Bizottság* az Egyesült Királyságban is a társaságoknak azt a jól körülhatárolható és főként homogénebb körét kereste, amelyre nézve az igazgatótanácsra vonatkozó strukturális vállalatirányítási ajánlások megfogalmazhatók. Ezt a szűkebb kört pedig végül a jegyzett társaságok körében jelölte ki.

A jegyzett társaságok vonatkozásában viszont nem szabad elfelejteni, hogy a regisztrációs szabályok feltétele *nem* a *Combined Code on Corporate Governance* szabályainak való megfelelés, hanem a *comply or explain* alapelv mentén megfelelni, vagy ennek hiányában magyarázatot adni az eltérés okaira. Ennek értelmében a

<sup>615</sup> Lásd DOBSON, Paul – SCHMITTHOFF, Clive M., *Charlesworth's Business Law* (SWEET & MAXWELL, London, 1991) 282. old

<sup>616</sup> Lásd Companies Act of 1985. 282. § (1)

<sup>617</sup> Az 1992-es *Cadbury Bizottság* tagja.

<sup>618</sup> Lásd CHARKHAM, Jonathan, *Keeping Good Company* (Oxford University Press, 1995) 262. old. Ebben az összefüggésben Charkham-t idézi Paul L. Davies, lásd DAVIES, Paul L., *Board Structure in the UK and Germany: Convergence or Continuing Divergence?* 9. old. Elérhető: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=262959> or DOI: 10.2139/ssrn.262959. Eredetileg megjelent: *International and Comparative Corporate Law Journal* (2001) Vol. 2. 435-456. old.

társaságoknak közzé kell tenniük, hogy az elmúlt tizenkét hónap üzleti gyakorlatában eleget tettek-e az ajánlásoknak, ha pedig nem, miért nem? (Következésképpen a regisztrációs szabályoknak az is megfelel, aki a *Combined Code on Corporate Governance* szabályainak nem felel meg, viszont magyarázatot ad.) Ez a társaságirányítási struktúra gyakorlati –és azon belül különösen e témakör szempontjából fontos szervezeti– kérdésekben is meglehetősen széles mozgásteret kölcsönöz.<sup>619</sup>

Ehhez járul még az a körülmény is, hogy a *non-compliance* esetén alkalmazható válaszlépéseket a részvényesek kezdeményezhetik, nem pedig a hatóságok, a pénzügyi felügyelet vagy a tőzsde. Ez a megoldás a *Hampel Bizottság* záró jelentésének hozadéka volt, jól szemléltetve azt a nézőpontot, amelyen keresztül a munkafolyamat során a részvényesek szerepét szemlélték. A megfelelés a *Combined Code on Corporate Governance* előírásainak mégis igen általánosnak mondható, még a kis- és közepes méretű társaságok esetében is. Ennek legérdemibb oka talán abban keresendő, hogy az intézményi befektetők körében a *Combined Code on Corporate Governance* ajánlásai, – mint a felelős társaságirányítás zsinórmértékei– teljes körű elfogadottságot élveznek. Az a menedzsment, amelyik nem akarja eljátszani az intézményi befektetők bizalmát, jobban teszi, ha betartja az ajánlásokat.

Mielőtt elhamarkodott következtetésekre jutnánk, érdemes megjegyezni, hogy a vázolt megoldás első látásra még szorosabb kapcsolatot sejtet az intézményi befektetők és a nem ügyvezető igazgatók között, mint amilyen az valójában. A *Cadbury Bizottság* egyébiránt konkrétan el is utasított egy javaslatot, amely arra irányult, hogy a részvényeseknek nagyobb szerepet biztosítson a kinevezések tekintetében; a bukott előterjesztés mindezt részvényes-bizottságok megalakításán keresztül képzelte volna el. Viszont *Cadbury* és *Hampel* koncepciójában a részvényesek hatásköre a kinevezések tekintetében csupán az igazgatótanács döntésének ratifikálásában merül ki (avagy ritkábban előfordulhat az is, hogy ellentmondanak a döntésnek). Emiatt a *Combined Code on Corporate Governance* szabályozási koncepciójában a nem ügyvezető igazgatók státuszának a menedzsmenttől és a társaságtól kell függetlennek lenni, és nem az intézményi (vagy egyéb) befektetőktől függeni.<sup>620</sup>

Az intézményi befektetők részéről is tapasztalható némi érdektelenség a nem ügyvezető igazgatósági tagok kinevezését illetően, melynek okai meglehetősen praktikus természetűek:

a) A versenyszférában működő intézmények ugyanis befektetési aktivitásuk viszonylatában<sup>621</sup> nem rendelkeznek kellő forrásokkal ahhoz, hogy ellenőrizhessék a befektetési portfóliójukba tartozó társaságok irányítási rendszerét. Egyébiránt a német bankok esetében a helyzet megint csak nagy hasonlóságot mutat, tekintve, hogy amennyiben a bankok felügyelő bizottsági helyek egész hálózatát kívánnák kialakítani, úgy saját forrásaikat apróznák el.

---

<sup>619</sup> Lásd DAVIES, Paul L., *Board Structure in the UK and Germany: Convergence or Continuing Divergence?* 9. old. Elérhető: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=262959> or DOI: 10.2139/ssrn.262959. Eredetileg megjelent: *International and Comparative Corporate Law Journal* (2001) Vol. 2. 435-456. old.

<sup>620</sup> Lásd DAVIES, Paul L., *Board Structure in the UK and Germany: Convergence or Continuing Divergence?* 9-11. old. Elérhető: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=262959> or DOI: 10.2139/ssrn.262959. Eredetileg megjelent: *International and Comparative Corporate Law Journal* (2001) Vol. 2. 435-456. old.

<sup>621</sup> Lásd KAHAN, Marcel – ROCK, Edward B., *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, *The Corporate Governance Law Review* (2007) Vol. 3. No. 2. 139. old.



b) Még hangsúlyosabbak a jogi természetű kockázatok a kinevezések ügyében történő nagyobb ráhatás tekintetében. A kockázatot jellemzően a bennfentes kereskedelemre vonatkozó szabályok megszegése jelentené, mind a törvényi, mind az ajánlási szintű rendelkezések vonatkozásában. Amennyiben az intézményi befektetőknek a kinevezések során ezekre a rendelkezésekre is tekintettel kellene lenniük, az jelentősen korlátozhatná piaci mozgásterüket.

c) Harmadsorban nem elhanyagolhatóak a távolságtartás politikai természetű okai sem. Minél erősebb befolyást kívánna ugyanis egy intézményi befektető gyakorolni az igazgatók kinevezésére, annál inkább növekedne rajta a politikai felelősség nyomása a menedzsment tevékenységéért. Ehhez járul az a körülmény is, hogy az intézményi befektetőkön nagy a nyomás a kockázati-tőke által favorizált befektetési típusok vonatkozásában, márpedig amennyiben szorosabb szálak kötnék őket a menedzsmentekhez, úgy tovább növekednének rajtuk az ehhez hasonló kockázati elvárások.

d) Végül –főként az alapkezelők gyakorlatában– a portfólió társaságok menedzsmentjével potenciálisan érdekellentétek alakulhatnak ki, ha az intézményi befektetők a nem operatív igazgatók kinevezésébe aktívan beleszólnak. Különösképp igaznak tűnik e tétel az alapkezelő és a portfóliójában alulteljesítő vállalat menedzsmentjének vonatkozásában.<sup>622</sup>

Az említett távolságtartásnak persze lehetnek egyéb okai is, de végső soron mindenképpen a részvényes-kontroll lazulását eredményezi. Ennek eredményeként az operatív-menedzsment szűkebb felügyeleti spektrum ellenőrzése alatt végezheti munkáját, ami visszaköszönt a *Hampel Bizottság* terminológiájában is: „elsődleges feladatára” összpontosíthat, amely nem más, mint a „gazdasági növekedés előmozdítása.”<sup>623</sup>

Az intézményi befektetők és a nem ügyvezető igazgatók ellentmondásos kapcsolatáról feltétlenül érdemes szólni abban a vonatkozásban is, amelyet *Davies* a javadalmazási szokásokkal összefüggésben említ. Ebben a tekintetben ugyanis ellentmondást tapasztalhatunk az eredeti jogpolitikai cél és a gyakorlati kivitelezés között. A problémafelvetés középpontjában ismét az áll, hogy a javadalmazás elrugaszkodott nagyságrendjeit nemigen sikerült korlátozni, amihez saját tevékenységi körükben különösképpen keveset tesznek hozzá a nem ügyvezető igazgatók. A gyakorlatban ugyanis az ő motivátlanságuk abból is táplálkozhat, hogy alacsony díjazás ellenében, szűk hatásköri keretek között tevékenykednek (ráadásul díjazásuk adott esetben annak a társaságnak kerülhet kifizetésre, amelynek egyébként operatív-tisztségviselői).

Ellenben –pont abból a tényből kifolyólag, hogy más vállalatok ügyvezető igazgatóként alkalmazzák őket– általánosságban inkább a magas javadalmazási standardok fenntartásában lehetnek érdekeltek, sőt akár a tendenciák erősítésében is.<sup>624</sup>

*Davies* felhívja a figyelmet arra, hogy az Egyesült Királyságban a kormányzat nagy erőfeszítéseket tesz a racionálisabb javadalmazási standardok kialakítására, sőt ezek

---

<sup>622</sup> Lásd DAVIES, Paul L., *Board Structure in the UK and Germany: Convergence or Continuing Divergence?* 11-13. old. Elérhető: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=262959> or DOI: 10.2139/ssrn.262959. Eredetileg megjelent: *International and Comparative Corporate Law Journal* (2001) Vol. 2. 435-456. old.

<sup>623</sup> *First responsibility - to enhance the prosperity of the business over time.* Lásd *Hampel Committee, Final Report* (1998. január.) *Corporate Governance* 1/1. második bekezdés.

<sup>624</sup> Lásd DAVIES, Paul L., *Board Structure in the UK and Germany: Convergence or Continuing Divergence?* 13. old. Elérhető: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=262959> or DOI: 10.2139/ssrn.262959. Eredetileg megjelent: *International and Comparative Corporate Law Journal* (2001) Vol. 2. 435-456. old.

nem csupán a tőzsdei regisztráció szabályai között kapnak helyet (Így a *Combined Code on Corporate Governance*-ban és azon kívül is), hanem törvényi szinten is (*Companies Act of 1985*). Viszont magától értetődő szkepticizmussal teszi fel a kérdést: a gyakorlatban megvalósulhat-e a racionális javadalmazási modell, amikor az intézményi befektetők és a nem-operatív igazgatók sajátos kapcsolata éppen a fennálló struktúra fenntartásában teszi érdekeltté az érintett feleket?<sup>625</sup> A kérdésre pedig –úgy fest-továbbra is nemleges választ kell adnunk.

Davies professzor fenti gondolatmenetét követve igen részletesen áttekintettük az igazgatótanács ellenőrzési funkciójának megerősödését az Egyesült Királyságban. A *Cadbury Bizottság* munkájának eredményeként az ellenőrzés, mint igazgatótanácsi funkció tulajdonképpen egyenrangú státuszt nyert a stratégiai szintű döntéshozatal funkciójával. Ez a körülmény készteti arra a konvergencia-elmélet pártolóit, hogy funkcionális közeledésről számoljanak be az angolszász igazgatótanács és a német mintájú felügyelő bizottság között. A gyakorlati kérdésfelvetés azonban kétségessé teszi, hogy vajon tényleg egyenlőségjel tehető-e a nem ügyvezető igazgatók és a felügyelő bizottsági tagok státusza között.

A felügyeleti funkciók erősödése az igazgatóságon belül –kiváltképp az Egyesült Államokban– együtt jár azzal a gyakorlattal, hogy az ügyvezető igazgatók és az operatív ügyek –az igazgatótanácson belül is– egyfajta ügyvezető testület tevékenységi körében kapnak helyet. Nem nehéz párhuzamot vonnunk a dualista modell strukturális megoldásával: az ilyen típusú elhatárolás tulajdonképpen a kétszintű (német) vállalatirányítási modellben használatos megoldásokat kölcsönöz az egyszintű igazgatótanács számára.

Ennek ellenére Davies álláspontja szerint ez a közeledés ténylegesen nem alapozza meg a konvergencia-elméletet, mivel az ellenőrzési funkciókon túlmenően egyáltalán nem elhanyagolható az a kérdés, hogy az említett testületi szervek milyen funkciót töltenek be még? Davies professzor álláspontja arra kívánja felhívni a figyelmet, hogy pontosan ezek a kiegészítő szempontok indokolják angolszász részről az egyszintű, míg német részről a kétszintű modell fenntartását.

Ezek között kiemelkedően fontos helyet foglal el a stratégiai szintű (nem-operatív) döntéshozatal funkciója. Ugyanis az Egyesült Királyságban a *Combined Code on Corporate Governance* ajánlásai szerint a stratégia szintű döntéshozatal (az ellenőrzéshez hasonlóan) *egységesen* az igazgatótanács tevékenységi körébe sorolandó. Aki tehát meg akar felelni a szabályoknak, nem tehet másként, mint ilyen irányítási szisztémát alakít ki.<sup>626</sup> Ezzel szemben a német *Aktiengesetz* szabályozási körében az irányítási funkciók egyértelműen az igazgatóság,<sup>627</sup> míg az ellenőrzési funkciók<sup>628</sup> egyértelműen a felügyelő bizottság hatáskörébe tartoznak.<sup>629</sup> (A felügyelő bizottságnak ugyan van lehetősége vétót emelni egyes kérdésekben, ám ez esetleges és adott esetben bonyolult eljárást eredményez.) Davies álláspontját úgy foglalja össze,

---

<sup>625</sup> Lásd DAVIES, Paul L., *Board Structure in the UK and Germany: Convergence or Continuing Divergence?* 13. old. Elérhető: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=262959> or DOI: 10.2139/ssrn.262959. Eredetileg megjelent: *International and Comparative Corporate Law Journal* (2001) Vol. 2. 435-456. old.

<sup>626</sup> „The board should set the company’s strategic aims”, lásd *Combined Code on Corporate Governance* (2008) A.1/ Supporting Principles

<sup>627</sup> Lásd *Aktiengesetz* 76. § (1)

<sup>628</sup> Lásd KISFALUDI, András, *Társasági jog* (Complex Kiadó Jogi és Üzleti Tartalomszolgáltató Kft., Budapest, 2007) 184. old.

<sup>629</sup> Lásd *Aktiengesetz* 95-116. §

hogyan az angolszász igazgatótanács esetében mindkét funkciót ugyanannak a testületnek kell gyakorolnia, míg a német modell esetében az irányítás és a felügyelet megoszlik az igazgatóság és a felügyelő bizottság között. Meg kell azonban jegyezni, hogy ezzel az állásponttal vitába szállhatunk, ha a kétszintű irányítási modell háttérében meghúzódó lényegi kérdést, vagyis az erős részvénykoncentrációt vesszük alapul. Ugyanis az a tény, hogy a tulajdonosi jogok gyakorlója nagy befolyást gyakorolhat a társaság tevékenységére (ellentétben például az Egyesült Államok gyakorlatával), azt is eredményezheti, hogy a felügyelő bizottság irányítási funkciója (akár informális keretek között is) megnövekedhet,<sup>630</sup> míg az igazgatóság diszkréciója lényegi –és akár operatív–kérdésekben is csökkenhet. Ez pedig az ügyvitel szempontjából pont ellentétes gyakorlatot eredményezhet, mint a funkciók elméleti körülhatárolása során felvázolt teória alapján. Így a felügyelő bizottság a gyakorlatban a hatalommegosztás szerveként funkcionálhat.<sup>631</sup>

Ezek után újra érdemes felvetni azt a kérdést, hogy melyik megoldás hatékonyabb: az egyszintű vagy a kétszintű modell? Érdemesebb az irányítási és az ellenőrzési funkciókat testületileg elválasztani, vagy pedig jobb megoldás ezeket a hatásköröket ugyanazon testületre ruházni.

A felvetéshez két nézőpontból is közelíthetünk. Egyiket már igen részletesen kifejtettük korábban: a stratégiai szintű irányítás és az ellenőrzés egymást kiegészítő és egymással nagyon szorosan összefüggő tevékenységek. Emiatt az ellenőrzési hatáskörök gyakorlói könnyebben juthatnak hozzá a feladatuk ellátásához szüksége információkhoz, ha egyben irányítási funkciókat is gyakorolnak. Az álláspont szerint tehát a német modell egyfajta információs deficittel működik, összehasonlítva az angolszászsal: az információk hiányosan jutnak el a menedzsmenttől a felügyelő bizottsáig, ezen felül hiányosan jutnak el a felügyelő bizottság elnökétől a testület többi tagjához. Ehhez járul hozzá még az a nehézség is, hogy a felügyelő bizottságok nagy létszáma, a nem kellőképpen gyakori ülések és a bizottságok munkáinak hiányosságai tovább fokozzák az ellenőrzés deficitjét.<sup>632</sup>

Ehhez képest a másik álláspont, hogy az egyszintű irányítási modelltől nem várható el független és objektív ellenőrzés, miután a stratégiai szintű döntéshozók túlságosan is elkötelezettek a saját maguk által felállított elképzelésekhez. Meg kell azonban jegyezni, hogy az uralkodó álláspontok szerint ez az érv csak kisebb súllyal eshet latba, mint az előző (amely az információáramlás hatékonyságán alapul). Erre a problémára egyébiránt az is megoldás lehet, ha a nem-operatív igazgatók felelőssége növekszik a részvényesek irányába, vagyis nem kell feltétlenül a kétszintű irányítási modell megoldásai felé fordulni.

Az ellenőrzési feladatok pozicionálásának kérdései tehát egyre hangsúlyosabbá válnak, azzal párhuzamosan, ahogy az ellenőrzés szerepe növekszik és a hatáskörök bővülnek.

---

<sup>630</sup> Lásd SÁRKÖZY, Tamás, *A magyar társasági jog Európában* (HVG-ORAC Lap- és Könyvkiadó Kft., Budapest, 2001) 164-165. old.

<sup>631</sup> Lásd NOCHTA, Tibor, *A magánjogi felelősség útjai a társasági jogban* (Dialog Campus Kiadó, Budapest-Pécs, 2005) 189. old.

<sup>632</sup> Lásd DAVIES, Paul L., *Board Structure in the UK and Germany: Convergence or Continuing Divergence?* 15-16. old. Elérhető: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=262959> or DOI: 10.2139/ssrn.262959. Eredetileg megjelent: *International and Comparative Corporate Law Journal* (2001) Vol. 2. 435-456. old. Lásd még HOPT, Klaus J., *The German Two-Tier Board: Experience, Theories, Reforms* in: HOPT, Klaus J. and others: *COMPARATIVE CORPORATE GOVERNANCE: THE STATE OF THE ART AND EMERGING RESEARCH* (Oxford, 1998) 241-245. old.

Az 1999-es *Turnbull Jelentés*<sup>633</sup> (a negyedik az angol *corporate governance* jelentések sorában)<sup>634</sup> ennek megfelelően kiemeli, hogy az ellenőrzésnek ki kell terjednie arra, hogy a menedzsment stratégiája megfelelő-e, valamint arra is, hogy milyen a menedzsment teljesítménye a kialakított stratégia tükrében? Emellett évente kell értékelni a társaság működését az üzleti kockázatok feltárása és kiküszöbölése szempontjából.

A *Turnbull-jelentésre* nem nehéz úgy tekinteni, mint vállalati botrányok által felvetett kérdésekre adott válaszra. Ilyen botrányok mindig is nagy számban fordultak elő és az érintettek között gyakran találkozhattunk fiatal alkalmazottak neveivel, akik külföldi értékpiacon ellenőrizetlenül kockáztathatták a társaságok pénzeszközeit. Jelen vizsgálatunk tárgya azonban azért fordul a *Turnbull-jelentés* felé, mert az általános alapelvek megfogalmazásán túlmenően –ha szűk körben is– de *egyértelműen* meghatározza az igazgatótanács feladatát. Ennek keretein belül olyan ellenőrzési koncepciót érvényesít, amely szintén nem indítványozza az ellenőrzési hatáskörök gyakorlóinak testületi szintű szétválasztását a menedzsmenttől.<sup>635</sup>

A fentiekből látszólag az következne, hogy a német jogi szabályozás akkor tudná növelni az ellenőrzés hatékonyságát, ha a kétszintű modellt felváltaná az egyszintűvel, avagy esetleg a hatályos jogszabályi keretek között a felügyelő bizottság gyakrabban élhetne az *Aktiengesetz* által biztosított vétőjogával. Ezeket a következtetéseket azonban arra kellene alapoznunk, hogy a felügyelő bizottság feladata a német modell alapján *kizárólag* az ellenőrzésre irányul. Ezt a látszatot erősíthetné az is, ha az *Aktiengesetz* rendelkezéseit betű szerint vennénk alapul.

Amennyiben viszont a rendelkezések tartalmi háttérét vizsgáljuk, úgy fel kell ismernünk, hogy a felügyelő bizottságnak *más* feladatai is vannak az ellenőrzésen kívül. Ezek a feladatkörök pedig ugyanúgy szerves kiegészítői az ellenőrzési hatáskörnek, mint ahogyan az angolszász modell esetében a stratégia szintű irányítás kiegészíti azt.

Figyelembe kell venni ugyanis, hogy a felügyelő bizottságoknak Németországban tradicionálisan –már a XIX. századtól– volt egyfajta közvetítő funkciójuk az ellenőrzési funkció mellett. A gyakorlatban ez azt jelentette, hogy a felügyelő bizottság tagjainak kinevezésén keresztül lehetőség nyílt kapcsolatot teremteni a társaság és más intézmények között. Ezek az intézmények lehettek pénzintézetek, de lehettek más fajta szervezetek is, egymással közös lényegi vonásuk abban állt, hogy valamilyen módon érdekelték voltak a társaság sikeres működésében. Ebben az időszakban a társaság szempontjából a felügyelő bizottság közvetítő funkciója még fontosabb volt az ellenőrzésnél.<sup>636</sup>

Másik részről a kétszintű vállalatiirányítási modell kötelező bevezetése 1870-ben azzal az igénnyel is párosult, hogy azon keresztül megvalósulhasson a társaságok közérdekű ellenőrzése. A közérdekű ellenőrzés funkciója pedig igen szorosan összefüggött a felügyelő bizottságok közvetítő funkciójával. A stratégia szintű irányítás viszont nem fért volna össze ezekkel a feladatokkal.

---

<sup>633</sup> A jelentés Nigel Turnbull nevéhez fűződik, aki a *Business Focus Group* elnökeként is ismertté vált.

<sup>634</sup> Institute of Chartered Accountants in England and Wales, *Internal Control, Guidance for Directors on the Combined Code* (1999), elérhető: <http://www.ecgi.org/codes/documents/turnbul.pdf>

<sup>635</sup> Lásd DAVIES, Paul L., *Board Structure in the UK and Germany: Convergence or Continuing Divergence?* 16-17. old. Elérhető: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=262959> or DOI: 10.2139/ssrn.262959. Eredetileg megjelent: *International and Comparative Corporate Law Journal* (2001) Vol. 2. 435-456. old.

<sup>636</sup> Lásd HOPT, Klaus J., *The German Two-Tier Board: Experience, Theories, Reforms* in: Hopt, Klaus J. and others: *COMPARATIVE CORPORATE GOVERNANCE: THE STATE OF THE ART AND EMERGING RESEARCH*. (Oxford, 1998) 241-230. old.

Mindkét kiegészítő funkció karaktere és szellemisége elfogadó az 1920-as és 1952-es szabályok bevezetésével, amelyek kötelezővé tették a munkavállalói képviselőt a felügyelő bizottságban. Meg kell azonban jegyezni, hogy a szabályozás e két mozzanata időben távol esik egymástól. A kétszintű irányítási modell kötelező bevezetését ugyanis még nem követte magától értetődően a munkavállalói képviselő bevezetése a felügyelő bizottságokban. Ezt a mozzanatot inkább a két világháború utáni társadalmi állapotok, pontosabban a társadalmi szolidaritás hangsúlyozásának igénye alapozta meg.

Arról van tehát szó, hogy a kétszintű modell alkalmazása, valamint a felügyelő bizottság fent ismertetett funkciói csupán alkalmassá tették e szervezeti kereteket a munkavállalói képviselő bevezetésére. Emiatt napjainkban jobban érzékelhető az összefüggés a munkavállalói képviselő és a felügyelő bizottság közvetítő és közérdekvédelmi funkciói között, mint az a történeti fejlődés során volt. Az elképzelés, miszerint a munkavállalói képviselő közvetítő szerepet tölthet be a szakszervezetek és a vállalati szféra között, nem tűnik teljes mértékben megalapozottnak, ha figyelembe vesszük, hogy a munkavállalói képviselő bevezetése megosztotta a felügyelő bizottságokat, a részvényesi és munkavállalói képviselők pedig sokszor már a hivatalos ülések előtt egyezkedni kezdtek.<sup>637</sup>

Visszakanyarodva az eredeti gondolatmenetünkhöz, érdemes megvizsgálni, hogy vajon az információ hatékonyabb áramlása érdekében felválthatná-e a német vállalatirányítási rendszerben az egyszintű modell a kétszintűt? A kérdésre adott *nemleges* választ pedig pontosan a fent ismertetett kiegészítő funkciók indokolják. Egy ilyen rendszerben ugyanis a közvetítő funkció és a munkavállalói képviselő gyakorlása jelentős nehézségekbe ütközne. A nehézségek végső soron a stratégiai szintű irányítás és a közvetítő funkció közötti összeférhetetlenségben<sup>638</sup> keresendők. Ennek az összeférhetetlenségnek köszönhetően jobb megoldás, ha a vállalat irányítása az igazgatóság hatáskörébe tartozik, míg az ellenőrzés és a közvetítés feladata a felügyelő bizottság hatáskörébe.

Emellett az ellenőrző és a közvetítő funkció egymást kiegészítő funkciók, tehát akkor működnek igazán hatékonyan, ha azokat egy testület –a felügyelő bizottság– gyakorolja. *Davies* szerint a közvetítő funkciót elméletben gyakorolhatná más testület is a felügyelő bizottság helyett, azonban ez nem lenne jó megoldás. A felügyelő bizottság ellenőrzési funkciója ugyanis azzal jár, hogy a felügyelő bizottságban képviselt egyéb (*stakeholder*, tehát nem csak részvényesi) érdekeltek közvetlenebb kapcsolatot élvezhetnek a társasággal és annak ügyvitelével. Ehhez képest távolabb érezhetnék magukat a társaság ügyeitől, ha a közvetítő funkciót egy másik testület gyakorolná.

Ebben az összefüggésben az egyszintű és a kétszintű irányítási modell normatív alapon történő összehasonlítása közel lehetetlen. Amit a kétszintű modell alkalmazásával a részvényesek az ellenőrzési funkció hatékonyságából veszítenek, az megtérülhet a közvetítő funkciók hatékony gyakorlásán keresztül, ami az egyéb érdekeltekkel (*stakeholderekkel*) fenntartott jó kapcsolatokban nyilvánul meg.

---

<sup>637</sup> Lásd HOPT, Klaus J., *The German Two-Tier Board: Experience, Theories, Reforms* in: Hopt, Klaus J. and others: *COMPARATIVE CORPORATE GOVERNANCE: THE STATE OF THE ART AND EMERGING RESEARCH* (Oxford, 1998) 241-247. old.

<sup>638</sup> Lásd DAVIES, Paul L., *Board Structure in the UK and Germany: Convergence or Continuing Divergence?* 20. old. Elérhető: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=262959> or DOI: 10.2139/ssrn.262959. Eredetileg megjelent: *International and Comparative Corporate Law Journal* (2001) Vol. 2. 435-456. old.

A német részvényeseknek azonban nem minden esetben kell elszenvedniük az ellenőrzési funkció deficitjét, sőt bizonyos esetekben kifejezett előnyöket élveznek az angolszász befektetőkkel szemben. Németországban ugyanis nem ritkák az akár 25% részesedést meghaladó részvényblokk tulajdonosok (*blockholderek*), akik a felügyelő bizottság formális státuszától függetlenül is hozzájutnak a szükséges információkhoz és nagy érdekérvényesítő képességük van a menedzsmenttel szemben. Viszont az Egyesült Államokban és az Egyesült Királyságban igen ritka az ilyen mértékű részvénykoncentráció, amely a részvényesi jogok gyakorlása szempontjából hátrányos helyzetbe hozhatja a befektetőt a menedzsmenttel szemben.<sup>639</sup>

A német modell tehát akár arra is alkalmasnak mutatkozhat, hogy kompenzálja a nagy részvénytulajdonosok számára az ellenőrzés deficitjéből fakadó hátrányokat, emellett fennállnak a közvetítő funkció előnyei. Sőt az előnyök, amelyek a nagy részvénytulajdonosok ellenőrzési potenciáljából fakadnak, előnyöket jelenthetnek a kisméretű részvényesek számára is – adott esetben akár akkora előnyöket is, hogy azok mértéke meghaladja azoknak a hátrányoknak a mértékét, amelyeket a nagy részvényesek erőfölénye folytán kell elszenvedniük.

Emellett feltétlenül meg kell jegyezni, hogy a német társaságok működési körében változások tapasztalhatók a részvénykoncentráció tekintetében. A pénzügyi intézetek ugyanis napjainkban már megkérdőjelezzik azokat az előnyöket, amelyeket a nagy részvényhányadok tulajdonlása jelent, ezt a tendenciát pedig erősíti, hogy a német adójogi rendelkezések szintén ösztönzőleg hatnak a koncentrált részvényblokkok felszámolására. A folyamatot tetézi, hogy a külföldi (példának okáért amerikai) intézményi befektetők szintén érdeklődést mutatnak a német vállalatok papírjai iránt. Ez előbb utóbb a nagy részvényblokkok elporladásához vezethet, az intézményi befektetők szerepének növekedésével egyidejűleg. Ezek után érthető, hogy számos szakmai álláspont prognosztizálja a nagy részvényesi kontroll szerepének jelentős mértékű csökkenését –adott esetben megszűnését– Németországban.

A fent ismertetett folyamat tükrében *Davies* a normatív szabályozás perspektívájaként a *CalPERS*<sup>640</sup> Németország számára kidolgozott irányítási alapelveire (*Global Governance Principles for Germany*) hívja fel a figyelmet.

Ezek közül is kiemeli a 6A, 6B és 6C alapelveket, amelyek a felügyelő bizottságokra nézve tartalmaznak fontos normatív ajánlásokat.

A 6A alapelv értelmében a *CalPERS* a felügyelő bizottságba delegált tagok tényleges függetlenségére hívja fel a figyelmet. Ezáltal valósulhat meg ugyanis a menedzsment objektív ellenőrzése. Tekintetbe kell venni azt is, hogy noha a nagyrészvényesek érdekei igen jelentős képviselettel rendelkeznek a felügyelő bizottságokban, a felügyelő bizottságnak mégis úgy kell eljárnia, hogy az valamennyi részvényes érdekeinek megfeleljen.

A 6B alapelv a felügyelő bizottsági tagok felelősségét hangsúlyozza, kiemelve, hogy a részvényeseknek és munkavállalóknak gondoskodniuk kell az általuk delegált felügyelő bizottsági tagok elszámoltathatóságáról.

A 6C alapelv pedig megerősíti azt a világszerte *corporate governance* slágernek számító követelményt, hogy audit, javadalmazási és kinevezési bizottságok működjenek, tagjaik többségének pedig függetlennek kell lennie.

---

<sup>639</sup> Lásd DAVIES, Paul L., *Board Structure in the UK and Germany: Convergence or Continuing Divergence?* 19-21. old. Elérhető: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=262959> or DOI: 10.2139/ssrn.262959. Eredetileg megjelent: *International and Comparative Corporate Law Journal* (2001) Vol. 2. 435-456. old.

<sup>640</sup> *California Public Employees Retirement System* (Kaliforniai Állami Alkalmazottak Nyugdíjalapja)

Ezek az ajánlások a német vállalatok számára tulajdonképpen olyan tapasztalatokat közvetítenek, amelyekkel a *CalPERS* az Egyesült Államok gyakorlatában szembesült. Ezzel összhangban a felügyelő bizottság ellenőrzési funkciójának erősítésére helyezik a hangsúlyt, mely az angolszász vállalatirányítás központi kérdése, de amely a nagy részvényblokkok felaprózódásával Németországban is első helyre emelkedhet.<sup>641</sup>

Összegezve az eddigi gondolamenetet igazán nem könnyű egyértelműen állást foglalni abban a kérdésben, hogy a két vállalatirányítási modell közeledik-e egymáshoz vagy távolodik. Körülbelül két évtizeddel ezelőtt a jogi szabályozás tükrében formális divergencia volt tapasztalható, hiszen a német *Aktiengesetz* előírta, hogy a menedzsment munkáját a felügyelő bizottság ellenőrzi, míg az angolszász modell az irányítás és az ellenőrzés hatásköreit egyazon testületre ruházta. Ugyanakkor a funkcionális megközelítés a konvergencia jeleit mutatta, legalábbis abban az értelemben, hogy mindkét ellenőrzési szisztéma meglehetősen rosszul teljesített.

Napjainkban már kétség kívül más a helyzet, hiszen a formális vonatkozások tekintetében igenis beszélhetünk konvergenciáról. Elég, ha arra gondolunk, ahogyan a hatályos jogi szabályozás és az ajánlások (pl. a *Combined Code on Corporate Governance*) az ellenőrzési hatáskörök gyakorlásához közelít. Kétség kívül a formális konvergencia jele az is, hogy az angolszász igazgatótanácsokban megnövekedett a nem-operatív igazgatók szerepe, valamint megsokasodtak a velük szemben támasztott kritériumok. Szervezeti értelemben feltétlenül közeledést tapasztalhatunk abban a tekintetben is, hogy bizonyos *corporate governance* megoldások globálisan elterjedtek, gondoljunk csak a különböző bizottságok (audit, javadalmazási, kinevezési) felállításának szükségességére. Viszont funkcionálisan inkább divergenciáról beszélhetünk, amely a *Davies* szerint abban nyilvánul meg, hogy míg az angolszász igazgatótanácsok a nagy *corporate governance* reformok óta növelni tudták teljesítményüket az ellenőrzés területén, addig a német felügyelőbizottságok továbbra is meglehetősen gyengén teljesítenek e téren.

Ezzel a nézettel nem teljesen érthetünk egyet, miután a német modell a nagyrészvényesek befolyásának köszönhetően a gyakorlatban sokszor hatékonyabban működik az ellenőrzés szempontjából. Emellett nem szabad megfeledkezni arról sem, hogy az egyszintű modell gyakorlati működése látványos bukásokon van már túl, hiszen a részvényesek érdekei hol sérültek látványosabban ez ideig, mint az Egyesült Államokban, a 2002-es Enron botrány (*dotcom buborék*) vagy a 2008-as *subprime* válság tükrében? A nagyrészvényesek szerepét illetően *Davies* maga is utal arra, hogy a funkcionális divergencia kérdésében a gyakorlat más képet mutathat, mint az elméleti áttekintés. Továbbá azt is kiemeli, hogy a felügyelő bizottságok közvetítő funkciói elégséges indokot szolgáltatnak abban a vonatkozásban, hogy Németországban miért nincs jelentősebb törekvés a kétszintű irányítási modell felszámolására és az egyszintű modell bevezetésére.

Összességében elmondhatjuk, hogy mindaddig nem is várható változás ebben a kérdésben, amíg a koncentrált részvényblokkok Németországban fel nem aprózódnak. Ha így történik, elképzelhető, hogy Németországban is választani kell majd a hatékony ellenőrzés vagy a közvetítő funkciók hatékony gyakorlása között. Az Egyesült Királyságban a *Combined Code on Corporate Governance* az ellenőrzés mellett foglal állást. A jogtörténeti tapasztalatoknak köszönhetően ezen nem is csodálkozhatunk,

---

<sup>641</sup> Lásd DAVIES, Paul L., *Board Structure in the UK and Germany: Convergence or Continuing Divergence?* 21-23. old. Elérhető: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=262959> or DOI: 10.2139/ssrn.262959. Eredetileg megjelent: *International and Comparative Corporate Law Journal* (2001) Vol. 2. 435-456. old.

hiszen a stakeholderek védelmét ott elsősorban nem társasági jogi eszközök garantálják. Emiatt az Egyesült Királyságban sem tűnik reálisnak, hogy felmerüljön az igény egy kétszintű modell bevezetésére. Ennél fogva régen elcsendesedtek már azok a hangok is, amelyek az 1970-es években, a *Bullock Bizottság* jelentése kapcsán az igazgatótanácsban betöltött kötelező munkavállalói képviselő mellett tették le a voksukat.<sup>642</sup>

---

<sup>642</sup> Lásd DAVIES, Paul L., *Board Structure in the UK and Germany: Convergence or Continuing Divergence?* 23-24. old. Elérhető: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=262959> or DOI: 10.2139/ssrn.262959. Eredetileg megjelent: *International and Comparative Corporate Law Journal* (2001) Vol. 2. 435-456. old.



## VI. Fejezet: A vállalati vezetők javadalmazásának kérdései

Az Egyesült Államokban, 2008-ban a közvélemény és a kongresszus felháborodását egyaránt kiváltotta az *American International Group* pénzintézet vezetőinek javadalmazási botránya. Kiderült ugyanis, hogy az állami bankmentő csomag forrásaiból, így tulajdonképpen az adófizetők pénzéből kiegészített *American International Group (AIG)* 165 millió dollár jutalmat fizetett ki 2009. márciusában vezetőinek. Többen közülük egy millió dollárt, vagy azt meghaladó összeget vettek fel. *Edward Liddy* 2008 szeptemberében vette át a cég *CEO* posztját, amikor is az összeomlás szélén álló pénzintézet megkapta az első szövetségi támogatást. Azonban az *AIG* ismételt megmentéséhez ezt követően már újabb tőkeemelésre is szükség volt. Washington ennek keretében összesen 170-180 milliárd dollár segílyt utalt ki.<sup>643</sup>

A „*tiszteletdíjakon*” túl közfelháborodás tárgyát képezte, hogy az *AIG* a szövetségi támogatás egy részét –egyes hírek szerint 93, más információk szerint 120 milliárd dollárt– más pénzintézeteknek, közöttük európai bankoknak juttatott. Hatalmas összegeket kapott a *Goldman Sachs* bankcsoport, de a *Merrill Lynch* és a *Morgan Stanley* vezetői is extra-juttatásokban részesültek az *AIG* segélycsomagjából.<sup>2</sup>

A *bonuszgat*enek is nevezett *AIG-botrányban* kiderült, hogy a biztosító felügyeletét ellátó központi bank, a *FED* –amely kormányzati és kongresszusi jóváhagyás nélkül hozza meg döntéseit– tisztában volt az *AIG* javadalmazási politikájával és hozzájárult ahhoz. Ez még megdöbbentőbb annak tükrében, hogy 2009-re az *AIG* 80 százaléka állami tulajdonba került.<sup>3</sup>

*Barack Obama* elnök nyilatkozatában közölte, hogy őt is felháborította az *AIG-bonuszok* ügye. Az elnök elsősorban etikai, erkölcsi oldalról támadta a céget, de biztosította a közvéleményt arról, hogy a kormánynak megvannak az eszközei az ilyen és ehhez hasonló visszaélések megelőzésére, kezelésére.<sup>4</sup>

*Andrew Cuomo*, New York-i főügyész 2008. március 18-án, szerdán hallgatta meg a képviselőház pénzügyi bizottsága. *Cuomo* szerint azok a vezetők is magas jutalmakat kaptak, akiknek a döntései óriási veszteségeket okoztak a társaságnak.

A *Kongresszus* 2009. március 19-én törvényjavaslatot fogadott el arról, hogy 90 százalék nagyságrendű adó kivetésével az állam visszakapja az *AIG* által kifizetett prémium nagy részét. Az adókulcs az olyan bonuszokat terhelte, amelyeket az állami forrásból kiegészített társaságok folyósítottak menedzsereiknek.

A képviselőház szokatlan gyorsasággal, mindössze pár nap alatt határozott. A javaslat 328-93 arányban elfogadásra került. A 90 százalékos adókulcs minden társaságnál azokat a bonuszokat terheli, amelyek meghaladják a 250 ezer dollárt, feltéve, ha az adott vállalat legalább 5 milliárd dolláros állami segílyt kapott. A szenátus a jogszabályt szintén megszavazta.<sup>5</sup>

---

<sup>643</sup> [http://hvg.hu/gazdasag/20090319\\_uSA\\_AIG\\_jutalom\\_ado.aspx](http://hvg.hu/gazdasag/20090319_uSA_AIG_jutalom_ado.aspx)

<sup>2</sup> [http://hvg.hu/vilag/20090322\\_aig\\_egyesult\\_allamok.aspx](http://hvg.hu/vilag/20090322_aig_egyesult_allamok.aspx)

<sup>3</sup> [http://www.hirszerzo.hu/cikk.aig-botrany\\_brutalis\\_megadoztatas.101859.html](http://www.hirszerzo.hu/cikk.aig-botrany_brutalis_megadoztatas.101859.html)

<sup>4</sup> [http://www.mfor.hu/cikkek/Botrany lett a 165\\_millios\\_bonuszbol.html](http://www.mfor.hu/cikkek/Botrany lett a 165_millios_bonuszbol.html)

<sup>5</sup> [http://hvg.hu/gazdasag/20090319\\_uSA\\_AIG\\_jutalom\\_ado.aspx](http://hvg.hu/gazdasag/20090319_uSA_AIG_jutalom_ado.aspx)

<sup>6</sup> <http://www.metropol.hu/gazdasag/cikk/380182>

A rendelkezések hatására a legtöbb prémiumot a menedzserek visszafizették. A főügyész méltatta azokat, akik önként adták vissza bonuszaikat, cáfolva, hogy ez fenyegetés hatására történt volna. Hozzátette azonban, hogy ezek a vállalati vezetők nem szerepelnek majd azon a listán, amely a *bonuszgate* ügyek névsoráról esetleg közzétételre kerül a későbbiekben.<sup>6</sup>

A 2008-as botrányok a *corporate governance* témakörének egy örökzöld slágerét értelmezték újra: a vállalati vezetők javadalmazásának elméletét.

## I. A vállalati vezetők javadalmazásának növekvő tendenciájáról

Az Egyesült Államokban az 1990-es években a vállalatvezetői javadalmazás mértéke és összetétele erőteljesen átalakult. Az ez idő tájt tapasztalható erőteljes növekedést a menedzsment javadalmazásában *Charles Himmelberg*,<sup>644</sup> *R. Glenn Hubbard*,<sup>645</sup> illetve *Kevin J. Murphy* és *Jan Zabochnik*<sup>646</sup> elemzéseik során a *kiemelkedő igazgatói képességek iránti megnövekedett kereslettel* magyarázták.<sup>647</sup> A magunk részéről mégis úgy gondoljuk, hogy kétségbe vonható, hogy a szóban forgó mértékű növekedésre bármilyen racionális magyarázatot találhatunk.

Amennyiben mégis magyarázatot keresünk, úgy utalnunk kell arra, hogy a vállalati felsővezetők munkaerőpiaca korántsem osztja a klasszikus munkaerőpiac alapvonásait. Felmerülhetnek ugyanakkor olyan érvek, hogy számos potenciális igazgató-jelölt alacsonyabb javadalmazás fejében is elvállalja egy pozíció betöltését. Az ilyen érv viszont félrevezető lehet, mivel ha az igazgatók valóban jól és megbízhatóan végzik a feladatukat, akkor még a (hozzájuk képest) második legjobb alternatíva választása is dollár milliárdokba kerülhetne.<sup>648</sup>

Emellett a vállalati felsővezetők javadalmazásának összehasonlítása más munkavállalók díjazásával fokozódó divergenciát (azaz távolodó tendenciát) mutat. A *CEO* pénzbeli javadalmazása az Egyesült Államokban az 1970-es években az átlagos munkavállaló fizetésének 30-szorosa volt, 2002-re viszont a 90-szeresére nőtt. A teljes javadalmazásuk, beleértve a részvény-opciókból származó összegeket is, a termelést végző munkavállalók jövedelmének 360-szorosát tette ki 2002-ben. Megdöbbentő adat, hogy ez még így is visszaesést jelent a 2000-es év 570-szeres rekordjához képest.<sup>649</sup>

A társaságirányítási struktúrák és a javadalmazás összefüggéseire világítottak rá *John Core*<sup>650</sup>, *Robert Holthausen*<sup>651</sup>, és *David Larcker*<sup>652</sup> professzorok. Kutatásaik eredményei azt igazolják, hogy a *CEO* javadalmazása magasabb, ha a *CEO* egy

<sup>644</sup> *Charles Himmelberg*, a Goldman Sachs globális befektetési kutatója.

<sup>645</sup> *R. Glenn Hubbard*, a pénzügyek és gazdaság professzora az amerikai Columbia Business School-on.

<sup>646</sup> *Jan Zabochnik*, a Queen's University-n, Kingstonban Gazdasági Tanszékének professzora.

<sup>647</sup> Lásd HIMMELBERG, Charles P. – HUBBARD, Glenn R., *Incentive Pay and the Market for CEO's: An Analysis of Pay-for-Performance Sensitivity*,

Elérhető: <http://ssrn.com/abstract=236089> (2000) (nem publikált, - Columbia Business School)

Lásd még MURPHY, Kevin J. – ZABOJNIK, Jan, *Managerial Capital and the Market for CEO's*

Elérhető: <http://www-rcf.usc.edu/~kjmurphy/CEOCapital.pdf> (2004) (nem publikált)

<sup>648</sup> Lásd HOLMSTROM, Bengt, *Pay Without Performance and the Managerial Power Hypothesis: A Comment*, *The Journal of Corporation Law* (2005) nyár. 707. old.

<sup>649</sup> Lásd HALL, Brian J. – KEVIN, Murphy J., *The Trouble with Stock Options*, *Journal of Economic Perspective* (2003) nyár. 21-22. old.

<sup>650</sup> *John E. Core*, a *Wharton University of Pennsylvania* könyvvitel professzora.

<sup>651</sup> *Robert Holthausen*, a *University of Pennsylvania* könyvvitel és pénzügyek professzora.

<sup>652</sup> *David F. Larcker*, a *Stanford Egyetem* könyvvitel professzora.

személyben az igazgatótanács elnöke is. Az Egyesült Államokban közismerten ez a gyakorlat érvényesül. Emellett vizsgálataik azt is kimutatták, hogy magasabb a javadalmazás az igazgatótanácsok magasabb létszáma esetén is. Emellett megfigyeléseik szerint az is növelheti a *CEO* javadalmazását, ha a független igazgatók (*independent directors*) túlterheltek (több igazgatótanácsban is ellátnak megbízatást), hatvankilenc év feletti, illetve ha a jelentősebb részvényblokkok tulajdonosai a társaságnak csak kisebb részét birtokolják.<sup>653</sup>

Érdeklődésünkre tarthat számot az a megfigyelés, hogy az Egyesült Államokban a *CEO* készpénz-javadalmazása nincs szoros összefüggésben a *DOW index* alakulásával,<sup>654</sup> viszont teljes javadalmazása már igenis erős kapcsolatot mutat a tőzsdei teljesítménnyel.<sup>655</sup> Nem meglepő, hogy az 1990-es évek kifejezetten jó periódust jelentettek az Egyesült Államokban a vállalati felsővezetők számára. Ebben az időszakban ugyanis (1992-2000 között) az átlagos *CEO* éves kompenzációja 2,3 millió dollárról 6,5 millió dollárra emelkedett. Ezt az emelkedést, valamint a részvényopciókban bekövetkezett növekedést jól mutatják a *Standard & Poor's 500* társaságainak vonatkozásában a *CEO* javadalmazások mértékében bekövetkezett változások.<sup>656</sup>

Az Egyesült Államokban a vállalatvezetői javadalmazás a 90-es évek közepén vált nagyobb részben részvényalapú díjazássá. Ezzel összefüggésben a kompenzáció eloszlása is változott. Mivel a javadalmazás nagy része részvény-opcióban történik, és teljesítményhez kötött, ezért a nyereséges társaságok igazgatói magasabb javadalmazást remélhetnek, míg a veszteségesek – elméletileg - nem kapnak semmit. Emellett a nyereséges társaságok igazgatóinak javadalmazása mindig az újságok címlapjain szerepel, de a veszteségesek bukásával senki nem törődik.<sup>657</sup> Ugyanakkor meg kell jegyezni, hogy részvény-opciókkal nyereséget elérni a gyakorlatban nem nehéz, így az előbbi megállapítást valóban inkább csak elméleti szinten tekinthetjük helytállónak. És vajon lehet-e helytálló egy elmélet akkor, ha azt a gyakorlat nem igazolja vissza?

A vállalati botrányok és összeomlások tükrében a társaságirányítás területének mélyebb ismerete nélkül is szembetűnő ellentmondás, hogy az Egyesült Államokban csillagászati összegű javadalmazások folyósításáról elhíresült társaságok és pénzügyintézetek hosszú távú teljesítménye és az őket irányító menedzsment juttatásai között óriási szakadék tátong. A kritikai szakirodalom meglehetősen hamar rámutatott, hogy a vállalatok működésével kapcsolatos problémákban szerepet játszott a csalárd magatartás, az igazgatótanács gyenge teljesítménye, a hanyag társaságirányítás (*poor corporate governance*), a könyvvizsgálók mulasztásai, és természetesen a piaci buborékok kipukkanása. A folyamatoknak köszönhetően fellépő komoly veszteségeket pedig végül a befektetők voltak kénytelenek elviselni.<sup>658</sup> Azonban a fentebb vázolt ellentmondást

---

<sup>653</sup> Lásd PERRY, Tod – ZENNER, Marc, *CEO Compensation in the 1990's: Shareholder Alignment or Shareholder Expropriation?*, Wake Forest Law Review (2000) No. 1. 137. old.

<sup>654</sup> *Dow Jones tőzsdeindex*

<sup>655</sup> Lásd HALL, Brian J. – MURPHY, Kevin J., *The Trouble with Stock Options*, Journal of Economic Perspective (2003) No. 3. 21-22. old.

<sup>656</sup> Lásd MURPHY, Kevin J., *Explaining Executive Compensation: Managerial Power vs. the Perceived Cost of Stock Options*, University of Chicago Law Review (2002) nyár. 847-848. old.

<sup>657</sup> Lásd BOOTH, Richard A., *Executive Compensation, Corporate Governance, and the Partner Manager*, University of Illinois Law Review (2005) No. 1. 281. old.

<sup>658</sup> Lásd SADLAK, Kristina A., *The European Commission's Action Plan to Modernize European Company Law: How Far Should the SEC Go in Exempting European Issuers from Complying with the*

tekintve –hiszen az említett társaságok vezetőinek javadalmazása még az összeomlás évében is rendkívül magasnak mondható– immár az aktuális pénzügyi és gazdasági válságjelenségek tükrében is felmerülhet a kérdés, hogy e hiányosságok a teljesítményalapú javadalmazás működésében extrém és atipikus esetek voltak-e? Amennyiben nem így van, úgy lehetséges, hogy a vezető tisztségviselők javadalmazásának általános és folyamatosan jelenlévő problémáira utalnak?<sup>659</sup> Az elmúlt időszakban tapasztalható látványos vállalati összeomlások és pénzügyi botrányok –melyek végső soron a globális tőkepiacok teljesítményét is magukkal rántották– arra ösztönözhetnek minket, hogy a modern társaságok menedzsmentjének tevékenységéről kialakított képünket megváltoztassuk, de legalábbis komolyan újragondoljuk. Ezzel összefüggésben megerősödött az a nézőpont, miszerint számos tényező adhat ösztönzést a vállalat vezetésének saját juttatásainak növelésére; mindezt a társaság, a részvényesek és más érdekelték költségére. Ezek közé a faktorok közé sorolhatjuk a vezetők pozíciójából fakadó érdekek struktúráját, hatalmukat és diszkréciójukat a pénzügyi jelentések és a társaság eredményeinek közzététele vonatkozásában, illetőleg teljesítményalapú javadalmazási csomagok elterjedését.<sup>660</sup>

## II. A vállalati vezetők javadalmazásának elméleti háttere az Egyesült Államokban

### 1) A megbízó-megbízott elmélet

A modern vállalatvezetői javadalmazás gyakorlatának felvázolása akkor lehetséges, ha megvizsgáljuk a terület elméleti hátterét is. Az Egyesült Államokban komoly elméleti és tudományos háttér jött létre annak igazolására, hogy egyes javadalmazási csomagok, valamint az azokban fellelhető különböző komponensek hogyan tudják elősegíteni a vállalatok hatékonyságát és értéknövekedését a menedzsment megfelelő ösztönzésén keresztül. Az erre vonatkozó kutatások alapját a *megbízó-megbízott elmélet*<sup>661</sup> jelenti, amely több megközelítési lehetőséget is kínál számunkra. Ez az elmélet ugyanis a menedzsment javadalmazásának két eltérő, egymással versengő, ugyanakkor általában párhuzamosan is jelenlévő jellegzetességét hangsúlyozza. Egyik részről a javadalmazás megjelenhet, mint az *irányítási költségek*<sup>662</sup> ellenszere (vagyis az ún. *optimális szerződés-elmélet*, vagy más elnevezéssel *kartávolságból tárgyalás modellje*). Másik részről a *menedzseri hatalom* nézőpontja jelentheti a kiindulási pontot, amelynek

---

*Sarbanes-Oxley Act?*, Brigham Young University - International Law and Management Review (2006-2007) tél. 1. old.

Lásd még BAINBRIDGE, Stephen M., *Book Review: Lucian Bebchuk & Jesse Fried, Executive Compensation: Who Decides? – Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation* (Harvard University Press, Cambridge, 2004), Texas Law Review, (2005) No. 83. 1638. old.

<sup>659</sup> Lásd HILL, Jennifer G., *Regulatory Responses to Global Corporate Scandals*, Wisconsin International Law Journal, (2005) No. 3. 412. old.

<sup>660</sup> Lásd HILL, Jennifer – YABLON, Charles M., *Corporate Governance and Executive Remuneration: Rediscovering Managerial Positional Conflict*, University of New South Wales Law Journal, (2002) No. 2. 314. old.

<sup>661</sup> *Principal-Agent Theory*

<sup>662</sup> ún. *agency-cost*

alapján a javadalmazást *irányítási költségként* kell kezelni.<sup>663</sup> A tulajdonosi struktúra és a társaság irányításának szétválasztása ugyanis olyan feltételeket teremt, amelyek alapján a részvényesek és a mindenkori menedzsment érdekei elágazhatnak. Így az érdekek eltéréséből adódó konfliktusok feloldása érdekében szükséges az optimális javadalmazási struktúra megállapítása.<sup>664</sup>

#### a) Az *optimális szerződés-elmélet*

Elsőként az *optimális szerződés-elmélet* megközelítését vizsgáljuk, amely szerint a *vállalati vezetők megfelelő javadalmazása alkalmas arra, hogy mérsékelje az irányítási költségeket*. Így válik lehetővé, hogy feloldódjanak a menedzsment szubjektív érdekeinek és a részvényesek érdekeinek eltéréséből adódó konfliktusok a magas közköz-hányaddal rendelkező társaságokban. Azért tekintjük ezt a javadalmazási struktúra kialakítása szempontjából alapvető megközelítésnek, mert a tulajdonosi struktúra és az irányítás szétválasztásából adódóan az igazgatóság a tulajdonosok (részvényesek) megbízottjaként diszkréciót gyakorol azok *vagyona* felett. Ez pedig olyan költségek felmerülésének kockázatával jár együtt, melyek a vállalati vezetők és a részvényesek érdekeinek eltéréséből adódnak.<sup>665</sup> Amennyiben mindezeket tekintetbe vesszük, úgy érthetővé válik e nézőpont elnevezése, *optimal contracting approach*<sup>666</sup> (másik nevén *arm's length bargaining-theory*), vagyis *optimális szerződés-megközelítés* (illetve a „*kartávolságból tárgyalás*” elmélet). Ennek alapján az igazgatótanács<sup>667</sup> a menedzsmenttel „*kartávolságból*” –a három lépés távolságot betartva–, mint független tárgyalófél egyezkedik a javadalmazásról. A részvényesi jólét szempontját alapul véve az igazgatótanácsi tagok a várható költségek és előnyök optimális egyensúlyán alapuló javadalmazási módokat javasolnak. Ezen – uralkodó – elmélet hívei szerint *a menedzsereknek nincs befolyásuk a javadalmazásukat megállapító igazgatótanácsra*, az ugyanis tőlük megfelelő „távolságot” tart. A gyakorlatban vannak ugyan olyan esetek, amelyek az elméletet látszólag felülírják, ám az elmélet támogatói ezeket atipikusként, marginális eltéréseként kezelik.<sup>668</sup> Ebből a nézőpontból szemlélve a menedzsment javadalmazási csomagja az *irányítási-probléma* megoldásának eszközét jelenti, mely problémák alapvetően nem az igazgatótanács és a

<sup>663</sup> Lásd BERLE, Adolf A. – MEANS, Gardiner C., *The Modern Corporation and Private Property*. (Macmillan, New York, 1932), 4-5. old.

<sup>664</sup> Lásd BAINBRIDGE, Stephen M., *Book Review: Lucian Bebchuk & Jesse Fried, Executive Compensation: Who Decides? – Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation* (Harvard University Press, Cambridge, 2004), Texas Law Review, (2005) No. 83. 1621. old.

<sup>665</sup> Lásd STEENO, Annaleen, *Note: Corporate Governance: Economic Analysis of a „Comply or Explain” Approach*, Stanford Journal of Law, Business and Finance (2005-2006) No. 2. 395. old.

Lásd még ALLEN, William T. – KRAAKMAN, Reinier, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organisation*. (Aspen Publishers, 2003) 10-12. BERLE, Adolf A. & MEANS, Gardiner C., *The Modern Corporation and Private Property*. (Macmillan, New York, 1982) 119-125. old.

<sup>666</sup> BEBCHUK, Lucian Arye – FRIED, Jesse M. – WALKER, David I., *Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation*, Harvard Law School (2002) No. 6. Discussion Paper No. 366. 761. old.

Elérhető: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=316590](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=316590),

<sup>667</sup> *board of directors*

<sup>668</sup> Lásd BEBCHUK, Lucian Arye – FRIED, Jesse M., *Pay Without a Performance – The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*. (Harvard University Press, 2004), 13-15. old.

részvényesek, hanem a menedzsment és a részvényesek között jelentkeznek, a tulajdonviszonyok és az irányítási hatáskörök elválasztásából adódóan. A javadalmazási probléma kihívása *olyan javadalmazási mód megtervezése, amely a menedzsmentet a vállalat értékének maximalizálására sarkallja*, és nem arra, hogy saját érdekeiknek megfelelően cselekedjenek. A kulcs a *helyes kapcsolat megtalálása a menedzsment javadalmazása és a társaság teljesítménye között*. A menedzsment ösztönzésének céljával összefüggésben az elmélet követői inkább a vállalatvezetők javadalmazásának „mikéntjével”, mint annak „mértékével” foglalkoznak.<sup>669</sup>

Ez az elmélet három alapvető szempontot kínál az optimális javadalmazási gyakorlat kialakításának elősegítésére: az igazgatótanács javadalmazási gyakorlata a vállalat számára 1) megszerezze és megtartsa a jó képességű vezetőket, 2) megfelelő ösztönzést nyújtson számukra, hogy energiáikat a részvényesi jólét (*shareholders wealth*) előmozdítására fordítsák, 3) valamint, hogy minimalizálják ennek összköltségét.<sup>670</sup> A jelenlegi javadalmazási rendszer alapvető problémájának tekinthető részvény-opciókkal történő javadalmazási módszerrel kapcsolatban arra az álláspontra helyezkednek az elmélet legjelentősebb képviselői, hogy bár ez a módszer korántsem tekinthető tökéletesnek, de még mindig a legjobb módja, hogy összekapcsoljuk a társaság sikereit és a vállalatvezetői jutalmazást.

A vállalati és tőkepiaci szektorhoz kapcsolódó elemzéseink alapján azonban már elemzésünk előző részeiben is kifejtettük, hogy szkeptikusak vagyunk az ilyen megfeleltetéssel szemben. Ennek kiindulópontját ugyanis az jelenti, hogy a vállalat sikereinek indikátora a részvényár, kizárólagosan e szemponton keresztül ítéltető meg egy társaság, illetve annak vezetésének munkája. Ezt a megközelítést azonban mi nem osztjuk. Úgy gondoljuk, hogy a tőzsdei részvényárak közép-rövid távon feltétlenül, hosszabb távon pedig gyakorta a befektetői pszichológia tükrében változnak. Az elmélet képviselői által javasolt opció alapú javadalmazás pedig hozzábilincseli a gazdasági teljesítmény fogalmát a részvényár-maximálás (esetükben kizárólagos) szempontjához. Az elmélet tehát végső soron tovább motiválja a részvényár-maximálás napjainkra tarthatatlanná váló rendszerét. Az opciók hatékony érvényesítésének előfeltétele ugyanis a *–pillanatnyilag – magas részvényárfolyam*.

## b) A menedzseri hatalom elmélete

Az ún. *managerial power* (menedzseri hatalom) elmélet a fent kifejtett álláspontnak mintegy ellenpontját képezi. Arra hívja fel a figyelmet, hogy a javadalmazási struktúrák megkomponálásának hátterében húzódó szándék nem más, mint leplezni azok költségeit és minimalizálni a közfelháborodást.<sup>671</sup> Ennek a nézőpontnak a megalkotása és továbbfejlesztése *Lucian Arye Bebchuk*,<sup>672</sup> *Jesse Fried*<sup>673</sup> és *David*

<sup>669</sup> Lásd JENSEN, Michael C. – MURPHY, Kevin J., *CEO Incentives: It's Not How Much You Pay, But How*, Harvard Business Review (1990/május-június) 138. old.

<sup>670</sup> Lásd: SMUCKLER, Jeremy J., *The SEC's Rule Changes Regarding CEO Compensation Disclosure: Predicted Effects Using the Optimal Contracting and Managerial Power Theories*, The Corporate Governance Law Review (2007) No. 2. 117. old.

<sup>671</sup> Lásd: BEBCHUK, Lucian Arye – FRIED, Jesse, *Pay Without a Performance – The Unfulfilled Promise of Executive Compensation* (Harvard University Press, 2004), 13-15. old.

<sup>672</sup> *Lucian A. Bebchuk*, a Harvard Egyetem jog, gazdaság és pénzügyek professzora, és a Harvard jogi tagozatán a Corporate Governance Program igazgatója.

<sup>673</sup> *Jesse M. Fried*, a californiai Berkeley Egyetem jogászprofesszora.

Walker<sup>674</sup> professzorok nevéhez fűződik. Álláspontjuk szerint a vállalatvezetői javadalmazási megállapodás nem jelenti a vállalat *irányítási költségeihez* kapcsolódó problémák ellenszerét. Éppen ellenkezőleg, e megállapodásokkal kapcsolatban jelentkező problémák pontosan ugyanolyan természetűek, mint amelyeket megoldani szándékoznak.<sup>675</sup> A *menedzseri hatalom elmélet* szerint a részvényesek elfogadták az egyre növekedő menedzseri javadalmazást (vagy legalább is beletörődtek abba), tehát a vállalati vezetők ösztönzésének eszközét látják benne. Ennek azonban komoly járulékos költségei vannak, amely felveti a kérdést, miszerint az ilyen ösztönzés megéri-e a hozzá kapcsolódó költségeket? Az elmélet támogatói felismerték az ellentmondást, vagyis azt a jelenséget, hogy a növekvő javadalmazás korántsem párosul hasonló mértékű teljesítménnyel. Sőt a gyakorlati tapasztalatok visszaigazolni látszanak, hogy a javadalmazásba fektetett összegek nem feltétlenül térülnek meg a részvényesek számára a menedzsment értékteremtő tevékenysége révén. Az elmélet nem hagyja figyelmen kívül azt a jól érzékelhető törekvést sem, amelynek alapján a vállalati vezetők maximálják javadalmazásukat, sőt ennek érdekében nem riadnak vissza attól sem, hogy befolyásukat latba vessék. Megfigyeléseikből az elmélet követői azt a következtetést vonták le, hogy a vállalati vezetői javadalmazási szerződésekben lehetőség szerint el kell választani a jutalmazás szempontjait a teljesítmény szempontjaitól. Így az elmélet rávilágít az „erős menedzserek” törekvéseire, akik széles mozgásteret élveznek, miáltal befolyásolhatják saját javadalmazási csomagjuk feltételeit. Ezt minden bizonnyal meg is teszik, oly módon is, hogy *leplezik javadalmazásuk* bizonyos elemeit. Ezzel próbálják enyhíteni a társadalom és a média kíváncsiságát és tompítani a kritikák életét.<sup>676</sup>

Az elmélet természetesen nem állítja azt, hogy a menedzsment tagjai minden esetben arra törekednének, hogy ki is használják e javadalmazás-kiterjesztő lehetőségeket. Nem állítja azt sem, hogy e magatartásnak kizárólagos szerepe lenne a javadalmazás kialakításában. Ugyanakkor rávilágít arra, hogy a függetlennek kikiáltott igazgatótanács tagjai nem teljesen függetlenek. Ezt azzal is alátámasztják, hogy a *CEO* általában befolyást gyakorol az igazgatótanács tagjainak megválasztására, valamint ő a társadalmi kapcsolatok letéteményese is. Ez azt eredményezi, hogy az igazgatótanácsok tagjai támogatják a *CEO*-t abban, hogy álláspontját keresztül vigye.<sup>677</sup> Ez abból adódik, hogy az amerikai társaságok esetében a *CEO* gyakran számottevő befolyással rendelkezik az igazgatótanács tagjainak kinevezésére, ezért az igazgatóknak a továbbiakban érdekük lesz, hogy fenntartsák vele a jó kapcsolatot. Ez javíthatja esélyüket az újraválasztásra. Az empirikus bizonyítékok igazolni látszanak,<sup>678</sup> hogy azok az igazgatótanács-tagok, akik a *CEO* közvetlen munkakörnyezetében dolgoznak, *lojalitást* tanúsítanak az irányába és ragaszkodást saját pozíciójuk irányába.

---

<sup>674</sup> David I. Walker, a Bostoni Egyetem Jogi Karának professzora.

<sup>675</sup> Lásd BAINBRIDGE, Stephen M., *Book Review: Lucian Bebchuk & Jesse Fried, Executive Compensation: Who Decides? – Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation* (Harvard University Press, Cambridge, 2004), *Texas Law Review*, (2005) No. 83. 1624. old.

<sup>676</sup> Lásd MURPHY, Kevin J., *Explaining Executive Compensation: Managerial Power vs. the Perceived Cost of Stock Options*, *University of Chicago Law Review* (2002) nyár. 847. old.

<sup>677</sup> Lásd MURPHY, Kevin J., *Explaining Executive Compensation: Managerial Power vs. the Perceived Cost of Stock Options*, *University of Chicago Law Review* (2002) nyár. 851-852. old.

<sup>678</sup> Lásd BAINBRIDGE, Stephen M., *Book Review: Lucian Bebchuk & Jesse Fried, Executive Compensation: Who Decides? – Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation* (Harvard University Press, Cambridge, 2004) *Texas Law Review*, (2005) No. 83. 1625. old.

Az elmélet hangsúlyozza, hogy az eddigi elemzések viszonylag csekély figyelmet fordítottak olyan javadalmazási elemekre, melyek ugyanakkor jelentős súlyt képviselnek a menedzsment javadalmazásának területén. Ilyennek tekinthetjük különösen azokat a kifizetéseket, melyeket a menedzserek bizonyos ütemezés szerint kapnak, például a kedvező kölcsönöket,<sup>679</sup> a nyugdíjakat és más késleltetett javadalmazási eszközöket, valamint mellékjövedelmeket.

Összefoglalásképpen megállapíthatjuk, hogy az elmélet támogatói szerint a részvényáron alapuló javadalmazás adott esetben támogatható lehet ugyan, de a menedzsment könnyen megtalálhatja a módját annak, hogy saját javára befolyásolja az opciós-megállapodásokat. Így ezek lényegesen eltérnek az optimális megállapodási modelltől, amelyet –elméletben– egymástól független felek kötnének. Az eltérés természetesen a menedzsment javát szolgálja, nem a részvényesekét.<sup>680</sup>

Mindezekre tekintettel, az elmélet arra a következtetésre jut, hogy a menedzsment *de facto* saját maga határozza meg a javadalmazását. Ebből azonban álláspontjuk szerint nem következik automatikusan, hogy a juttatások mértéke teljesen ellenőrizetlen marad, esetleg elszabadul. Ez ellen hat az a racionális felismerés is, hogy amennyiben a vállalat vezetése túlzott mértékű javadalmazást (például egy kimondottan nagymértékű opciót) juttatna saját magának, az akár a társaság részvényeinek árfolyamcsökkenését is okozhatná. Ekkor ugyanis az opció gyakorlásával párhuzamosan felléphetne a *részvényfelhigulásnak* nevezett jelenség, mely csökkentheti az egy részvényre jutó eredményt. A túlzott javadalmazás azért sem tekinthető optimálisnak a befektetők nézőpontjából, mert az erre fordított eszközök is a az ő nyereségük rovására (tehát az osztalék alapjából) kerülnek levonásra. Emiatt a növekvő nagyságrendek aggodalmat ébreszthetnek. A vállalat vezetése érdekelt abban, hogy az részvény-árfolyamokat optimális szinten tartsa, ami segíthet egy esetleges ellenséges felvásárlás (*hostile takeover*) esélyeinek csökkentésében is. Alacsonyabb árfolyam esetében a társaság kitettsége is növekszik a vállalatfelvásárlások veszélyeinek irányában, ami az aktuális menedzsment pozíciójának elvesztésével is fenyegethet. Éppen ezért a javadalmazás optimális szinten tartásával célszerű megóvni az árfolyamot, míg a túlzott mértékekből eredő befektetői aggodalmak ennek éppen az ellenkezőjét eredményezhetik.<sup>681</sup>

Az elmélet kritikussai vitatják, hogy a vállalati vezetők hatalma kiterjedne arra, hogy saját javadalmazásukat korlátok nélkül állapíthassák meg. Szerintük ugyanis a menedzsment érdekelt reputációjának és munkahelyének fenntartásában, emiatt nem csak kerülheti, de kerülnie is *kell* az olyan jutalmazást, ami közfelháborodást válthat ki. A kiemelt befektetők, mint például az intézményi befektetők és nyugdíjalapok véleménye kiemelt jelentőséget nyer ezen a téren. Ezek az intézményi befektetők akkor is önmérsékletre kényszeríthetik a vezetőket, ha az igazgatótanácson belüli ellenőrző funkciók éppen gyengélkedő tendenciát mutatnak. Ennek illusztrálása céljából érdemes felidézni a *New Yorki Értéktőzsde* egykori *CEO*-jának, *Richard Grasson*nak esetét. Ö

---

<sup>679</sup> A vállalati felsővezetőknek nyújtott kölcsönöket a 2002-es Sarbanes-Oxley Act kifejezetten tilalmazza. Ez természetesen a piaci viszonyoknál kedvezőbb vállalati kölcsönökre vonatkozik. A hitelezéssel foglalkozó pénzügyesek a szokásos piaci kondíciók alapján akadály nélkül hitelezhetnek saját tisztégviselőik számára.

<sup>680</sup> Lásd BEBCHUK, Lucian Arye – FRIED, Jesse, *Pay Without a Performance – The Unfulfilled Promise of Executive Compensation* (Harvard University Press, 2004), 16. old.

Lásd még HOLMSTROM, Bengt, *Pay Without Performance and the Managerial Power Hypothesis: A Comment*, *The Journal of Corporation Law* (2005) nyár. 703. old.

<sup>681</sup> Lásd BOOTH, Richard A., *Executive Compensation, Corporate Governance, and the Partner Manager*, *University of Illinois Law Review* (2005) No. 1. 285. old.



ugyanis olyan mértékű oppozícióval találta magát szemben javadalmazási kondícióinak köszönhetően, hogy a kialakult felháborodás miatt le kellett mondania a pozíciójáról.<sup>682</sup> Arra vonatkozóan, hogy a menedzsment javadalmazása kapcsán elkerülje a közvélemény és a befektetők felháborodását, nyilvánvalóan a legegyszerűbb mód az lenne, ha önmérsékletet tanúsítana a javadalmazás tekintetében. Ennek gyakorlati érvényesülését azonban *Bebchuk, Fried, és Walker* professzorok vitatják, mi pedig a gyakorlatot ismerve nemigen tehetünk más, mint egyetértünk velük. Nézőpontjuk szerint a menedzsment inkább átstrukturálja juttatásait, végeredményben leplezi, valamint kevésbé áttekinthetővé teszi azokat. Ez pedig hozzájárul ahhoz, hogy a javadalmazási struktúrák nem csupán nagyságrendjeikben rugaszkodnak el a kívánatos mértékektől, de kevésbé áttekinthetőek és kevésbé igazodnak a társaság által elérni kívánt célokhoz is. Ez szakszerűtlenséget eredményez, deformálja a kifizetések rendszerét. Utalnunk kell arra is, hogy a befektetők irányában a *rendkívül magas javadalmazást* csak a hasonlóan *rendkívüli hozamok* indokolhatják. Így a menedzsment ihletet kaphat arra, hogy *rendkívül* kockázatos tranzakciókon keresztül megvalósuló részvényár-maximálásba kezdjen.

Az ellentét feloldása céljából kerülhet alkalmazásra egy *külső javadalmazási tanácsadó (consultant)*. Az általa adott szakvélemény tompíthatja a kritikákat, legitimitást adhat a megnövelt összegű javadalmazásnak. Függetlenségük ugyanakkor –mint a vállalatirányítás amerikai képviselői szerint a *gatekeeperek* függetlensége általában– megkérdőjelezhető.<sup>683</sup> Korábban ugyanis már kifejtettük, hogy a *gatekeeperek* mind a 2002-es *dotcom válság*, mind pedig a 2007-es *suprime válság* folyamán elvtelen lojalitást tanúsítottak a vállalatok menedzsmentjének irányában. Ez pedig komolyan hozzájárult a vállalatok valós helyzetének elleplezéséhez, és a befektetők veszteségeihez.

Az eddig elmondottakon túl lényeges szempont, hogy egy vállalati vezető presztízsét, megbecsülését *metaforizálja*, tükrözi javadalmazásának mértéke. Éppen ezért nem meglepő, hogy egyik *CEO* sem szeretne átlag alatti fizetést kapni. Ehelyett nyilvánvalóan az átlagot meghaladó juttatásokat követel magának. Ehhez kapcsolódik, hogy a vállalat vagyoni helyzetéről is jelzést ad, hogy a vezetőinek hogyan alakul a javadalmazása. Miután a javadalmazás jelentős hányada napjainkban teljesítményorientált (vagy annak kikiáltott) jogcímeiken történik, ezért egyetlen társaság sem teszi ki magát annak a kockázatnak, hogy átlag alatti javadalmazást nyújtson a vezetőinek. Ezt ugyanis a média képviselői és az elemzők egy gyengébb teljesítmény következményének, a vállalat elégtelen eredményeinek tulajdoníthatnák. Így a *CEO* – viszonylagosan mérsékeltébb– javadalmazásában a gyenge teljesítmény szankcióját látnák, nem pedig egy követendő (előremutató) javadalmazási politikát. Ezért az igazgatók javadalmazása az Egyesült Államokban (és globális léptékekben) emelkedő tendenciát mutat.<sup>684</sup>

Megkérdőjelezhető ugyanakkor, hogy indokolható-e több tíz- vagy akár százmillió dolláros vezetői javadalmazás, még abban az esetben is, ha a személyes *CEO*

---

<sup>682</sup> Lásd PAREDES, Troy A., *Too Much Pay, Too Much Deference: Behavioral Corporate Finance, Ceo's, and Corporate Governance*, Florida State University Law Review (2005) No. 2. 705-706. old.

<sup>683</sup> Lásd BEBCHUK, Lucian Arye et al., *Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation*, University of Chicago Law Review (2002) nyár. 789-791. old.

<sup>684</sup> Lásd SMUCKLER, Jeremy J., *The SEC's Rule Changes Regarding CEO Compensation Disclosure: Predicted Effects Using the Optimal Contracting and Managerial Power Theories*, The Corporate Governance Law Review (2007) No. 2. 123. old.

tevékenysége számottevően javítja a vállalat hatékonyságát. Az ilyen mértékű kifizetések több százszor haladják meg az átlagos munkavállalói béreket, így jelentős teret engednek a közfelháborodásnak. Az összehasonlítás vonatkozásában utalnunk kell arra, hogy –noha a tendencia globális– mégsem hagyható figyelmen kívül, hogy az európai, illetve az ázsiai menedzserek jelentősen alacsonyabb díjazásban részesülnek, mint amerikai társaik.<sup>685</sup> Amennyiben tekintetbe vesszük, hogy Európában a koncentrált részvénytulajdon erős tulajdonosi felügyeletet eredményez (ami együtt jár az igazgatóság és a menedzsment hatalmának csökkenésével), ez komoly érvet jelent az elmélet alátámasztására. Ennek alapján a mi álláspontunk sem lehet más, mint hogy közvetlen összefüggés tapasztalható a felsővezetők javadalmazása és hatalma között. Erre utal az is, hogy napjainkra az Egyesült Államokban tapasztalható gyengélkedő tulajdonosi kontroll (a plurális részvénytulajdonból eredően) együtt jár a vállalati vezetők hatalmának növekedésével és javadalmazásuk sosem látott mértékeivel is.

## 2) A magatartástudományi megközelítés

Érdekes megközelítés a javadalmazás elméletének vonatkozásában az úgynevezett *behaviorista*, vagyis magatartástudományi megközelítés (*behavioral approach*). Ez az új nézőpont nem a hagyományosnak tekinthető *megbízó-megbízott elméleten alapul*, hanem egy alternatív *pszichológiai* nézőponton. E nézőpont szerint a *CEO* teljesítményét sokkal inkább befolyásolja önbecsülése és hírneve, mint a pénz ösztönző ereje.<sup>686</sup> A vállalati vezetők túlzott magabiztossága olyan irreálisan optimista elvárásokhoz vezethet, amelyet az elemzők hajlamosak készpénznek venni, miáltal magától értetődő kiindulópontot jelenthet számukra a későbbiekben. A menedzsment teljesítményének a későbbiekben már ez jelenti a mércét, ugyanis kénytelenek szembesülni a rájuk visszaható, de irreális mértékben megnövekedett elvárásokkal.<sup>687</sup> A megközelítés az elszabaduló javadalmazási tételek hátrányos hatásait sem hagyja figyelmen kívül. A fizetésekben jelentkező nagy különbségek ugyanis demoralizálhatják a munkaerő kevésbé jól kereső hányadát, továbbá alááshatják a kollegialitást és a csapatmunkát. Ez végül a termelékenység és az üzleti eredmények visszaesését eredményezi. Emellett a befektetőkben kételyeket támaszthat a felelős társaságirányítás gyakorlatának vonatkozásában, mivel az eltúlzott javadalmazási megállapodások és kifizetések mértéke a társaságok éves profitjához mérten is magasnak mondható napjainkban. Ezáltal sérül a befektetői bizalom is, márpedig a tőkepiacok működése ezen alapul.<sup>688</sup>

Több felmérés is rangsorolja a *CEO*-kat fizetésük alapján (ami egy fontos rangsor), melyen keresztül megítélhetik saját „pozíciójukat”. Mivel a magas fizetés jelzésértékű a *CEO* hatékonyságát, képességeit és sikereit, reputációját illetően, ezért felismerhető,

---

<sup>685</sup> Lásd PAREDES, Troy A., *Too Much Pay, Too Much Deference: Behavioral Corporate Finance, CEO's, and Corporate Governance*, Florida State University Law Review (2005) No. 2. 707. old.

<sup>686</sup>Lásd BAINBRIDGE, Stephen M., *Book Review: Lucian Bebchuk & Jesse Fried, Executive Compensation: Who Decides? – Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation* (Harvard University Press, Cambridge, 2004), Texas Law Review (2005) No. 83. 1632-1633. old.

<sup>687</sup> Lásd PAREDES, Troy A., *Too Much Pay, Too Much Deference: Behavioral Corporate Finance, CEO's, and Corporate Governance*, Florida State University Law Review (2005) No. 2. 711. old.

<sup>688</sup> Lásd PAREDES, Troy A., *Too Much Pay, Too Much Deference: Behavioral Corporate Finance, CEO's, and Corporate Governance*, Florida State University Law Review (2005) No. 2. 712-713. old.

hogy ez növeli jelentősen a *CEO*-k magabiztosságát. Még erősebb lehet ez a jelzés a rekorderek esetében, vagyis ha a *CEO* javadalmazása az egyik legkiemelkedőbb az adott iparágban.<sup>689</sup> Ez még magabiztosabbá teheti a vezetőt, a tendencia pedig tovább fokozódhat a magas –az átlagos fizetéseket több százszor meghaladó– javadalmazás mellett jelentkező *mellékjövedelmek* hatására. Számos példa igazolja az állítást, akár csak az elmúlt évek praxisát tekintve. A társaságok repülőgépeinek vagy hivalkodó luxus apartmanjainak használata, műkincsek ajándékozása,<sup>690</sup> nagy költségszámlások lehetősége. A példák között szélsőséges, közfelháborodást kiváltó pillanatképek is akadnak. Az a 15. 000 dolláros ernyőtartó, és 2000 dolláros szemetesláda, amelyet a *Tyco International*<sup>691</sup> *CEO*-ja, *Dennis Kozlowsky* kapott ajándékba a vállalatától, minden bizonnyal ezek közé sorolható.<sup>692</sup> Őt az 1999 és 2002 közötti időszakban 332 millió dollár összegű javadalmazás illette meg, ennek ellenére 2005-ben a társaság és a befektetők sérelmére elkövetett több mint 400 millió dollár nagyságrendű csalásért ítélték el.

A *bőkezű juttatásokat* a menedzserek saját munkájuk és személyük értékeléseként és megbecsüléseként élhetik meg. Ez azonban túlzott magabiztossághoz, saját képességeik túlértékeléséhez, tévedhetetlenségük illúziójához vezethet. Végző soron elszakíthatja őket a realitástól, miáltal a jogszabályok és a gazdasági törvényszerűségek fölött állónak érezhetik magukat.<sup>693</sup>

### III. A vállalatvezetői javadalmazás Európában

#### 1) A részvényesi struktúrák szerepe és a kontinentális vállalatirányítás jellemzői a javadalmazás szempontjából

A menedzsment felügyeletének és javadalmazásának kérdése még bonyolultabbá válik, ha azt a részvényesi struktúra összefüggésében vizsgáljuk. Ezzel kapcsolatban fontos hangsúlyozni, hogy az angolszász társasági jogban kialakult *megbízó-megbízott elmélet* nem minden esetben, –és nem mindig ugyanabban a formában– alkalmazható a kontinentális Európában.<sup>694</sup> Többször említettük ugyanis munkánkban, hogy a nyílt tőzsdei részvénytársaságok papírjai Európában nem plurális befektető szerkezet

---

<sup>689</sup> Lásd PAREDES, Troy A., *Too Much Pay, Too Much Deference: Behavioral Corporate Finance, CEO's, and Corporate Governance*, Florida State University Law Review (2005) No. 2. 717-718. old.

<sup>690</sup> Lásd ALTER, Denise M., *Corporate Art Collecting and Fiduciary Duties to Shareholders: Legal Duties and Best Practices for Directors and Officers*, Columbia Business Law Review (2009) No. 1. 2-7. old.

<sup>691</sup> A rendkívül magas juttatások ellenére a Tyco International is a 2002-es botránysorozatban érintett vállalatok listáján szerepelt.

<sup>692</sup> Lásd RAJAN, Raghuram G. – WULF, Julie, *Are Perks Purely Managerial Excess?*, National Bureau of Economic Research - Working Paper No. 10494 (2004) május.

Elérhető: <http://www.nber.org/papers/w10494.pdf>,

<sup>693</sup> Lásd: PAREDES, Troy A., *Too Much Pay, Too Much Deference: Behavioral Corporate Finance, CEO's, and Corporate Governance*, Florida State University Law Review (2005) No. 2. 718-719. old.

<sup>694</sup> Lásd PISTOR, Katharina – KEINAN, Yoram – KLEINHEISTERKAMP, Jan – WEST, Mark D., *The Evolution of Corporate Law: A Cross-Country Comparison*, University of Pennsylvania Journal of International Economic Law (2002) No. 4. 796. old.

(kiszárvényesek) tulajdonát képezik, hanem jelentős részben a vállalat működését irányítani képes tulajdonosok (*blockholderek*)<sup>695</sup> tulajdonát.<sup>696</sup>

A megbízó-megbízott elméleten alapuló megközelítés helyett a koncentrált részvénytulajdonosi struktúra kapcsolatalapú társaságirányításban (*relationship based corporate governance*) jelentkezik a vállalatvezetői javadalmazások problémaköre, méghozzá merőben más megközelítésben. Ezt a rendszert ugyanis a hosszú távú részvényesi érdekeltség jellemzi, amely a koncentrált részvényesi struktúra egyik karakterisztikuma. A részvénytulajdon koncentrációja közeli kapcsolatot eredményez a *blockholder* típusú nagyrészvényesek, a kiszárvényesek és a menedzsment között, sőt e jelenségkör újrarendezzi a menedzsment felügyeletével kapcsolatos problémát. Ugyanezt a problémát a plurális részvénytulajdonosi struktúrával rendelkező társaságokban elvileg a vállalatvezetői javadalmazás megfelelő szisztémája hivatott megoldani. A nagy részvényblokkok tulajdonosai kellő befolyással rendelkezhetnek, hogy hozzáférjenek a vállalat teljesítményével és tevékenységével kapcsolatos információkhoz, ezáltal a menedzsmentet is hatékonyan ellenőrizhetik. A *blockholderek* a másik oldalról szembesülhetnek ugyan a kiszárvényesek kollektív fellépéséből eredő problémákkal (*collective action problem*),<sup>697</sup> ugyanakkor a részvénytulajdon koncentrációjának mértéke fölérendelt pozícióba helyezi őket a társaságirányítás operatív hatásköreit gyakorló menedzserekkel szemben. Az intézményi befektetők erős pénzügyi háttérrel, bejáratott szakértői gárdájukkal lényegesen erősebb kontrollt fejthetnek ki, mint a kisebbségi részvényesek, vagy egy plurális részvényesi struktúra befektetői. Természetesen az igazgatóság tagjainak kinevezésében is kulcsszerepük lehet e befolyásos részvényes csoportoknak, amely szoros kapcsolatot eredményez a részvényesek és az igazgatóság között. Ennek az erélyes pozíciónak sokszor a gyakorlati velejárója, hogy az intézményi befektető –bár lehetősége nyílna– elhanyagolja a kontroll hatékony gyakorlását. Ez annak köszönhető, hogy tulajdonrészére elsősorban befektetesként és nem tagsági jogainak megtestesüléseként tekint.

Amennyiben viszont elvonatkoztatunk ettől az esettől, úgy a koncentrált tulajdonosi struktúra, –egészen addig, amíg a szóban forgó igazgató nem az irányítási jogokat kezükben tartó részvényesek egyike– csökkentheti annak lehetőségét, hogy a javadalmazási kondíciók túlzott méreteket öltsenek.<sup>698</sup> A felügyelő bizottság intézménye számos kontinentális irányítási rendszer jellemzője, szintén jelentős

---

<sup>695</sup> Németországban, Ausztriában, Belgiumban, és Olaszországban a nem pénzügyi tőzsdei társaságok felének van olyan pakett tulajdonosa, mely a szavazati joggal rendelkező részvények 50%-val rendelkezik, és pl. a német tőzsdei társaságokban csak 17.4%-ban nincs vétőjoggal rendelkező pakettulajdonos.

Lásd FERRARINI, Guido – MOLONEY, Niamh, *Executive Remuneration and Corporate Governance in the EU: Convergence, Divergence, and Reform Perspectives*, European Company and Financial Law Review, (2004) Vol. 1. No. 3, 260. old.

<sup>696</sup> Lásd MCCAHERY, Joseph A. – RENNEBOOG, Luc, *Managerial Remuneration, The Indirect Pay-For-Performance Relation*, Journal of Corporate Law Studies (2001) december. 324. old.

<sup>697</sup> Lásd FERRARINI, Guido – MOLONEY, Niamh – VESPRO, Cristina, *Executive Remuneration in the EU: Comparative Law and Practice*, European Corporate Governance Institute - Law Working Paper (2003) No. 9, 6. old.

Elérhető: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=419120#](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=419120#)

<sup>698</sup> Lásd FERRARINI, Guido – MOLONEY, Niamh – VESPRO, Cristina, *Executive Remuneration in the EU: Comparative Law and Practice*, European Corporate Governance Institute - Law Working Paper (2003) No. 9, 11. old.

Elérhető: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=419120#](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=419120#)

menedzsment-kontrollt jelent a javadalmazás területén, és újabb sajátos fórumot biztosít a felügyelet kapcsán. A munkavállalói szerepvállalás szintén elősegíti, hogy a javadalmazás-politika elfogadhatóbb szinten maradjon. A német társasági jogi modellben ugyanis a felügyelő bizottság nagymértékben a társaságba tőkét fektető bankok és munkavállalók által irányított testület. Mivel ezen érdekszférák képviselőinek határozott követeléseik vannak a társasággal szemben, az alacsony kockázattal járó befektetési stratégiákat favorizálják. Emiatt az is elképzelhető, hogy egy *képzelt* felügyelő bizottság visszautasította volna az *Enron* részvényár növelést célzó befektetési módszereit. A felügyelő bizottság alkalmazása ugyanakkor annak veszélyét hordozza, hogy értékes üzleti lehetőségek maradnak kihasználatlanul, amelyek a társaság növekedésének és profitabilitásának kulcsát képezik, de amelyek túlzott kockázattal járnának együtt.<sup>699</sup> Éppen ezért Európában nem találkozunk olyan gyakran a magasabb kockázatvállalásra ösztönző részvényalapú javadalmazás eseteivel, mint az Egyesült Államokban. A német társaságokban például a vállalatvezetői javadalmazást leggyakrabban a rögzített összegű fizetés és a bonuszok alkotják, míg a részvényekben –és részvény-opciókban– történő juttatás ritka kontraktuális eleme a javadalmazási csomagoknak.<sup>700</sup> Megfigyelhető ezzel kapcsolatban, hogy a jelentős mértékű teljesítményalapú javadalmazások rendszere inkább a szintén magas közköz-hányaddal rendelkező Egyesült Királyságra terjedt át az USA-ból, míg a kontinentális Európában ez kevésbé jelentős, miután a tulajdonosok hatékonyabban tudják ellenőrizni a menedzsmentet.<sup>701</sup> Szembetűnő tehát a kapcsolat a részvényesek struktúrája, valamint a vállalatvezetői javadalmazás között.<sup>702</sup> A *FTSE*<sup>703</sup> *European Top 300 Indexben* szereplő társaságok között Franciaországban tapasztalható a legmagasabb vezérigazgatói fizetési szint (átlag 1. 826.719 dollár), Svédországban pedig a legalacsonyabb (átlag 952. 803 dollár), ami azt jelenti, hogy nincs nagyságrendi különbség az európai országok között. Viszont valamennyien elmaradnak a fentebb ismertetett amerikai fizetésekhez képest.

## 2) Az európai vállalati botrányok hatásai a javadalmazási politikára

Az Európai vállalati botrányokról az előző fejezetekben már többször is esett szó. Most ezek felidézése útján arra fókuszálunk, hogyan alakították az események az európai államok viszonyát a javadalmazás problémaköréhez. Az *Enron-botrány* kapcsolatban számos álláspont kifejtette, hogy „*ez soha nem történhetett volna meg Európában.*” Az akadémiai szféra képviselői az óceán mindkét partján megfogalmaztak elméleteket azzal kapcsolatban, hogy milyen gazdasági és jogtechnikai eltérések állnak a jelenség háttérben. Többnyire ők is azt a megállapítást helyezték elemzéseik középpontjába, hogy az európai társaságok nagy részvényblokk-tulajdonosai hatékonyabban tudják ellenőrizni a társaság menedzsmentjének tevékenységét, mint a szórt részvényesi struktúrával rendelkező amerikai vállalatok igazgatótanácsa. Ezáltal a menedzsment

<sup>699</sup> Lásd THORBURN, Karin S., *Corporate Governance Practices in Europe: Antidote to Enron*, Vermont Law Review (2003) nyár. 888. old.

<sup>700</sup> Lásd: THORBURN, Karin S., *Corporate Governance Practices in Europe: Antidote to Enron*, Vermont Law Review (2003) nyár. 897. old.

<sup>701</sup> Lásd Towers Perrin, *Worldwide Remuneration Survey 2000*

<sup>702</sup> Lásd FERRARINI, Guido – MOLONEY, Niamh – VÉSPRO, Cristina, *Executive Pay: Convergence in Law and Practice Across the EU Corporate Governance Faultline*, Journal of Corporate Law Studies (2004) október. 250. old.

<sup>703</sup> *Financial Times and Stock Exchange*

visszaéléseit is sikeresebben akadályozzák meg.<sup>704</sup> Ennek ellenére korábban –ahogyan erre már utaltunk– a vállalati botrányok nem csak az Egyesült Államok problémái voltak. Európában is számos vállalat nézett szembe a hanyag irányítási modell következményeivel. A lista ismerős lehet a korábbi fejezetek alapján. *Marconi* (Egyesült Királyság), *Elan* (Írország), *EmTV* (Németország), *Vivendi* (Franciaország), *Swiss Life* (Svájc), *Bipop* (Olaszország). Ezek a társaságok mind felelős társaságirányítás hiányától szenvedtek. Figyelemre méltó jelenség ugyanakkor, hogy ezek a hiányosságok csak kivételes esetben vezettek csőd eljáráshoz. Sor került viszont a csőd bejelentésére a holland *Royal Ahold* esetében, mely a világ harmadik legnagyobb élelmiszer kiskereskedőjének számított. E vállalat ugyanis 2003. február 24-én elismerte, hogy 2001-2002-ben eltúlozta a bevételeket legalább 500 millió dollárral. A részvényár ennek következtében 63%-al esett. Lemondott a társaság *CEO*-ja, és *CFO*-ja, akik a megelőző években már beváltották részvény-opciójukat. Érthető, hogy arroganciájuk dühítette a befektetőket.<sup>705</sup> Élhetünk a gyanúperrel, hogy a bevételek felülértékelésében szerepe lehetett az opciókkal elérhető javadalmazás maximálásának. *Luca Enriques*<sup>706</sup> professzor a *Wake Forest Law Review* hasábjain kifejtette 2003-ban, hogy azért nem beszéltek „európai vállalati botrányokról” az amerikai vállalati botrányok mintájára, mert az ellentmondásos helyzetet teremtett volna. Ekkor ugyanis európai társaságirányítási rendszerről kellett volna beszélni. És mivel nincs és nem is volt közös európai társaságirányítási rendszer, nem volt közös szabálykészlet, nem volt olyan tőzsde, ami a *NYSE*-hez vagy a *NASDAQ*-hoz hasonló szerepet játszott volna, továbbá nem volt európai társasági jog, de ami talán még fontosabb, európai közvélemény sem volt, nehéz szakmailag „európai vállalati botrányokról” beszélni a nemzetközi pénzügyi és üzleti sajtót olvasók szűk körén kívül.<sup>707</sup> Ez egybevág az általunk korábban ismertetett állásponttal. Ennek ellenére lehetséges, hogy nem volna nehéz az európai vállalati botrányokban közös vonásokat találni. Viszont egy spanyol jogalany sosem állította volna meggyőződéssel, hogy a *Royal Ahold* vagy akár a *Parmalat* botránya az ő hazájának vállalatirányítási rendszerét a legkisebb mértékben is kritikusan érintené. A vállalatvezetői javadalmazás kérdésköre viszont jelen volt az európai vállalati botrányokban is, mint közös viszonyítási pont. Így például a *Parmalat* esetében a pénzügyi forrásokat elterelték, hogy a társaságot irányító *Tanzi* család tagjai és saját cégeik jussanak hozzá a vagyoni eszközökhöz. A *Vivendi* esetében vita alapját képezte egy 21 millió eurós végkielégítési csomag, amelynek érdekében *Jean-Marie Messier* vetette latba tekintélyét, még azelőtt, hogy *CEO*-ként visszalépett volna. A *Vivendi* új menedzmentje már nem volt hajlandó a végkielégítés kifizetésére. Ehelyett arra hivatkozott, hogy az a francia jogszabályok szerint törvénytelen. Ezt az álláspontot a francia bíróságok határozatai is fenntartották. *Messier* mégsem adta fel a reményt, amelynek később alapot adott, hogy *New York Állam Bírósága* kimondta a szerződés érvényességét, valamint, hogy a *Vivendi* megsértette szerződéses kötelezettségét. Végül *Messier* győzelme az amerikai bírósági rendszeren keresztül püroszinak bizonyult, mivel a *SEC* keresetet indított ellene a *Sarbanes-Oxley Act* alapján rendelkezéseire

---

<sup>704</sup> lásd pl: COFFEE, John C. Jr., *What Caused Enron? A Capsule Social and Economic History of the 1990's*, Columbia Law School - Centre for Economic Studies Working paper No. 214 (2003) 45-46. old. Elérhető: [http://ssrn.com/abstract\\_id=373581](http://ssrn.com/abstract_id=373581)

<sup>705</sup> ENRIQUES, Luca, *Bad Apples, Bad Oranges: A Comment from Old Europe on Post-Enron Corporate Governance Reforms*, *Wake Forest Law Review* (2003) Vol. 38. 912-913. old.

<sup>706</sup> Luca Enriques, a *Bolognai Egyetem* Jogi Karának professzora.

<sup>707</sup> Lásd ENRIQUES, Luca, *Bad Apples, Bad Oranges: A Comment from Old Europe on Post-Enron Corporate Governance Reforms*, *Wake Forest Law Review*. (2003) No. 38. 914-915. old.

alapozva. Ebből adódóan arra kényszerült, hogy visszavonja keresetét a végkielégítési csomagra vonatkozóan, sőt még ezen túlmenően is bírságot fizessen.<sup>708</sup>

Svédország sem volt mentes a javadalmazási botrányoktól, 2003-ban egy független vizsgáló-bizottság jelentette be, hogy a *Skandia* vezetőinek 79 millió dollár értékű bonusz került kifizetésre, amelyet sem az igazgatótanács nem hagyott jóvá, sem az éves jelentésben nem tüntettek fel. Szintén közfelháborodást váltott ki, amikor a svéd-svájci tervezővállalat ABB két vezetőjének 140 millió dollár összegű nyugdíjat és egyéb juttatásokat kínáltak fel. Sőt, Svájcban a vállalatvezetői javadalmazásokkal kapcsolatos reformelképzelések e botrány következményeinek tekinthetők.<sup>709</sup>

### 3) Az Európai Unió ajánlásai a vállalatvezetői javadalmazás területén

2002. áprilisában a már korábban felállított *High Level Group of Company Law Experts* munkacsoportot a Tanács és a Bizottság felkérte arra, hogy vizsgáljanak meg olyan további társaságirányítási és könyvvizsgálati kérdéseket, amelyek az idő szerint aktuális *Enron-botrány* tükrében relevánsnak tűnhettek. Korábban részletesen ejtettünk szót arról, hogy a munkacsoport 2002. novemberében tette közzé jelentését. A jelentés szorgalmazta, hogy az EU a társaságirányítás bizonyos területein ajánlásokkal próbálja előmozdítani a *corporate governance* ügyét. A *Highlevel Group* javaslatát a javadalmazás területére vonatkozó észrevételeket a Bizottság ajánlások formájában adaptálta. Amint azt korábban kifejtettük, ezen a területen az EU jogforrások hatékonysága kötelező erő hiányában csak a etikai megfontolásokon alapulhat, valamint a társadalmi és piaci szankciók csekély hatásain. A flexibilis megoldás persze elméletben igazodna az Unió adottságaihoz, hiszen a javadalmazás gyakorlatának rendszere tagállamonként eltér, a korábbi fejezetekben azonban kifejtettük már, hogy az ajánlás, valamint az üzleti szféra irányában megnyilvánuló –már-már naivitásba hajló– jóhiszeműség elégtelen eszköz egy olyan területen, ahol az ellenérdekelt felek a végsőkig hajlandók elmenni igazukért; úgy, ahogyan *Messier* tette, amikor az amerikai fórumok előtt kereste igazát, miután Franciaországban nem találta.<sup>710</sup>

Az EU a társaságirányítás –javadalmazási szempontok alapján– megfelelő rendszerét, még ha a kötelező erő vonatkozásában deficit is mutatkozott, tartalmi vonatkozásban megkísérelte körülhatárolni. Emiatt kívánt hangsúlyt fektetni arra, hogy biztosítsa a részvényesek számára a javadalmazás megállapításának folyamata felett az ellenőrzés lehetőségét. A javadalmazás „*megfelelő rendszerét*” az EU elsősorban a transzparens működés segítségével, az ellenőrzési funkciók kiterjesztésével (tehát a *független igazgatók* és a *felügyelő bizottságok* megerősítésével), illetőleg a javadalmazási bizottságok (*remuneration committees*) felállításának útján kívánta előmozdítani. E

---

<sup>708</sup> Lásd HILL, Jennifer G., *Regulating Executive Remuneration: International Developments in the Post-Scandal Era*, Vanderbilt University Law School – Law and Economics Working Paper, No. 06-06. 4. old.

Elérhető: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=887944](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=887944)

<sup>709</sup> Lásd HILL, Jennifer G., *Regulating Executive Remuneration: International Developments in the Post-Scandal Era*, Vanderbilt University Law School – Law and Economics Working Paper, No. 06-06. 5. old.

Elérhető: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=887944](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=887944)

<sup>710</sup> Lásd ENRIQUES, Luca, *Bad Apples, Bad Oranges: A Comment from Old Europe on Post-Enron Corporate Governance Reforms*, Wake Forest Law Review (2003) No. 38. 916-917. old.



koncepciót tovább gondolva merült fel az a javaslat, hogy a javadalmazás megállapításában illetékes szervnek biztosítania kell a részvényeseket arról, hogy a javadalmazási kontraktusok optimálisak a számukra.<sup>711</sup>

E célok megvalósításáról már az *Európai Unió társaságirányítási rendszeréről szóló fejezetünkben* is szót ejtettünk. A 2004. év decemberében és a 2005. év februárjában az Európai Bizottság két ajánlást fogadott el. Egyet annak érdekében, hogy elősegítsék egy megfelelő rendszer előmozdítását az igazgatók javadalmazásának tekintetében (2004/913/EK) és egyet annak érdekében, hogy megerősítsék a nem-ügyvezető igazgatók, illetve felügyelő bizottsági tagok ellenőrzésben betöltött pozícióit (2005/162/EK). A javadalmazás kérdésfelvetéseinek vonatkozásában mindkét ajánlás tartalma tartalmaz releváns elemeket, de ezt korábban már részletesen ismertettük. Nem foglalkoztunk viszont korábban, a 2007. év júliusában a Bizottság által közzétett két – a javadalmazás témaköréhez szervesen kapcsolódó – Jelentéssel. Ezek a Jelentések a két ajánlás alkalmazását vizsgálták meg, 21 tagállamban.

Számunkra most a megfelelő rendszer előmozdításáról szóló (2004/913/EK) ajánlás tartalma fontosabb, amely négy nagyobb kategóriába osztható: 1) a vállalat javadalmazási irányvonalainak (*remuneration policy*) közzététele, 2) a részvényesek határozathozatala a javadalmazási irányvonalakról, 3) az egyes igazgatók javadalmazásának közzététele, 4) az előzetes részvényesi hozzájárulás a részvényalapú javadalmazásokhoz.

A Bizottság vonatkozó Jelentése minden egyes elvet figyelembe vesz, miközben feltérképezi, hogy a tagállamok követték-e az ajánlás rendelkezéseit. Az elemzés különbségekre utal az egyes rendelkezések alkalmazásának vonatkozásában, mind az alkalmazás tényének, mind az alkalmazás módjának tekintetében. Ahogy az a Bizottság Jelentésének alapját képező adatokból kiderül, a tagállamok hozzávetőleg 80%-a részben vagy egészben alkalmazza az ajánlásokat a társaságok javadalmazási politikájának közzétételére vonatkozóan. A transzparencia lényegi megközelítése viszont tagállamonként változhat. Vannak tagállamok (például Ausztria), amelyek esetében a javadalmazási politika közzététele csak az igazgatóság tagjaira, a vezérigazgatóra, esetleg más vezetőkre vonatkozik. Ehhez képest általánosabb követelményeket támasztanak más tagállamok (köztük például Lettország).

Az ajánlási rendelkezés, miszerint a javadalmazási politikáról a részvényeseknek kell szavazniuk, általánosságban nem kerül megfelelő alkalmazásra a tagállamok többségében. Csak néhány tagállam tartotta szükségesnek, hogy javasolja, vagy megkövetelje a részvényesek határozatát a javadalmazási politika elveiről.<sup>712</sup> Néhány országban az ilyen határozathozatalt az éves jelentéshez kapcsolják általánosságban, nem pedig a javadalmazási jelentéshez elkülönülten.<sup>713</sup> A Bizottság Jelentése rávilágít, hogy bár számos tagállamban a közgyűlés is érintett az igazgatók javadalmazásáról szóló határozatok előkészítésében vagy meghozatalában, de mégis ajánlás vagy kötelező jogszabály a javadalmazási politika elveiről történő *elkülönült* szavazásra vonatkozóan. Fontos kérdésnek tekinthető a nem kötelező erejű, konzultatív jellegű

---

<sup>711</sup>FERRARINI, Guido – MOLONEY, Niamh – VESPRO, Cristina, *Executive Remuneration in the EU: Comparative Law and Practice*, European Corporate Governance Institute Law Working Paper (2003) június. 12. old.

Elérhető: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=419120#](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=419120#).

<sup>712</sup> Franciaország, Írország, Magyarország, Litvánia, Málta, Hollandia, Szlovákia, Svédország, és az Egyesült Királyság. Szlovénia csak részben fogadott el ilyen szabályozást.

<sup>713</sup> Franciaország, Írország



részvényesi szavazás hatékonyságának kérdése is. Erre szolgáltatott kitűnő példát az Egyesült Királyságban a közismert *GlaxoSmithKline* társaság praxisában, 2003-ban lefolytatott határozathozatali eljárás, melynek során a részvényesek a *CEO* csillagászati összegű végkielégítési csomagja ellen szavaztak. Ezt követően, 2005-ben *Lord Hollick*, a *United Business Media* korábbi *CEO*-ja kényszerült arra, hogy lemondjon egy 250.000 font összegű bonuszról, amit azért kapott volna, mert biztosította pozíciójának sikeres átadást a társaság következő *CEO*-jának, de a részvényesek 76%-a a javadalmazási jelentés elfogadása ellen szavazott.<sup>714</sup> Tetten érhető tehát egy folyamat, melynek eredményeképpen még a konzultatív szavazás eredménye is hatályosulhat a vállalati vezetők irányában, amennyiben a média érdeklődése kellőképpen nagy. A főszerep a nyomásgyakorlásé, amely a társaság vezetőit arra késztetheti, hogy a társaságirányítási gyakorlatot a társadalmi elvárásokhoz közelítsék.<sup>715</sup>

A tagállamok nagy többsége követi azt a rendelkezést, amely teljes transzparenciát kíván meg az egyes igazgatótanácsi tagok javadalmazása tekintetében. Néhány tagállam ugyanakkor csak az összes igazgató javadalmazása teljes összegének közzétételét írja elő. A nyilvánosságra hozatal részleteit illetően a tagállamok tekintélyes része pontosan meghatározza azokat a javadalmazási elemeket, amelyeket az ajánlásnak megfelelően az éves jelentésben vagy javadalmazási jelentésben közzé kell tenni.

*Szinte minden tagállam*<sup>716</sup> megköveteli, hogy a részvényalapú javadalmazási sémák előzetes részvényesi hozzájárulás tárgyát képezzék, habár vannak különbségek abban a tekintetben, hogy e rendelkezést milyen terjedelemben alkalmazzák. Példának okáért egyes tagállamokban csak meghatározott vezető tisztségviselői minőségben (felügyelő bizottsági tagok, ügyvezető igazgatók, nem-ügyvezető igazgatók, stb.) rendelkezésre bocsátott javadalmazási elemek esnek a részvényesi határozathozatal tárgykörébe. A tagállamok egy újabb csoportjában pedig csak az olyan részvényalapú juttatások képezik közgyűlési határozathozatal tárgyát, amelyek új részvények kibocsátását, részvényopciókat, vagy más részvény-akvizíciós jogot érintenek, avagy olyanok, amelyek hosszú távú ösztönző megállapodások elemét képezik.<sup>717</sup>

Összefoglalás gyanánt elmondhatjuk, hogy a tőzsdén jegyzett európai társaságokban az angolszász társaságirányítási modellhez képest –mely a hangsúlyt az igazgatótanács hatékonyságára és az ösztönző szerződés által biztosított mechanizmusra helyezi– a kontinentális társaságirányítási mechanizmus eltolódik a nagy részvényblokk-tulajdonosok (*blockholderek*) és az adósságfinanszírozást biztosító pénzügyi intézetek által gyakorolt felügyelet irányába. Emellett menedzserek, részvényesek, finanszírozók, és más érintettek (*stakeholderek*) tartósan fennálló, több irányba is kiterjedő kapcsolatai sem elhanyagolhatók. A javadalmazás szempontjából ez annyit tesz, hogy amíg a *CEO* és vagy a menedzsment más tagja a meghatározó befolyással rendelkező részvényesi

---

<sup>714</sup> Lásd SABBAGH, Dan, *Hollick Backs Down Over 250.000 Bonus*, Times Online (2005) május 17.

Elérhető: [http://business.timesonline.co.uk/tol/business/industry\\_sectors/media/article523399.ece](http://business.timesonline.co.uk/tol/business/industry_sectors/media/article523399.ece)

<sup>715</sup> HILL, Jennifer G., *Regulating Executive Remuneration: International Developments in the Post-Scandal Era*,

Vanderbilt University Law School – Law and Economics Working Paper No. 06-06. 19. old.

Elérhető: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=887944](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=887944)

<sup>716</sup> Kivéve Málta.

<sup>717</sup> Lásd ZANARDO, Alessandra, *Does the Application by Member States of the Commission Recommendations on Corporate Governance Issues Depend on the Diversity of Ownership Structures and Corporate Governance Systems?* – Bocconi University – Institute of Comparative Law „Angelo Sraffa”(I.D.C.) Legal Studies Research Paper Series. 10-12., 12-14. old.

Elérhető: <http://ssrn.com/abstract=1320195>

csoporttól független, addig korlátozott annak lehetősége, hogy a javadalmazás nagyságrendjei–az Egyesült Államok példáját követve– véglegesen elrugaszkodjanak a realitásoktól.<sup>718</sup>

#### IV. Az alkalmazott javadalmazási eszközök a vonatkozó jogszabályok tükrében

##### 1. A javadalmazás célja

Az egyes javadalmazási eszközök bemutatása előtt szükségesnek tartjuk a használatukkal elérni rendelt célok bemutatását is. E célokat a brit *Combined Code on Corporate Governance* is körülhatárolja saját szabályozási körében. Megfogalmazása szerint a javadalmazás célja, hogy a társaság megszerezze, megtartsa, és motiválja az olyan kvalitásokkal rendelkező igazgatókat, akik nélkülözhetetlenek a társaság sikeres működéséhez. Ugyanakkor a társaságnak el kell kerülnie, hogy magasabb összegű javadalmazást fizessen, mint ami e célok eléréséhez szükséges. A cél tehát egy meglehetősen kényes egyensúly kialakítása.<sup>719</sup> Hasonló megfogalmazással él az *ASX Principles of Good Corporate Governance*, amikor ismerteti azokat a tényezőket, amelyeket a javadalmazás megállapítása során figyelembe kell venni.<sup>720</sup> A brit *Combined Code on Corporate Governance* emellett azt is hangsúlyozza, hogy az ügyvezető igazgatók javadalmazási csomagját úgy kell megtervezni, hogy az összehangolja érdekeiket a részvényesek érdekeivel, valamint hogy jelentős ösztönzést biztosítson számukra, hogy a legmagasabb szintű teljesítményt nyújtsák.<sup>721</sup> Az *ASX Principles of Good Corporate Governance* ezzel kapcsolatban megállapítja, hogy a javadalmazásnak motiválnia kell a vállalat vezetőit a társaság hosszú távú fejlődésének és sikerének előmozdítása érdekében. Ezen felül az is lényeges, hogy a díjazás egyértelmű kapcsolatot mutasson az igazgatók teljesítményével.<sup>722</sup>

##### 2. A javadalmazási eszközök megjelenése és rendszere az ajánlásokban és a kontraktusokban

Miután áttekintettük az Európai Unió szabályozási törekvéseit és a vállalati vezetők javadalmazására vonatkozó ajánlásait, lényeges szempontnak tartjuk, hogy a továbbiakban empirikus elemzésünk tárgyát az egyes javadalmazási elemek képezzék,

<sup>718</sup> Lásd FERRARINI, Guido – MOLONEY, Niamh – VESPRO, Cristina, „Governance Matters”: *Convergence in Law and Practice Across the Executive Pay Faultline*, The Journal of Corporate Law Studies, 2004. 2. 12. old.

Elérhető: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=498362](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=498362)

<sup>719</sup> The Combined Code on Corporate Governance (2003) július. 12. old.

Elérhető: [http://www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/lr\\_comcode2003.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/lr_comcode2003.pdf)

<sup>720</sup> ASX Principles of Good Corporate Governance 35. old.

Elérhető: <http://asx.ice4.interactiveinvestor.com.au/ASX0701/Corporate%20Governance%20Principles/EN/body.aspx?z=1&p=35&v=1&uid>

<sup>721</sup> The Combined Code on Corporate Governance (2003) július. 12. old.

[http://www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/lr\\_comcode2003.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/lr_comcode2003.pdf)

<sup>722</sup> ASX Principles of Good Corporate Governance 35. old.

<http://asx.ice4.interactiveinvestor.com.au/ASX0701/Corporate%20Governance%20Principles/EN/body.aspx?z=1&p=35&v=1&uid>

különös tekintettel a velük kapcsolatban alkalmazásra kerülő tőzsdei szabályanyagra. A tőzsdék által alkalmazott kódexek (ajánlások) természetesen nem jogszabályok, így közvetlen kötőerővel sem rendelkeznek (mint ahogyan a témakörben kibocsátott Európai Unió ajánlás sem), viszont a befektetők és a piacok számára jelzés értéke lehet, ha egy vállalat figyelmen kívül hagyja ezeket. Most három vonatkozó ajánlás (*codes of best practices*) tartalmát vetjük össze. Ebből kettő – a *BÉT Felelős Társaságirányítási Ajánlásai* illetve a *Deutscher Corporate Governance Codex* – az EU ajánlásainak implementációján alapulnak. A harmadik, az *ASX Principles of Good Corporate Governance* nem az Európai Unióban keletkezett, de a témakör globális fejlődési tendenciái a hasonlóságokra irányítják a figyelmünket. E tapasztalható jelenség a befektetői igények, valamint a társaságirányítási reformok *tartalmának* konvergenciájára utal.

A megfelelő motiváció eszközei és az általuk kitűzött célok viszonylatában indokolt elemeznünk a társaságirányítási kódexek ajánlásait. A *BÉT Felelős Társaságirányítási Ajánlásai* –részben a már felvetett problémákra reflektálva– felhívják a figyelmet, hogy az *érdekeltségi elemek arányát javasolt úgy meghatározni, hogy a kedvezményezetteket stratégiai gondolkodásra ösztönözze*. A stratégia szintű gondolkodás a javadalmazással összefüggő kérdésekben kiemelt szerephez jut. A megfelelő motiváció biztosítása mellett a javadalmazási megállapodások és kontraktusok feladata az is, hogy megakadályozzák a tényleges fundamentumok hiányában megvalósított, gyors, rövid távú részvényár-maximálást. A felügyelő bizottsági tagok esetében az előre meghatározott összegű javadalmazás ajánlott, így nem tanácsos a részvényárfolyamhoz kapcsolódó javadalmazási elemek alkalmazása.

Az *ASX Principles of Good Corporate Governance* a javadalmazási egyes elemeivel összefüggésben kiemeli, hogy a legtöbb javadalmazási csomag a fix (rögzített) és az ösztönző (teljesítményarányosan változó) juttatások egyensúlyán alapul. Ezzel kapcsolatban pedig az alábbi elemek alkalmazását tartja megfontolandónak: fix javadalmazás, teljesítményalapú javadalmazás, részvényalapú javadalmazás, végkielégítés.<sup>723</sup>

A *Deutscher Corporate Governance Codex* alapján az igazgatósági tagok teljes javadalmazása magában foglalja a pénzügyi javadalmazási elemeket, a nyugdíjakat, az egyéb hozzájárulásokat (különösen a tevékenység befejezéséhez kapcsolódókat), minden típusú járulékos (fizetésen kívüli) juttatást, valamint a harmadik személyek által juttatott előnyöket, amelyeket az igazgatóságban folytatott tevékenységre tekintettel ígértek, vagy az aktuális üzleti évben adományoztak. A pénzügyi juttatásoknak a fix és a változó elemeket is át kell fogniuk. A változó elemek az egyszeri és évente visszatérő, az üzleti sikerhez kötött komponenseket, valamint a hosszú távú ösztönző hatású, kockázati elemeket is magába foglaló összetevőket jelentik.<sup>724</sup>

A menedzsment ösztönzésében szerepet kell kapnia a pénzbeli és a nem pénzbeli elemeknek egyaránt (amilyen például a karrier-orientáció.) A *menedzsment pénzbeli javadalmazásával* kapcsolatban a következő elemek a leghangsúlyosabbak: a *fizetés (illetmény)* és *prémiumok*; a *részvényopciók* és *elidegenítési tilalom alatt álló*

<sup>723</sup> ASX Principles of Good Corporate Governance, 36. old.

<http://asx.ice4.interactiveinvestor.com.au/ASX0701/Corporate%20Governance%20Principles/EN/body.aspx?z=1&p=35&v=1&uid=>

<sup>724</sup> German Corporate Governance Code, 4.2.3, 2008. június 6.

Elérhető: <http://www.corporate-governance-code.de/eng/kodex/4.html>

részvények<sup>725</sup>; a további kompenzációs elemek; illetve a már meglévő részvények és részvény-opció részesedések átértékelése, újraárazása.<sup>726</sup> Ide sorolhatjuk továbbá a nyugdíj megállapodásokat és a golden parachuteokat,<sup>727</sup> továbbá a kedvezményes kölcsönöket is.

Lényeges, ám nehezen áttekinthető javadalmazási elemet jelentenek az üzleti zsargonban *perk*nek (a *perquisites* kifejezésből eredően) nevezett, *külön jövedelmek*. Ezek olyan –esetleges– előnyök, amelyeket a menedzserek számára juttatásaikon felül biztosítanak, gyakran reprezentációs illetve kényelmi céllal. Ilyenek lehetnek például a nagy összegű költségtérítések, a társaság repülőgépének vagy gépkocsijának használata, a luxusapartmanok igénybe vétele. Továbbá ezek közé tartozhat az átlagon felüli egészségbiztosítás finanszírozása, vagy a különböző klubtagságok felkínálása. Az ilyen juttatások tehát rendszerint nem pénzben, hanem természetben biztosított előnyök.<sup>728</sup> Figyelemreméltó, hogy bár csekélyebb figyelem irányul rájuk, értékük mégis jelentős lehet.

A javadalmazási elemek rendszerbe foglalása során alapvetően három kategóriát állíthatunk fel: a) fizetés és olyan juttatások, amelyek nem a társaság teljesítményétől függenek; b) opciók és más ösztönző kompenzációs eszközök, amelyek a társaság részvényeinek teljesítményétől függenek; c) bonuszok és más ösztönző kompenzációs eszközök, amelyek a társaság teljesítményén alapulnak, meghatározott számviteli mutatókhoz viszonyítva.<sup>729</sup>

A vállalati vezetők javadalmazásának fix komponensét fundamentálisan az alapilletmény képezi. Ugyanakkor fontos tényezőnek számítanak a változó elemek. Ezek függhetnek közgyűlési határozattól, vagy a kitűzött célok elérésétől (netán meghaladásától). E tekintetben a leggyakoribb példát a részvényopciók (és opciós tervek), az éves bonuszok és a hosszú távú ösztönző tervek (*long term incentive plans, ún. LTIP*) képezik, mellyel a menedzsment több éven átívelő javadalmazásban részesülhet teljesítményéért, nem csupán éves szintű díjazásban.<sup>730</sup>

Az éves bonuszok mértéke hagyományosan a társaság teljesítmény-mutatóihoz igazodik. Ilyenek lehetnek különösen a számviteli eredményeken alapuló adatok, mint például bevételek, eladások, vagy üzemi eredmény. Ebben a vonatkozásban alkalmazásra kerülhetnek olyan mutatók, mint a sajáttőke-arányos megtérülés,<sup>731</sup> az

---

<sup>725</sup> Az elidegenítési tilalom alá eső részvényeket meghatározott időn keresztül nem idegenítheti el az ezeket javadalmazási elemként megkapó menedzser. Eredeti nevük a non-tradeable restricted stock.

<sup>726</sup> Lásd HALL, Brian J. *The Pay to Performance Incentives of Executive Stock Options*. Working Paper 6674. National Bureau of Economic Research. (1998) augusztus. 9. old.

Elérhető: <http://www.nber.org/papers/w6674>

<sup>727</sup> Vagyis az arany ejtőernyőnek nevezett csillagászati végkielégítésről történő megállapodásokat.

<sup>728</sup> Lásd RAJAN, Raghuram G. – WULF, Julie, *Are Perks Purely Managerial Excess?*. National Bureau of Economic Research. Working Paper No. 10494. 2004. május.

Elérhető: <http://www.nber.org/papers/w10494.pdf>,

<sup>729</sup> Lásd BAINBRIDGE, Stephen M., *Book Review: Lucian Bebchuk & Jesse Fried, Executive Compensation: Who Decides? – Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation* (Harvard University Press, Cambridge, 2004), *Texas Law Review*, (2005) No. 83. 1621. old.

<sup>730</sup> Lásd CHEFFINS, Brian R. – THOMAS, Randall S., *Should Shareholders Have a Greater Say Over Executive Pay? : Learning From the US Experience*, *Journal of Corporate Law Studies* (2001) december 278. old.

<sup>731</sup> ROE: Return on Equity

eszközarányos megtérülés,<sup>732</sup> a befektetés megtérülése,<sup>733</sup> és a gazdasági hozzáadott érték.<sup>734 735</sup>

A bonuszokhoz hasonló javadalmazási elemet jelentenek a hosszú távú ösztönző tervek. Ezeket ugyanakkor több éven átívelő teljesítményért nyújtják a társaságok. Ilyen megállapodás példája lehet, hogy amennyiben az eszközarányos megtérülés legalább 15% a 3 egymás után következő évben, akkor válik a jutalom kifizetése esedékessé. A hosszú távú ösztönző eszközök nem olyan fontosak éves alapon, mert csak akkor kell velük számolni, ha a meghatározott teljesítmény-célok elérése megtörténik.<sup>736</sup>

A fent ismertetett komponensek meghatározott arányban összeállított portfóliója képezi a (vállalatvezető) menedzser javadalmazási csomagját.

*Charles Gibbons*<sup>737</sup> és *Kevin J. Murphy* professzorok megfigyelése alapján fontos lehet a karrier-orientáció ösztönző hatása is. Ez ugyanis megfelelő motivációt nyújthat a társaságon belüli érdekegység megteremtéséhez. Egy optimális javadalmazási megállapodás maximál minden ösztönzést, ideértve az implicit ösztönzéseket, amelyek a karrierközpontú előmenetelhez kapcsolódnak, valamint az explicit ösztönzéseket, amelyek a javadalmazási csomaghoz kapcsolódnak. *Gibbons és Murphy* megfigyelései alapján a karrier kezdeti fázisaiban hasznos teljesen elválasztani a javadalmazást a teljesítménytől, mivel egy hosszú távú karrier kilátása önmagában is elegendő ösztönző erőt biztosít. Ugyanakkor a nyugdíjas kor közeledtével ezek az elemek már egyre kevésbé bizonyulnak hatékonyak.<sup>738</sup> *Bebchuk* és *Fried* kutatásai alapján fontos tekintetbe venni a javadalmazási megállapodások kialakításánál, hogy a felső vezetőknek nem áll érdekükben, hogy limitálják a saját javadalmazásukat. Helyzetük ugyanis általában rendkívül stabil, nagyon kevesen veszítik el közülük állásukat. Csúcspozíciójukból adódóan előléptetésre sem törekednek, és amennyiben egy másik társaságnál folytatják tevékenységüket, aktuális javadalmazási csomagjuk magassága csak további előnyös pozíciót jelent számukra a bérmegállapodásnál.<sup>739</sup> A lelépési pénzekkel való visszaélésekre a választ *Bebchuk* és *Fried* az igazgatótanács függetlenségének erősítésében, valamint a részvényesek hatalmának erősítésében látják. Ugyanakkor ezzel kapcsolatban nem csak a magasabb szintű transzparenciára kell törekedni, hanem a részvényesi kontroll erősítésére is. Nevezetesen arra, hogy a részvényesek szavazhassanak a kompenzációs csomag egyes elemeiről, és az éves közgyűlésen megtartott szavazáson kötelező erővel fogadhassanak el határozatokat a kompenzációval kapcsolatban.<sup>740</sup> Ezzel a kontroll-jogosultsággal ugyanis jelentősen csökkenteni lehet a menedzsment javadalmazásának megállapításában kulcsfontosságú problémát, nevezetesen a vezető pozíciókból fakadó előnyöket a társaságban. Viszont a problémakör összetett jellegének köszönhetően, annak kiküszöböléséhez csak

<sup>732</sup> ROA: Return on Assets

<sup>733</sup> ROI: Return on Investment

<sup>734</sup> EVA: Economic Value Added

<sup>735</sup> Lásd AGGARWAL, Rajesh, *Executive Compensation and Corporate Controversy*, Vermont Law Review (2003) No. 4. 851-852. old.

<sup>736</sup> Lásd AGGARWAL, Rajesh, *Executive Compensation and Corporate Controversy*, Vermont Law Review (2003) No. 4. 855. old.

<sup>737</sup> Robert Gibbons, az MIT Sloan School of Management professzora.

<sup>738</sup> Lásd ALCOUFFE, Alain – ALCOUFFE, Christiane, *Control and Executive Compensation in Large French Companies*, Journal of Law and Society (1997) március. 87. old.

<sup>739</sup> Lásd MARTIN, Susan Lorde, *Executive Compensation: Reining in Runaway Abuses-Again*, University of San Francisco Law Review (2006) ősz. 154-155. old.

<sup>740</sup> Lásd BEBCHUK, Lucian – FRIED, Jesse, *Pay Without a Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation* (Harvard University Press, 2004), 190-210. old.



hozzájárul –de nem elégséges feltétele–, a független igazgatósági tagok delegációja a javadalmazási bizottságokba, illetve a független javadalmazási szakértők alkalmazása.<sup>741</sup>

### 3) A teljesítményalapú javadalmazás és a teljesítmény-mutatók

Az elmúlt időszakban két technika forradalmasította a javadalmazás területét az Egyesült Államokban, majd nyert teret világszerte. Egyrészt a *teljesítményalapú javadalmazás*, másrészt –ehhez kapcsolódóan– az *opciókkal történő jutalmazás*, az ösztönző részvényopciók.<sup>742</sup>

A nagyvállalatok javadalmazási politikájának alapelvét jelenti napjainkban a javadalmazás összekapcsolása a teljesítménnyel. A tendencia tetten érhető a *Budapesti Értéktőzsde Felelős Társaságirányítási Ajánlásaiban* is. Az ajánlás ugyanis kiemeli, hogy a javadalmazás megállapításánál figyelembe kell venni a tagok feladatait és a felelőségük mértékét. Szintén tekintetbe kell venni, hogy a társaság milyen mértékben érte el célkitűzéseit és milyen a gazdasági, pénzügyi helyzete.<sup>743</sup>

A *Deutcher Corporate Governance Codex* szabályozási körében az igazgatóság tagjainak javadalmazását a felügyelő bizottságnak kell meghatározni. Az ajánlás hangsúlyozza a javadalmazás nagyságrendjével összefüggésben, hogy annak *megfelelő összegűnek* kell lennie, melyet egy teljesítményértékelés állapít meg. E kódex szerint a javadalmazás megfelelő mértéke elsősorban a mindenkori igazgatósági tag kötelességein, személyes teljesítményén, az igazgatóság teljesítményén és a társaság gazdasági helyzetén, sikerein és jövőbeli kilátásain alapul. Az ajánlás összehasonlító szempontok figyelembe vételét is javasolja. Kiemeli ugyanis, hogy a javadalmazás megállapításánál tekintetbe kell venni a társasággal összehasonlítható versenytársak által alkalmazott javadalmazási gyakorlatot is.<sup>744</sup>

A brit *Combined Code on Corporate Governance* szerint is követendő, hogy az ügyvezető igazgatók javadalmazása kapcsolódjon az egyéni és a vállalati teljesítményhez.<sup>745</sup> Szintén követelményként jelenik meg, hogy a kifizetések vagy juttatások a társaság teljesítményének függvényei legyenek. A *Combined Code on Corporate Governance* is hangsúlyozza, hogy meg kell fontolni azoknak a teljesítmény-mutatóknak az alkalmazását, amelyek a vállalat versenytársaihoz viszonyított teljesítményét mutatják (ilyen lehet például a teljes részvénytulajdonosi hozam). A kifizetések időzítése kapcsán kiemeli, hogy az ösztönzési szisztémában történő juttatások rendelkezésre bocsátása inkább ütemezve történjen, ne egyetlen nagy csomagban.<sup>746</sup> A *Combined Code on Corporate Governance* a nem ügyvezető

---

<sup>741</sup>Lásd HILL, Jennifer – YABLON, Charles M., *Corporate Governance and Executive Remuneration: Rediscovering Managerial Positional Conflict*, University of New South Wales Law Journal (2002) No. 2. 307. old.

<sup>742</sup> Lásd: HILL, Jennifer G., *Regulatory Responses to Global Corporate Scandals*, Wisconsin International Law Journal (2005) No. 3. 408. old.

<sup>743</sup>Budapesti Értéktőzsde Zrt. Felelős Társaságirányítási Ajánlások, 15, 2.7.1.

[http://www.bet.hu/data/cms61378/FTA\\_080516.doc](http://www.bet.hu/data/cms61378/FTA_080516.doc),

<sup>744</sup> German Corporate Governance Code, 4.2.2, (2008. június) 6. old.

Elérhető: <http://www.corporate-governance-code.de/eng/kodex/4.html>

<sup>745</sup>The Combined Code on Corporate Governance, (2003 július) 12. old.

Elérhető: [http://www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/lr\\_comcode2003.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/lr_comcode2003.pdf)

<sup>746</sup>The Combined Code on Corporate Governance, (2003 július) 21. old.

igazgatók javadalmazásának tekintetében a feladat ellátásával járó időigényt és az ahhoz kapcsolódó felelősséget tekinti irányadónak.<sup>747</sup>

Az *ASX Principles of Good Corporate Governance* szerint is fontos a megfelelő kapcsolat a teljesítmény és a javadalmazás között. Kiemeli ugyanakkor a javadalmazás meghatározásában szerepet játszó elvek vonatkozásában, hogy azoknak a befektetők számára kellőképpen transzparensnek és érthetőnek kell lenni. Kiemelt fontosságot tulajdonít mind a teljesítményalapú, mind a részvényalapú javadalmazás területén a meghatározott teljesítmény-mutatók fontosságának. A javadalmazás alapvető céljának tekinti ugyanakkor, hogy az a társaság hosszú távú növekedését és sikerét segítse elő.<sup>748</sup>

Lényeges problémával szembesülünk ugyanakkor, amennyiben a vállalat vezetésének teljesítményét fokozandó, a részvényesi jóléthez (*shareholders wealth*) kapcsoljuk a menedzsment javadalmazását. Ehhez ugyanis elsődlegesen meg kell állapítanunk, hogy mi a részvényesi jólét, illetve, hogy mi a vállalat értéknövekedésének legmegbízhatóbb indikátora? Az *Efficient Capital Market Hypothesis* szerint az értékpapír *piaci ára* annyira pontosan fogja tükrözni az ésszerű, méltányos árat, amennyire csak lehetséges.<sup>749</sup> Ennek az elméletnek az alapja ugyanis abban áll, hogy minden nyilvános, hozzáférhető információ teljesen beépül a részvények árfolyamába, tehát az árfolyam megbízhatóan tükrözi vissza ezeket.<sup>750</sup>

Ez alapján a részvényár tekinthető a vállalatok teljesítményének legmegbízhatóbb indikátorának. Ez pedig nem csupán a múltbeli teljesítményt, de a jövőbeli várakozásokat is magában foglalja. Korábban kifejtettük már, hogy ezzel a vélekedéssel általánosságban sem értünk egyet. A megközelítés azonban kimondottan javadalmazási nézőpontból sem meggyőző. Keveset árul el ugyanis egy vállalat meghatározott részlegét vezető menedzser személyes teljesítményéről. Komolyabb problémát vet fel ugyanakkor az a megfigyelés, mely szerint a piac nem mindig működik a fent leírt hatékonysággal. Továbbá a részvényárfolyam alakulására az igazgatóság tevékenységi körén kívüli elemek is befolyással vannak. Emellett az is elképzelhető, hogy a menedzsment a magasabb javadalmazás érdekében rövid távon befolyásolni próbálja az árfolyamot. Mindezeknek a felvetéseknek ellenére azt is be kell látnunk, hogy bár a részvényár, mint a gazdasági teljesítőképesség indikátora nem vehető figyelembe, más – pontosabb – indikátort találni éppoly nehéz.

A *számvetési mutatók* szintén lehetnek a teljesítmény-értékelésben használt indikátorok, bár sokszor nem kevésbé pontatlanok. Alkalmazásuk tekintetében ugyanakkor felvetődhet a visszaélések lehetősége. A számvetési adatok menedzsment általi manipulációja nagyon is gyakorinak számított az ezredfordulót követően. Így a vállalat vezetése siettetheti, vagy késleltetheti a bevételeket, illetve a kiadásokat, az ilyen manipuláció pedig befolyásolhatja a negyedéves, illetve éves beszámoló eredményeit. A számvetési mutatók alkalmazásának és a velük kapcsolatos manipulációknak a

---

Elérhető: [http://www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/lr\\_comcode2003.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/lr_comcode2003.pdf)

<sup>747</sup>The Combined Code on Corporate Governance, (2003 július) 12. lásd szintén: 21. old.

Elérhető: [http://www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/lr\\_comcode2003.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/lr_comcode2003.pdf)

<sup>748</sup>ASX Principles of Good Corporate Governance, 35. old.

Elérhető:

<http://asx.ice4.interactiveinvestor.com.au/ASX0701/Corporate%20Governance%20Principles/EN/body.aspx?z=1&p=-1&v=1&uid=#>

<sup>749</sup>Lásd MERKT, Hanno, *European Company Law Reform: Struggling for a More Liberal Approach*, *European Company and Financial Law Review* (2004) No. 1. 8. old.

<sup>750</sup> Lásd STEENO, Annaleen, *Note: Corporate Governance: Economic Analysis of a „Comply or Explain” Approach*, *Stanford Journal of Law, Business and Finance* (2005-2006) No. 2. 397. old.

legnagyobb veszélye, hogy szintén rövid távú szemlélethez vezetnek. Ennek keretein belül a menedzsment a rövid távú pénzügyi eredményeket felduzzaszthatja a hosszú távúak rovására (például csökkenti a reklámra vagy a kutatás és fejlesztésre szánt összeget).<sup>751</sup>

Egy, a témakörben folytatott empirikus kutatás eredményeire hivatkozva kiemelhetjük, hogy a brit társaságok nagy része az egy részvényre jutó nyereségre<sup>752</sup> és a teljes részvénytulajdonosi hozamra<sup>753</sup> támaszkodik a hosszú távú ösztönző tervek teljesítmény-mutatóinak megállapítása során. A késleltetett hosszú távú éves bonusz sémák az FTSE 100 társaságban 42%-ban a relatíve teljes részvénytulajdonosi hozamot, míg 56%-ban az egy részvényre jutó nyereség alapú mérőszámokat használtak a *Mercer* 2006-os kimutatása alapján.<sup>754</sup>

#### 4) Az opciós javadalmazás és kockázatai

A javadalmazás céljából adományozott részvény-opciók azt a jogot – de nem kötelezettséget – ruházzák a menedzsmentre, hogy megvásárolhatják a társaság részvényeinek meghatározott részét egy meghatározott áron (gyakorlási ár) egy meghatározott időpontig vagy időpont előtt.<sup>755</sup> Ennek alapján tehát megállapíthatjuk, hogy a javadalmazási céllal nyújtott opció magánjog-dogmatikai értelemben vételi opció. Gyakran előfordul, hogy a munkavállalói részvényopció csak egy bizonyos átruházási idő eltelte után és/vagy bizonyos feltételek teljesülése (például a részvényárfolyam minimális emelkedése) esetén érvényesíthető.<sup>756</sup>

Az Egyesült Államokban a vállalatvezetői javadalmazás erőteljes növekedésében a részvényopció alapú javadalmazás elterjedése játszotta a legnagyobb szerepet. Ez a javadalmazási elem ugyanakkor kevésbé jelentős Európában, ahol mindig is tartózkodással fogadták az alkalmazását. Ebben csupán megerősítette a szakembereket az a tény, hogy a korábban említett *Royal Ahold* társaság, mely a jelentős részvényopciókban történő javadalmazás gyakorlatát folytatta, egy könyvvizsgálati botrány miatt omlott össze nagyjából az amerikai vállalatokkal egy időben.<sup>757</sup>

---

<sup>751</sup> Lásd: MCCAHERY, Joseph A. – RENNEBOOG, Luc, *Managerial Remuneration: The Indirect Pay-For-Performance Relation*, Journal of Corporate Law Studies (2001) december. 324-326. old.

<sup>752</sup> EPS: Earnings Per Share

<sup>753</sup> TSR: Total Shareholder Return

<sup>754</sup> Mercer, Performance Measures, Moving Beyond EPS and Relative TSR, (2006) No.3.

Elérhető: <http://www.mercer.com/erperspectiveeu>.

<sup>755</sup> Lásd AGGARWAL, Rajesh, *Executive Compensation and Corporate Controversy*, Vermont Law Review (2003) nyár. 853. old.

<sup>756</sup> European Commission - Enterprise Directorate-General, *Employee Stock Options – The Legal and Administrative Environment for Employee Stock Options in the EU*, Final Report of the Expert Group, (2003) június. 7.

Elérhető:

[http://ec.europa.eu/enterprise/entrepreneurship/support\\_measures/stock\\_options/final\\_report\\_stock\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/enterprise/entrepreneurship/support_measures/stock_options/final_report_stock_en.pdf)

<sup>757</sup> Lásd HILL, Jennifer G., *Regulatory Responses to Global Corporate Scandals*, Wisconsin International Law Journal (2005) No. 3. 408. old.



Thomas E. Copeland<sup>758</sup> és J. Fred Weston<sup>759</sup> professzorok ugyanakkor a részvényopciókban történő javadalmazás előnyös hatásaival foglalkoztak. 1992-ben publikált kutatásaikban három felvetést is bemutattak annak alátámasztására, hogy a javadalmazási célból bejelentett opciót követően a részvényárfolyam emelkedni fog. Az *ösztönző elmélet* szerint az előny, amit az opciós terv juttat a részvényeseknek, az ennek alapján biztosított megnövelt menedzseri ösztönzést tekintve meghaladja a részvényesek költségeit. A befektetői társadalom megítélése szempontjából fontos szerepet játszhat a *jelzés elmélet*. Ennek alapján, ha a menedzserek átveszik egy vállalat részvényeit, akkor javadalmazásuk egy részét hajlandóak opcióban elfogadni, ami egyértelműen jelzi, hogy bíznak a társaság (jövőbeli) teljesítményében. Az *adózási elmélet* az opciós megállapodások kedvező adójogi státuszára mutat rá. Ennek alapján a fizetésnek és a részvényopciónak magasabb az adózás utáni értéke, mint a fizetésnek és a bonusznak.<sup>760</sup> Emellett megfigyelhető, hogy az opció előnyös hatással van a társaság likviditási helyzetére is. Fontos előnye ugyanis, hogy nem terheli meg azonnal a likviditást, mint a készpénzben fizetett bonuszok, ösztönző hatásuk viszont szintén azonnal jelentkezik.<sup>761</sup> *A részvényopciók alkalmazásának veszélyét az jelentheti, ha a menedzsment érdekében álló részvényár emelkedés úgy valósul meg, hogy nem kapcsolódik hozzá értéknövelő beruházási program.*

Az opciókban történő javadalmazás ugyanakkor ösztönzést jelenthet a menedzsmentnek, hogy csökkentse az osztalékfizetés mértékét, és hogy visszavásárolja a társaság saját részvényeit (ez az eszköz alkalmas ugyanis arra, hogy növelje a keresletet, és emelje a részvényárakat). A kifizetett osztalék növekedésével ugyanis csökken a részvényopció értéke. Ez az indoka annak, amiért egy jelentős részvényopcióval rendelkező CEO jobban preferálja a részvény-visszavásárlást (ahogy arra Jolls 1998-as analizisében rámutat),<sup>762</sup> mint az osztalékfizetést.

Az opcióval elérhető hozam nyilvánvalóan komolyan függ a részvényár-emelkedéstől. Éppen ezért komoly veszélyt jelent, hogy a menedzsment a részvényár-emelés érdekében túlzottan kockázatos ügyletekbe is hajlandó belevágni. Továbbá –ahogy a részvényárfolyam csökkenése– a részvényár-emelkedés is gyakran magyarázható a vállalat vezetésének teljesítménykörén kívül eső indokkal. Ilyen lehet például az ágazati fejlődés vagy az erős tőkepiac.<sup>763</sup> Az opció gyakorlásának, illetve a menedzsment által a

---

<sup>758</sup> Thomas E. Copeland, a Matthew B. Ridgway Center for International Security Studies kutató munkatársa a Pittsburg-i Egyetemen.

<sup>759</sup> J. Fred Weston, a University of California Los Angeles (UCLA) professzor emeritusa.

<sup>760</sup> KELLS, Stuart – ROGERS, Mark, *Executive Remuneration, Board Structure, Corporate Strategy and Firm Performance: A Taste of the Literature*, Melbourne Institute of Applied Economic and Social Research - The University of Melbourne, Melbourne Institute Working Paper (1997. október) No. 22. 12-13. old.

Elérhető: <http://www.melbourneinstitute.com/wp/wp1997n22.pdf>

<sup>761</sup> European Commission - Enterprise Directorate-General, *Stock Options – The Legal and Administrative Environment for Employee Stock Options in the EU, Final Report of the Expert Group* (2003) június. 21.

Lásd:

[http://ec.europa.eu/enterprise/entrepreneurship/support\\_measures/stock\\_options/final\\_report\\_stock\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/enterprise/entrepreneurship/support_measures/stock_options/final_report_stock_en.pdf)

<sup>762</sup> Lásd HALL, Brian J., *The Pay to Performance Incentives of Executive Stock Options*, National Bureau of Economic Research - Working Paper 6674 (1998) augusztus. 25. old.

Elérhető: <http://www.nber.org/papers/w6674>,

<sup>763</sup> Lásd MCCAHERY, Joseph A. – RENNEBOOG, Luc, *Managerial Remuneration: The Indirect Pay-For-Performance Relation*, Journal of Corporate Law Studies (2001) december. 326-327. old.

vállalat részvényei megszerzésének további hatásai is vannak. Ugyanis ezáltal a vállalat vezetése jelentős szavazati jogra tehet szert, ami hozzájárulhat ahhoz, hogy bebetonozzák hatalmukat. Befektetés-technikai szempontból pedig az egy vállalatban koncentráló jelentős érdekeltségük akár túlzottan kockázatkerülő magatartáshoz is vezethet.<sup>764</sup>

Az opciós javadalmazás kapcsán felvetődik annak lehetősége, hogy a menedzsmentnek lehetősége nyílhat manipulálni a részvényárakat a magasabb szintű javadalmazás elérése érdekében. Ennek során a menedzsment csökkentheti a részvényárat az opció adományozása előtt, és emelheti a jogosultság gyakorlásakor. Egyes kutatások – például *David Aboody*<sup>765</sup> és *Ron Kasznik*<sup>766</sup> professzorok – szerint a magas köztulajdoni hányadú tőkepiaccal rendelkező (jellemzően angolszász) országokban a menedzsmentnek pozicionális előnyéből fakadóan nem csak szándékában állhat ehhez hasonló manipulációk végrehajtása, de rendelkezik is hozzá a megfelelő eszközökkel.<sup>767</sup> Álláspontjuk szerint empirikus bizonyítékok állnak rendelkezésre annak igazolásához, hogy a *CEO*-k úgy időzítik a hírek bejelentését, hogy azok megelőzzék (rossz hírek) vagy kövessék (jó hírek) az opciók adományozását.<sup>768</sup> Természetesen az ehhez hasonló manipulációk és a bennfentes kereskedelem a legtöbb országban jogellenesek, mégis megeshet, hogy az igazgató akkor adományoztat magának opciót, amikor a tőzsdei árfolyam szerinte alacsony.<sup>769</sup>

Fontos törvényszerűség, hogy a jövőre szóló opció (tehát pl. 4 év múlva érvényesíthető) komoly ösztönző erőt nyújthat, az azonnal gyakorolható opciók viszont minimális ösztönző erőt jelentenek.<sup>770</sup> Az opció elfogadása fontos jelzést jelent a piac számára (*jelzés elmélet*). Ugyanis egy opció elfogadása és annak jellege azt mutatja, hogy az igazgatóság a vállalat gazdasági helyzetének valós ismerete mellett is bízik abban, hogy a pénzéhez jut az opciós jog gyakorlásával. Ez arra enged következtetni, hogy a javadalmazási megállapodásban az adott feltételekkel rögzített opció megfelelő ösztönzést nyújt számára a társaságnál folytatott további tevékenységhez. Arra az álláspontra helyezkedhetünk tehát, hogy a menedzsment javadalmazási kontraktusainak, valamint az opciós jutalmazás nyilvánosságra hozatala esetén jelzést kaphatunk a vállalat gazdasági pozíciójáról és jövőbeni kilátásairól.

Kockázatot jelent a menedzsment számára ugyanakkor, hogy diverzifikálatlan opciója sokkal jelentősebb kitettséggel rendelkezik, mint a legtöbb részvényes befektetései. Egy diverzifikált portfólióval rendelkező részvényes számára befektetésével kapcsolatban a legfontosabb szempont, hogy maximálja az elérhető hozamot. Ennek során nem riad vissza attól, hogy a portfóliójában szereplő egyes vállalatok részéről magas szintű

---

<sup>764</sup> LOEWENSTEIN, Mark J., *The Conundrum of Executive Compensation*, Wake Forest Law Review (2000) No. 1. 13. old.

<sup>765</sup> *David Aboody*, a *University of California Los Angeles (UCLA)* könyvvitel professzora.

<sup>766</sup> *Ron Kasznik*, a számvitel professzora a *Stanford University Graduate School of Business*-en.

<sup>767</sup> Lásd HILL, Jennifer – YABLON, Charles M., *Corporate Governance and Executive Remuneration: Rediscovering Managerial Positional Conflict*, University of New South Wales Law Journal (2002) No. 2. 308-309. old.

<sup>768</sup> Lásd PERRY, Tod – ZENNER, Marc, *CEO Compensation in the 1990's: Shareholder Alignment or Shareholder Expropriation?*, Wake Forest Law Review (2000) 141. old.

<sup>769</sup> Lásd BOOTH, Richard A., *Executive Compensation, Corporate Governance, and the Partner Manager*, University of Illinois Law Review (2005) No. 1. 285-290. old.

<sup>770</sup> Lásd BAINBRIDGE, Stephen M., *Book Review: Lucian Bebchuk & Jesse Fried, Executive Compensation: Who Decides? – Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation* (Harvard University Press, Cambridge, 2004), Texas Law Review, (2005) No. 83. 1623. old.

kockázatvállalást várjon el. Amennyiben pedig az egyik vállalat komoly veszteséget szenved, egy másik kockázatvállalása segítségével elért rendkívüli nyereség még könnyen kárpótolhatja.

Ennek alapján érdekes következtetést vonhatunk le, miszerint az opciójának kitett menedzsert jobban érdekli társaságának sorsa, mint a részvényest.<sup>771</sup> Az elmúlt évek vállalati botrányainak és pénzügyi hazardírozásának tükrében azonban a gyakorlatban nem biztos, hogy ez az alapelv érvényesül is. Ebben a vonatkozásban közrejátszanak ugyanis azok a technikák, melyek lehetővé teszik a menedzsment számára a javadalmazásának árfolyamesésből származó kockázatainak kiküszöbölését. Ilyenek tekinthetjük például a derivatív kereskedésnek és a különböző halasztott kereskedési technikáknak az előretörését.<sup>772</sup> A bennfentes információkkal való visszaélések megelőzése érdekében fontos lehet továbbá, hogy a részvényopció érvényesítése révén szerzett részvényeket ne lehessen azonnal eladni.<sup>773</sup>

Figyelembe kell venni továbbá –ahogyan *Eli Ofek*<sup>774</sup> és *David Larry Yermack*<sup>775</sup> megállapította– azt is, hogy a vállalati vezetők gyakran adják el előzőleg megszerzett részvényeiket, amikor megkapják az új elidegenítésben korlátozott részvényeket vagy az új opciós terveket.<sup>776</sup>

## 5) Az indexált opciók

Az opciók ösztönző erejének optimalizálása a megfelelő javadalmazási rendszer kialakítása szempontjából alapvető fontosságú. Ez pedig *jól átgondolt átszállási feltételek meghatározásával* érhető el. Pontosabban tükrözi ugyanis a menedzsment teljesítményét, ha az opcióval elérhető hozam mértéke *a társaság* – versenytársaihoz viszonyított – *relatív teljesítményétől függ*. Ez kiküszöböli a meg nem érdemelt vagy túlzott javadalmazás kockázatát, mely a piaci folyamatok meglovagolásából származhat, nem pedig a hatékonyság növeléséből. Ebből a szempontból jelentenek fontos eszközt az indexált opciók. Ugyanakkor nem csupán a túlzott javadalmazás kockázatát lehetséges e módon kiküszöbölni. A menedzsment kockázatait is képes csökkenteni ez a módszer. A vállalat vezetése számára ugyanis javadalmazása tekintetében kockázatot jelent, hogy azt befolyásolják olyan külső okok, mint például az adott iparág, szektor általános problémái, vagy negatív piaci mozgások és recessziók. Így még árfolyamesés esetén is lehetséges, hogy a vállalat vezetése a lehetőségekhez képest mindent megtett a

<sup>771</sup> Lásd: BOOTH, Richard A., *Executive Compensation, Corporate Governance, and the Partner Manager*, Legal University of Illinois Law Review (2005) No. 1. 276-277. old.

<sup>772</sup> Lásd: HILL, Jennifer – YABLON, Charles M., *Corporate Governance and Executive Remuneration: Rediscovering Managerial Positional Conflict*, University of New South Wales Law Journal (2002) No. 2. 308. old.

<sup>773</sup> European Commission - Enterprise Directorate-General, *Employee Stock Options – The Legal and Administrative Environment for Employee Stock Options in the EU, Final Report of the Expert Group* (2003) június. 8. 15. old.

Elérhető:

[http://ec.europa.eu/enterprise/entrepreneurship/support\\_measures/stock\\_options/final\\_report\\_stock\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/enterprise/entrepreneurship/support_measures/stock_options/final_report_stock_en.pdf)

<sup>774</sup> *Eli Ofek*, a *University of New York, Leonard N. Stern School of Business* pénzügyek professzora.

<sup>775</sup> *David Larry Yermack*, a *University of New York, Leonard N. Stern School of Business* Gazdasági Tanszékének munkatársa.

<sup>776</sup> Lásd PERRY, Tod – ZENNER, Marc, *CEO Compensation in the 1990's: Shareholder Alignment or Shareholder Expropriation*, Wake Forest Law Review (2000) No. 1. 139-140. old.

társaság érdekében. Ebből következően pusztán a részvényárak változásából nem kaphatunk képet a menedzsment teljesítményéről. Relatív teljesítményüket viszont lemérhetjük az azonos iparág (hasonló) vállalatai által a részvényeseknek juttatott osztalék arányában, vagy e társaságok papírjainak árfolyamváltozásához viszonyítva. Ez a relatív teljesítmény már kellően objektív alapot nyújthat a javadalmazás megállapításához.<sup>777</sup>

Amennyiben a menedzsment csak a társaság-specifikus részvényár-növekedés, tehát a versenytársakhoz viszonyított részvényár-növekedés után kap többletjavadalmazást, ez elősegíti, hogy saját tevékenységüket és eredményeiket jutalmazzuk. E módszer sem képes ugyanakkor egyes társaság-specifikus problémák kiküszöbölésére, amelyek szintén kevésbé tudhatóak be a menedzsment teljesítményének. Lehetséges továbbá, hogy az opciós időszak közepén a vállalat le marad a versenyben a konkurens társaságokhoz viszonyítva, így a társaság helyzetét meglehetősen borúsnak láthatják a vállalat vezetői. Ebben az esetben az indexált opció kevés ösztönzést nyújt neki, hiszen már nem tudja érdemben befolyásolni a vállalat helyzetét. Ez azzal küszöbölhető ki, hogy egy részleges index segítségével a versenytárs cégek meghatározott szegmenséhez, pl. hátsó szegmenshez, a hátsó negyedhez kerül hozzáigazításra az opció kötési ára.

Szükségesnek tartjuk továbbá, hogy bemutassuk az indexált opciók működési mechanizmusát. Ez azt jelenti, hogy amennyiben a piaci szegmensbe tartozó társaságok részvényárfolyama átlagosan növekszik –a példa kedvéért 10%-kal–, akkor az opció kötési ára is ennyivel növekszik. Látható, hogy ebben az esetben jelentős kifizetés csak abban az esetben valósulhat meg, ha a vállalat jelentősen felülmúlja versenytársait. Szintén figyelemre méltó ösztönzést jelenthet, amennyiben az opciók gyakorlását meghatározott feltételekhez kötjük. Ebben az esetben a javadalmazásként kapott opciót nem gyakorolhatja a vállalat vezetése, ha meghatározott teljesítménymutatókat nem érnek el.<sup>778</sup>

Természetesen fontos, hogy az indexált opció is hordozza a kifizetés jelentős esélyét, és így ösztönözze a menedzsmentet. Ugyanakkor ennek valószínűsége egy átlagos opció esetében 80%, de egy indexált opció esetében csupán 50%. Ezért egy indexált opció tervezésénél meg kell növelni a pozitív kifizetés valószínűségét. Ezzel biztosítható a megfelelő ösztönző erő.<sup>779</sup>

## 6) Az optimális opciós megállapodások

Az opciók adományozásával kapcsolatos részleteket és feltételeket az *opciós terv* tartalmazza. A legtöbb opció esetében beszélhetünk egy átszállási menetrendről, mely az opciós tervben kerül meghatározásra. Példának okáért az opció 10%-a száll át minden hat hónapban, így a teljes átszállási idő öt év, további öt év esedékességi

---

<sup>777</sup> Lásd: FERRARINI, Guido and MOLONEY, Niamh, *Executive Remuneration and Corporate Governance in the EU: Convergence, Divergence, and Reform Perspectives*, European Company and Financial Law Review (2004) No. 3. 264-266. old.

<sup>778</sup> Lásd BEBCHUK, Lucian Arye – FRIED, Jesse M. – WALKER, David I., *Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation*, The University of Chicago Law Review (2002) No. 3. 799-801. old.

<sup>779</sup> Lásd BEBCHUK, Lucian Arye – FRIED, Jesse M. – WALKER, David I., *Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation*, The University of Chicago Law Review (2002) No. 3. 808-809. old.

idővel.<sup>780</sup> Az opciós tervek előírhatnak egy minimális időszakot az opció, valamint az érvényesítés után a részvény tartására. Általánosságban elmondhatjuk, hogy a munkavállalói részvényopciók leginkább „amerikai típusúak”. Itt hívnánk fel a figyelmet az amerikai és európai típusú opciók között fennálló általános különbségre. Az amerikai típusú opció esetében ugyanis az opció tulajdonosa az előre meghatározott időszakon belül bármikor érvényesítheti az opciót. Az európai típusú opciók esetében az opció tulajdonosa köteles megvárni az időszak végét, és csak az után döntheti el, hogy érvényesíti-e azt.<sup>781</sup>

A gyakorlatban gyakran kerül alkalmazásra az a technika is, hogy az opciókat csupán rövid időintervallumokban lehet érvényesíteni. Ez az időszak általában nem sokkal az éves beszámoló benyújtása, vagy a közgyűlés után esedékes. Olyan rendelkezések is beiktatásra kerülhetnek az opciós megállapodásba, melyek biztosítják, hogy a menedzser közvetlenül az érvényesítés után ne tudja értékesíteni részvényeit. Ezek a megállapodások biztosítják, hogy további –minimálisan meghatározott– ideig megtartsák az értékpapírt az arra jogosult vállalati vezetők. Olyan kikötések is elképzelhetők, melyek biztosítják, hogy az opció gyakorlásának joga a cég megfelelő teljesítményéhez, például a részvényárfolyam minimális emelkedéséhez kapcsolódjon. Ekkor, ha az opciós tervben meghatározott időtartamon belül megvalósul a részvényárfolyam előírt mértékű emelkedése –de csakis ekkor–, gyakorolhatóvá válik az opció. A hosszú ideig érvényes opciók esetében különösen fontos, hogy kellően attraktív teljesítmény-célok kerüljenek megjelölésre.<sup>782</sup>

Az opciós megállapodás kialakításánál számításba kell venni, hogy a menedzsment minden bizonnyal törekedni fog arra, hogy kockázatkerülő hozzáállásából adódóan a lehető leghamarabb pénzzé tegye az opciót. Erre még abban az esetben is hajlandó lehet, amennyiben így az opció lényegesen kevesebbet is ér, mint ami egyébként elérhető lenne. Ezért az optimális kompenzációs szerződésnek egyes esetekben tartalmaznia kell azt, hogy az opció átruházását követően meghatározott ideig nem konvertálható más értékre.

Ez azért is indokolt, mert egy vonatkozó empirikus kutatás alapján az USA-ban a legnagyobb negyven társaság által adott 10 éves időtartalmú opciókat átlagosan 5,8 év után érvényesítették. Ebből következően a javadalmazási szerződésbe célszerű felvenni egy olyan klauzulát, amely garantálja, hogy meghatározott időtartamon belül az opciót megszerző menedzser nem csökkentheti, vagy nem minimalizálhatja az opció pénzügyi kockázatát, illetve nem értékesítheti azt, illetőleg más módon sem idegenítheti el. Ennek következtében a javadalmazási célból juttatott részvényopciók általában nem szállnak át adományozásuk időpontjában, azaz a menedzser nem érvényesítheti őket azonnal. A

---

<sup>780</sup> Lásd AGGARWAL, Rajesh, *Executive Compensation and Corporate Controversy*, Vermont Law Review (2003) nyár. 853. old.

<sup>781</sup> European Commission - Enterprise Directorate-General, *Employee Stock Options – The Legal and Administrative Environment for Employee Stock Options in the EU - Final Report of the Expert Group* (2003) június. 12. old.

Elérhető:

[http://ec.europa.eu/enterprise/entrepreneurship/support\\_measures/stock\\_options/final\\_report\\_stock\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/enterprise/entrepreneurship/support_measures/stock_options/final_report_stock_en.pdf)

<sup>782</sup> European Commission - Enterprise Directorate-General, *Employee Stock Options – The Legal and Administrative Environment for Employee Stock Options in the EU, Final Report of the Expert Group* (2003) június. 14. old.

Elérhető:

[http://ec.europa.eu/enterprise/entrepreneurship/support\\_measures/stock\\_options/final\\_report\\_stock\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/enterprise/entrepreneurship/support_measures/stock_options/final_report_stock_en.pdf)

beiktatott klauzula rendelkezéseitől függően erre ugyanis akár évekig várnia kell. Emellett a részvényopciók átruházása gyakran csak részleges jogosultságot eredményez, például minden évben az opciók meghatározott százaléka válik érvényesíthetővé.<sup>783</sup>

Fontos eleme egy vállalat részvényopció-tervének a kötési árfolyam meghatározása. Ezzel kapcsolatosan három megoldás elképzelhető. Az Egyesült Államokból származó empirikus megfigyelések szerint a menedzsmentnek juttatott opciók nagy része úgynevezett árfolyamon vett opció (*at the money option*), mely azt jelenti, hogy a kötési árfolyam közel van az opció alapjául szolgáló részvény adományozáskor fennálló árfolyamához. A társaságok kis része (kb. 2%) bocsát ki ún. értéken belüli diszkont opciót (*in the money option*), ami azt jelenti, hogy a kötési ár alacsonyabb, mint az adományozás napján érvényes árfolyam. Még kisebb része a társaságoknak (kb. 1%) bocsát ki úgynevezett értéken kívüli opciót (*out of the money option*), amit prémium opciónak is neveznek. Ez utóbbi esetben a kötési ár magasabb, mint az adományozáskor aktuális részvényárfolyam. Általánosan elmondható, hogy a vállalatok többsége több évre szóló részvényopció-terveket alkalmaz, amelyben egyrészt rögzített (fix) számú részvényeket használnak (tehát évente fix számú részvényt adományoznak), vagy rögzített (fix) értékű tervet fogadnak el (tehát fix értékű részvényt adományoznak évente).<sup>784</sup> Egy másik kutatás is rámutat arra, hogy a vállalatoknál 95%-ban értéken vett opciók kerülnek kibocsátásra.<sup>785</sup>

Egy jelentős piaci válság esetében (amilyen napjaink pénzügyi válsága is) problémát jelenthet, hogy a rögzített (fix) értékű terveket használó társaságoknak az alacsonyabb részvényárak miatt nagyobb számú részvényt kell előre megállapított értékű javadalmazásként juttatniuk. Ez pedig növelheti a részvények felhígulásának mértékét, vagyis a részvényekhez hozzájutó menedzsment komolyabb szavazati hatalomhoz juthat. A rögzített (fix) számú részvényt adományozó vállalatoknál ezzel párhuzamosan csökken a javadalmazás értéke.<sup>786</sup> Egy esetleges válság esetén azonban nem jelent optimális üzenetet sem piaci, sem PR szempontból, ha egy társaság megemeli az adományozott részvények számát. Csupán a kiválóan teljesítő társaságok esetében lehet javaslatot tenni arra, hogy mérsékelten emeljenek az adományozott papírok mennyiségén a piaci visszaesés tükrében.

A munkavállalói preferenciákat áttekintve megállapíthatjuk, hogy leginkább az árfolyamon vett opciók illetve az értéken belüli opciók kedveltek. A menedzserek *Brian J. Hall*<sup>787</sup> és *Kevin J. Murphy* professzorok értekezése szerint, bizonyítottan előnyben

---

<sup>783</sup> European Commission - Enterprise Directorate-General, *Employee Stock Options – The Legal and Administrative Environment for Employee Stock Options in the EU, Final Report of the Expert Group* (2003) június. 14. old.

Elérhető:

[http://ec.europa.eu/enterprise/entrepreneurship/support\\_measures/stock\\_options/final\\_report\\_stock\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/enterprise/entrepreneurship/support_measures/stock_options/final_report_stock_en.pdf)

<sup>784</sup> Lásd HALL, Brian J., *The Pay to Performance Incentives of Executive Stock Options* - Working Paper 6674, National Bureau of Economic Research (1998) augusztus. 8. old.

Elérhető: <http://www.nber.org/papers/w6674>

<sup>785</sup> Lásd BEBCHUK, Lucian Arye – FRIED, Jesse M. – WALKER, David I., *Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation*, *The University of Chicago Law Review* (2002) No. 3. 817. old.

<sup>786</sup> Mercer, *Executive Remuneration Perspective Europe - Managing Executive Remuneration in an Economic Downturn* (2008) No. 4.

Elérhető: <http://www.mercer.no/summary.htm?idContent=1331175>

<sup>787</sup> *Brian J. Hall*, a *Harvard Egyetem* professzora

részesítik a kisebb méretű és alacsonyabb kötési árral rendelkező opciókat a nagyobb méretű, de magasabb kötési árral rendelkező opciókkal szemben. Ehhez kapcsolódóan még bizonyították, hogy amennyiben az opciót a már meglévő javadalmazási tervhez, mint további elemet adják hozzá az egyéb elemek csökkentése nélkül, a legmagasabb ösztönző erővel rendelkező opció esetében a kötési ár nagyjából megegyezik az adományozása napján érvényes piaci árral. Ha a részvény-opciót nem a meglévő javadalmazási csomaghoz kapcsolják hozzá, úgy az ösztönzés akkor maximalizált, ha a gyakorlási ár alacsonyabb az adományozás napján érvényes piaci árnál. Egy magas gyakorlási ár veszélyezteti a kifizetés lehetőségét, ami csökkenti a kockázatkerülő menedzserek körében kifejtett ösztönző erőt.<sup>788</sup> Összegzésként megállapíthatjuk továbbá, hogy az opciók értékesebbek a munkavállaló szemszögéből, ha az árfolyamon vett opciók vagy értéken belüli opciók kategóriájába tartoznak. A munkaadó (szubjektív) szemszögéből ugyanakkor az értéken kívüli opció illetve az értéken vett opció tűnik a leginkább költség-hatékonyak. *A következtetés az lehet, hogy az opciót árfolyamon kell kibocsátani.* Ez megegyezik *Bebchuk, Fried és Walker* professzorok témába vágó felismerésével is.<sup>789</sup>

Az opciók újraárazásával kapcsolatban kell említenünk *Bebchuk, Fried és Walker* professzorok egy további észrevételét. Megfigyeléseik szerint az opciók általában csak piaci zuhanások után kerülnek újraárazásra. Az újraárazás nem érvényesül a piaci fellendülések esetén, pedig a menedzseri teljesítmény objektív megítélése kapcsán ez is szükséges lenne. Másrészt a menedzsment részéről valószínűsített újraárazások torzító hatást fejthetnek ki ösztönzésükkel kapcsolatban.<sup>790</sup> Ebből kiindulva szerencsésebb, ha a vállalati vezetők nem kapnak előre biztosítékokat az esetleges újraárazásokról.

*Warren Buffett*<sup>791</sup> szerint például egy tíz éves árfolyamon vásárolt opció útján meggazdagodni nem kerül túl nagy erőfeszítésbe. Amennyiben példának okáért tíz éven keresztül nem történik osztalékfizetés, hanem ezeket a forrásokat a vállalat vezetése államkötvényekbe fekteti, akkor a részvényár minden valószínűség szerint emelkedni fog az évek során. Ez pedig azzal a következménnyel jár, hogy amint általánosan emelkednek a piaci árak, az árfolyamon vett opció az évek során értéken belüli opcióvá válik.<sup>792</sup>

7) A részvény-opciókkal történő javadalmazásról szóló határozat felelős társaságirányítási kérdései

A részvény-opciók növekvő szerepe, az alkalmazásukkal elérhető javadalmazás magas szintje, e sémák összetett volta és alkalmazásuk egyes kockázatai jogosan vetik fel annak kérdését, hogy a társaság mely szerve gyakorolja a felügyeletet az opció-alapú

---

<sup>788</sup> MURPHY, Kevin J., *Explaining Executive Compensation: Managerial Power vs. the Perceived Cost of Stock Options*, University of Chicago Law Review (2002)nyár. 864. old.

<sup>789</sup> MURPHY, Kevin J., *Explaining Executive Compensation: Managerial Power vs. the Perceived Cost of Stock Options*, University of Chicago Law Review (2002)nyár. 864. old.

<sup>790</sup> MURPHY, Kevin J., *Explaining Executive Compensation: Managerial Power vs. the Perceived Cost of Stock Options*, University of Chicago Law Review (2002) nyár. 865. old.

<sup>791</sup> *Warren Edward Buffett* az „omahai bölcs”, befektető, üzletember, a világ egyik leggazdagabb embere. Befektetési intézete a *Berkshire Hathaway*.

<sup>792</sup> Lásd: BEBCHUK, Lucian Arye – FRIED, Jesse M. – WALKER, David I., *Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation*, The University of Chicago Law Review (2002) No. 3. 819. old.

juttatások felett? Emiatt gondoljuk szükségesnek néhány releváns társaságirányítási kódexek szabályozásának áttekintését ebben a vonatkozásban.

A *Budapesti Értéktőzsde Felelős Társaságirányítási Ajánlásai* alapján a részvény alapú javadalmazási konstrukciók esetében a közgyűlés hagyja jóvá e rendszerek elemeit, valamint az igazgatóság (igazgatótanács) és a felügyelő bizottsági tagok esetében a tényleges juttatások mértékét is. A menedzsment-tagok esetében a tényleges juttatások mértéke már nem közgyűlési, hanem igazgatósági (igazgatótanácsi) hatáskör. Az ajánlás fontos szerepet szán a részvényesek információs jogainak megfelelő biztosítására. Ennek köszönhetően rendelkezései javasolják, hogy a szavazást megelőzően a részvényesek számára részletes tájékoztatást kell adni a részvény-alapú javadalmazási konstrukciókról (azok esetleges változásáról) illetve ennek költségvonzatairól. A javadalmazásra szánt részvények forrását szintén be kell mutatni. A részvény alapú javadalmazási rendszerek esetében előzetes közgyűlési jóváhagyás szükséges a javadalmazási megállapodás vonatkozó részeinek megállapításához. Az ajánlás javasolja azt is, hogy a társaság az igazgatóság (igazgatótanács), a felügyelő bizottság és a menedzsment javadalmazási rendszerét olyan módon alakítsa ki, hogy azok a társaság, és rajta keresztül a részvényesek stratégiai érdekeit szolgálják.<sup>793</sup>

A brit *Combined Code on Corporate Governance* ajánlásai alkalmazzák a részvény-alapú juttatások átszállásának késleltetésének eszközét a fent ismertetett okokból. Ezért a kódex külön kiemeli, hogy a részvény-juttatások vagy a késleltetett javadalmazás más eszközei nem szállhatnak át három évnél korábban, illetve, hogy a részvény-opciók három évnél korábban legyenek gyakorolhatóak. Javasolja továbbá az ajánlás, hogy az igazgatókat mindezen túlmenően más eszközökkel is bátorítsák arra, hogy tovább tartsák meg részvényeiket.<sup>794</sup> A hosszú távú jutalmazási sémák kapcsán kiemeli, hogy ezeket a részvényeseknek kell jóváhagyniuk.<sup>795</sup> A nem ügyvezető igazgatótanács-tagokat e kódex szerint főszabály szerint nem, csupán kivételes esetben lehet opciókkal javadalmazni.<sup>796</sup>

A *Deutscher Corporate Governance Codex* is kifejti a részvény-opciók és más hasonló konstrukciók (például a társaság részvényeinek több éves elidegenítési tilalma) esetében a releváns összehasonlítási paraméterek alkalmazásának szükségességét. Fontos ugyanakkor, hogy ezek a jövőben ne legyenek megváltoztathatóak, stabil mércéjű jelentés a teljesítménynek. Emellett a felügyelő bizottságnak –a társaság egy rendkívüli, előre nem látható növekedésének esetére– meg kell állapodnia a javadalmazás korlátozásának lehetőségeiről.<sup>797</sup>

Az *ASX Principles of Good Corporate Governance* szerint szintén hatékony formáját képezheti a vállalati vezetők javadalmazásának és ösztönzésének a részvény-alapú javadalmazás. Ezzel kapcsolatosan viszont szükségesnek látja, hogy azt teljesítmény-célokhoz kapcsolják a társaságot. Figyelemre méltó, hogy az ausztrál kódex kifejezetten utal arra, hogy a visszasságot a vállalat vezetőinek rövid távú szemlélete jelentheti.

---

<sup>793</sup> Budapesti Értéktőzsde, Felelős Vállalatirányítási Ajánlások, 2.7.4, 15.

Elérhető: [http://www.bet.hu/data/cms61378/FTA\\_080516.doc](http://www.bet.hu/data/cms61378/FTA_080516.doc),

<sup>794</sup> The Combined Code on Corporate Governance, (2003 július) 21.

Elérhető: [http://www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/lr\\_comcode2003.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/lr_comcode2003.pdf)

<sup>795</sup> The Combined Code on Corporate Governance, (2003 július) 21.

Elérhető: [http://www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/lr\\_comcode2003.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/lr_comcode2003.pdf)

<sup>796</sup> The Combined Code on Corporate Governance, (2003 július) 12.

Elérhető: [http://www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/lr\\_comcode2003.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/lr_comcode2003.pdf)

<sup>797</sup> German Corporate Governance Code, 4.2.3, (2008. június) 6.

Elérhető: <http://www.corporate-governance-code.de/eng/kodex/4.html>



Éppen ezért kiemelt jelentőséghez jut a részvény-alapú javadalmazási portfóliók előzetes megtervezése.<sup>798</sup>

## 8) Az elidegenítési tilalom alatt álló részvények, mint javadalmazási elemek

A menedzsment opciós javadalmazásánál hatékonyabb alternatívát jelentenek *Hall és Murphy* álláspontja alapján az úgynevezett elidegenítési tilalom alatt álló részvények.<sup>799</sup> Ez az eszköz úgy értelmezhető, mint opció, nulla gyakorlási árral. Ebben az esetben a menedzsment számára a társaság részvényei kerülnek adományozásra javadalmazásként, melyeket egy előre meghatározott időn keresztül nem idegeníthetnek el. Ennek eredményeként a menedzsment számára elsődleges érdek a részvényár megfelelő növekedésének biztosítása ezen az időtartamon belül, hogy általa elérjék a javadalmazás lehető legmagasabb szintjét. A részvények birtoklása egyúttal az osztalékból való részesedés jogát is biztosítja a menedzsment számára. Ez a megoldás már csak azért is optimális lehet, mert az elidegenítési tilalom alatt álló részvényeket birtokló menedzsment számára sokkal inkább kívánatos egy optimális osztalékpolitika előmozdítása. Egy opciós jogosultság birtoklása ezzel szemben nem jelent jogosultságot osztalékra, emiatt csupán a részvényárfolyam emelkedését jutalmazza. Ebből kifolyólag a menedzsment csupán a részvényár emelkedésére fog törekedni. Ezt pedig alacsony osztalékfizetéssel és részvény-visszavásárlással meg is tudja valósítani – a befektetői érdekek sérelmére.<sup>800</sup>

Az elidegenítési tilalom alatt álló részvények további előnye, hogy az opciókhoz képest relatív stabil ösztönző erőt jelentenek. A részvény-opciók ösztönző értéke ugyanis a kötési és a piaci ár közötti különbség terjedelmén alapul. Ebben az esetben addig biztosít az opció megfelelő ösztönző erőt, amíg a piaci ár –jelentős mértékben– az opció kötési ára fölött van. Ugyanakkor az ösztönző erő elhalványul, amint a piaci ár lényegesen a gyakorlási ár alá esik. Ebben az esetben a konstrukció elveszti értékét és vonzerejét. A menedzsment nem tud vagyoni előnyhöz jutni egy veszteséges konstrukción keresztül. Ebben a pillanatban az opció, mint ösztönző erő, nyilvánvalóan el is veszíti értelmét. Az ilyen opciókat nevezzük *vízalatti-opcióknak*.<sup>801</sup> A vállalat ekkor rákényszerülhet, hogy egy újraárazás keretében csökkentse az opció kötési árát, vagy új, pótlólagos opciót bocsásson ki alacsonyabb kötési árral. E megoldások alkalmazásakor nehézséget jelent megtalálni az átárazás optimális mértékét. Az elidegenítési korláttal rendelkező részvények többek között ezeknek a problémáknak a megoldására is alkalmasak. Emellett annak az esélyeit is mérsékelhetik, hogy a menedzsment túlzott kockázatokat vállaljon meghatározott tranzakciók tekintetében.

A teljes kép-alkotáshoz a megoldás árnyoldalairól is szólnunk kell röviden. Negatívumként megemlíthetjük, hogy az ilyen részvény-juttatások a részvények

---

<sup>798</sup> ASX Principles of Good Corporate Governance, 36

Elérhető:

<http://asx.ice4.interactiveinvestor.com.au/ASX0701/Corporate%20Governance%20Principles/EN/body.aspx?z=1&p=35&v=1&uid=>

<sup>799</sup> *non-tradeable restricted stock*

<sup>800</sup> Lásd HALL, Brian J. – MURPHY, Kevin J., *The Trouble with Stock Options*, Journal of Economic Perspective (2003) nyár. 49-70. old.

<sup>801</sup> *underwater options*

azonnali felhígulásához vezethetnek,<sup>802</sup> ezáltal csökkentik az egy részvényre jutó osztalék mértékét is. Emellett túlzott mértékű rendelkezésre bocsátásukkal a menedzsment szavazati jogai drasztikus mértékben megnövekedhetnek (míg az opció-alapú javadalmazás után szavazati jogokat nem gyakorolhatnak.)

## 9) A nyilvánosság szerepe és a közzétételi kötelezettség szabályai

A felelős társaságirányítás területén központi szerepet foglal el –vagy legalábbis kellene elfoglalnia– a nyilvánosság kontroll-mechanismusainak. Ez a megállapítás különösképpen helytálló a javadalmazás témakörével kapcsolatban. Ennek a biztosítása érdekében indokolt előírni, hogy a javadalmazással –és javadalmazási politikát meghatározó elvekkel– kapcsolatos információk hozzáférhetőek legyenek a részvényesek számára. Ez megvalósulhat a javadalmazási gyakorlat közzétételével, illetve az úgynevezett *javadalmazási jelentés* (nyilatkozat) közzétételével. A nyilvánosság kontrollja szükségessé teszi ugyanis a javadalmazást megállapító testület számára a javadalmazási gyakorlat elveinek szükséges mértékű alátámasztását és igazolását. Emellett a közzététel aspektusai a *javadalmazási bizottságok* növekvő szerepére is rámutathatnak. A felelős társaságirányítási gyakorlat növeli a részvényesek lehetőségeit az ellenőrzési funkciók gyakorlásának területén, emellett elősegítheti, hogy az intézményi befektetők aktívabb ellenőrző szerepet vállaljanak. Ennek köszönhetően a részvényesek számára is nagyobb rálátás nyílt a vállalatvezetők javadalmazására, illetve a javadalmazási politika kialakításának aktusaira is. A közzétételi kötelezettségek elégtelen vagy hiányos gyakorlása ugyanakkor jelentős károkat okozhat, amely részben annak köszönhető, hogy a javadalmazás megállapítása meglehetősen komplex folyamat. Véleményünk szerint a közzétételi kötelezettségek gyakorlásának legfontosabb alapelve nem más, mint hogy a nyilvánosságra hozott adatokon keresztül a befektetők a folyamatokat *megértsék*.

A javadalmazással kapcsolatos részvényesi jogok gyakorlásának és a nyilvánosság kontrolljának elengedhetetlen feltétele tehát az úgynevezett *javadalmazási jelentés* közzététele. Ezt az alapelvet a legtöbb társaságirányítási ajánlás is szem előtt tartja.

A *Budapesti Értéktőzsde Felelős Társaságirányítási Ajánlásainak* vonatkozó rendelkezései alapján a vállalat tájékoztatást készít a tulajdonosok számára, melyet a közgyűlés elé kell terjeszteni. Ebben be kell mutatni a vezető tisztségviselők és a menedzsment egyes tagjainak díjazását, vagyis az ajánlás a teljes egyéni nyilvánosságra hozatal megvalósítását szorgalmazza. A javadalmazási bizottság gondoskodik az évente közzétételre kerülő javadalmazási nyilatkozat elkészítéséről.<sup>803</sup>

A *Deutscher Corporate Governance Codex* alapján minden igazgatósági tag összes javadalmazását, felosztva a teljesítménytől független, teljesítményfüggő és a hosszú távú ösztönző javadalmazásra, névvel együtt nyilvánosságra kell hozni, kivéve, ha a közgyűlés *háromnegyed* arányú minősített többséggel másként nem határoz. A közzététel egy *javadalmazási nyilatkozat* formájában történik, amely a *felelős társaságirányítási (corporate governance) jelentés* része, az igazgatósági tagok javadalmazásának megállapításához szükséges elveket közérthető formában

<sup>802</sup> A megoldás kétségtelen előnye, hogy a felhígulás mértéke pontosan meghatározható (számszerűsíthető), míg a részvényopciók esetében ez a részvényárfolyam alakulásától függ.

<sup>803</sup> Budapesti Értéktőzsde, Felelős Vállalatirányítási Ajánlások, 3.4.5.

[http://www.bet.hu/data/cms61378/FTA\\_080516.doc](http://www.bet.hu/data/cms61378/FTA_080516.doc),

megvilágítja. A javadalmazás bemutatása során közzé kell tenni a részvényopciók konkrét összetételét, illetve a hasonló hosszú távú ösztönző és rizikófaktort tartalmazó konstrukciók konkrét értékét is.<sup>804</sup>

Az ausztrál *ASX Principles of Good Corporate Governance* a 9.1-es ajánlásban rögzíti, hogy a társaságok biztosítsanak nyilvánosságot javadalmazási elveik számára, hogy a befektetők megérthessék az alapelvek költségeit és hasznait, valamint az igazgatótanácsnak és vezető tisztségviselőknek nyújtott javadalmazás és a társaság teljesítménye közötti kapcsolatot. Az erre vonatkozó (meghatározott) adatokat az éves jelentés *corporate governance* szekciójában kell közölni.<sup>805</sup>

---

<sup>804</sup> German Corporate Governance Code, 4.2.4, 4.2.5 (2008. június) 6.

Elérhető: <http://www.corporate-governance-code.de/eng/kodex/4.html>,

<sup>805</sup> ASX Principles of Good Corporate Governance, 37.

Elérhető:

<http://asx.ice4.interactiveinvestor.com.au/ASX0701/Corporate%20Governance%20Principles/EN/body.aspx?z=1&p=35&v=1&uid=>

## VII. Fejezet: Következtetések és a fejlődés várható tendenciái

Munkánk eddigi részeiben megkíséreltük körülhatárolni azokat a területeket, amelyeket a felelős társaságirányítás jogelméleti és pozitív-jogi környezete átfog. Dolgozatunk utolsó részéhez érkezve ideje összefoglalni azokat a következtetéseket, amelyeket az előbbi részekben levontunk és összekapcsolni azokat egymással.

Mielőtt ezt meg tesszük, feltétlenül ki kell térnünk szubjektív megközelítésünk kiindulópontjára. Véleményünk szerint a *corporate governance* jelenségköre összetett és újszerű tudományterületet határol körül. E terület feltárása során egymásnak ellentmondó elméletek születtek, amelyek különböző megközelítési módokon alapulnak. Ugyanakkor e teóriák meglehetősen újszerűek, miáltal gyakorlati visszaigazolásuk vagy cáfolatuk még nem történt meg és a társaságirányítás válságorientált, posztmodern környezetében az sem valószínű, hogy gyors válaszokat kaphatunk az elkövetkező egy-két évben. Ebből eredően le kell szögeznünk, hogy nincsenek jó és rossz (fekete vagy fehér) válaszok az elméleti kérdésfelvetésekre, így olyan elméletek sem léteznek, amelyek egyértelműen helyesnek vagy helytelennek minősíthetők. A magunk részéről a saját téziseinket sem tekintjük abszolút-érvényűnek, inkább az eddigi tapasztalatok alapján levont következtetésekként fogjuk fel őket, amelyek a jövőbeni események tükrében módosulhatnak.

### I. A *corporate governance* tudományos megközelítése és annak fejlődési irányai

A felelős társaságirányítás tudományos megközelítése mellett dönteni szükségszerűen hálás témaválasztást eredményez. Amennyiben a jogász, a közgazdász, vagy más szakemberek emellett döntenek, úgy olyan interdiszciplináris tudományterületen végezhetik kutatásaikat, amely egyszerre aktuális, elegáns, változatos és nem utolsó sorban: a megszerzett ismeretek az üzleti szféra irányában is jól konvertálhatók. A *corporate governance*, mint tudományterület emiatt kétségkívül *vonzó*. Ugyanakkor pontosan ez a vonzó az, amely magában rejtje azokat a veszélyeket, amelyek a tudományos szempontú elemzések kárára válhatnak és hosszabb távon a kutatási terület presztízsét is gyengíthetik.

Emiatt szeretnénk felhívni a figyelmet azokra a veszélyekre és buktatókra, amelyeket *corporate governance* szempontú elemzések alkalmával érdemes feltétlenül elkerülnünk. A magunk részéről bízunk abban, hogy ebben a munkában –legalábbis– törekedtünk arra, hogy így tegyünk.

a) *Szcientifizmus* – a *szcientifizmus*, vagyis a tudományos megközelítés önmagáért való alkalmazása a gyakorlatban „*tudományoskodáshoz*” vezet. Olyan tevékenységhez, amelyet művelője nem az eredmények érdekében fejt ki, hanem öncélúan, magának a tevékenységnek az érdekében. Ilyenkor a tézis célja maga a tézis, az elmélet célja maga az elmélet. A gyakorlati megközelítés szempontjából az ilyen áltudományos eredmények alkalmazhatatlanok, az elméleti megközelítés szempontjából csekély értékűek. Ugyanakkor egy népszerű kutatási területen szép számmal találkozhatunk olyan megközelítési módokkal, amelyeknek bizonyos elemei –sajnálatos módon– ebben az irányban hatnak.

Elsőként fel kell hívnunk a figyelmet az interdiszciplináris megközelítésből származó nehézségekre. A *corporate governance* jogi és közgazdasági nézőpontjainak helyes megközelítését két hiba is gátolhatja.

Egyik részről helytelennek tartjuk az olyan megközelítést, amelynek az a célja, hogy a társaságirányítás területét egyik vagy másik tudományág számára *kisajátítsa*. Ebben az esetben ugyanis elesünk mindazoktól az előnyöktől, amelyek a *multi- és interdiszciplináris* megközelítésből erednek és arra kényszerít bennünket, hogy szűk aspektusból szemléljünk olyan jelenségeket, amelyek a gyakorlatban egyre szorosabban kapcsolódnak össze egymással – és más jelenségekkel is. A *globalizált világ* sajátossága, hogy az összefüggések egyre kiterjedtebbek és a klasszikus tudományági határok elmosódnak. Végső soron *minden mindennel összefügg*. Ezért az atomizált szemlélet az eredmények ellen és nem azok mellett hat.

Másik részről utalnunk kell arra, hogy helytelen megközelítés az is, ha a *corporate governance* területét *meghasítva* felosztjuk azt az egyes tudományágak képviselői között. Így a szakember, vagy a kutató megkísérelheti, hogy elhárítson bizonyos kérdéseket, amelyekben a lelkiismeretes vizsgálat érdekében különben járatosnak kell lennie. Ilyen módon a kellemetlen kérdésfelvetések kutatási területei gazdátlanok maradhatnak, hiszen egyik tudományág képviselői a másikhoz kívánják címezni azokat – és fordítva. Ilyen kellemetlen kérdésfelvetés lehet például néven nevezni a krízisek közvetlen felelőseit, vagy szembe helyezkedni általánosan elterjedt, de idejétmúlt tudományos álláspontokkal. A 2007-ben kiindult és 2008-ra globálissá vált pénzügyi krízis folyamatában például tetten érhetjük azt a kényelmességet, amely megelégedett a problémák pillanatnyi kezelésével – a *piacok* helyreállításával. Ugyanakkor a hosszú távú megoldások aspektusából az elméleti alapok megváltoztatásához nem volt kellő erő. A vegyisztán *piaci nézőpontú liberális önszabályozás* hamis eszméje még egy globális pénzügyi-válság hatására sem tudott megtörni, de az állami beavatkozás és szerepvállalás szükségességéről is csak annyi szó esett, amennyi feltétlenül szükséges volt a pénzintézetek gyors megsegítéséhez. Az egypólusú megközelítés, amellyel, hogy gazdátlanul hagy értékes kutatási területeket, magában rejti a túlzott kényelmesség veszélyét is. Példának okáért egy társaságokkal foglalkozó jogász szakember nem közelítheti meg hitelesen az ellenséges vállalatfelvásárlás (*hostile takeover*) témakörét, ha nem sajátítja el az ahhoz tartozó közgazdasági összefüggések alapjait.

*b) Erőltetett összefüggések vizsgálata* – A kutatók számára rendkívüli kihívás, hogy más szakemberek téziseinek szintetizálása mellett kialakítsák saját elméleteiket, és olyan összefüggéseket tárjanak fel, amelyek annak előtte rejtve maradtak mások előtt. Az *arkhimédészi* élmény átélése, a *heuréka* katarzisa olyan vágy, amelynek az emberiség számos nagy felfedezést köszönhet és amely minden elhivatott kutató sajátja. Ugyanakkor sajnálatos, hogy a tudományos szféra posztmodern krízise ugyanolyan kézzelfogható, mint a globális gazdasági, erkölcsi és ökológiai krízis. Egyik részről egyre kevesebb *„újdonság van a nap alatt”*, másik részről a teljesítményorientált kutatás kényszere és a funkcionalitás – például a hivatkozási rendszerek funkcionalitása – követelményének megbomlása kézzelfogható.<sup>806</sup> Emiatt számos esetben találkozhatunk

---

<sup>806</sup> „A mi századunk eljutott hanyatlásának arra a fokára, amely a kiadványok és a nyilvánosságok szánt közlemények rákos burjánzásában is megnyilvánul.” Lásd LUKÁCS, John, *Az európai vilgháború 1939-1941* (EURÓPA KÖNYVKIADÓ, Budapest, 1995) 677. old.

azzal a jelenséggel, hogy a kutatók erőltetetten igyekeznek feltárni nagyon laza, vagy egyáltalán nem is létező összefüggéseket a *corporate governance* területén.

Álláspontunk szerint ebben a munkában mi el tudtuk kerülni azoknak a tudományos elméleteknek a közvetítését, amelyek *teljes mértékben* megalapozatlanok. Ugyanakkor az előbbi gondolatmenetünk igazságának magva arra int bennünket, hogy kritikai nézőpontból szemléljük azokat az elméleteket is, amelyek gondolatindítóan hatottak ránk munkánk során, sőt azokat is, amelyeket kellőképpen kimunkáltak éreztünk ahhoz, hogy kiindulópontnak tekintsük őket további gondolataink számára.

Feltétlenül ide sorolhatjuk a *Raffael La Porta* féle kutatási vonulat korábbiakban ismertetett *Law and Finance* irányvonalát.<sup>807</sup> Figyelemreméltó, hogy a gazdasági szempontú elemzés ennyire közvetlen összefüggést tárhat fel a jogszabályi környezettel. E kölcsönhatás felismerése és annak részletes vizsgálata olyannyira figyelemreméltó, hogy minden szerző számára nagy kísértést jelenthet az eredmények kommentálása. Ugyanakkor a kritikai nézőpont hiánya elfedheti, hogy *La Porta* és munkaközössége meglehetősen elnagyolt következtetéseket von le és saját téziseit bizonyítottnak, mintsem vitaindítóknak tekinti.

Nem kevésbé figyelemreméltók *Paul L. Davies* professzor ismertetett kutatásai az igazgatósági (igazgatótanácsi) struktúrák *konvergenciájának* és *divergenciájának* vonatkozásában.<sup>808</sup> Ugyanakkor a *Davies* professzor következtetéseit (vagyis a *folytatólagos divergenciát*) már nem helyeselhetjük fenntartások nélkül egy olyan világban, ahol a multinacionális vállalatóriások a profitorientált gyakorlati megoldásokat magától értetődően a jogi tradíciók fölé helyezik. Ennek tükrében az irányítási gyakorlat nemhogy *konvergenciát* mutathat, de maga a kérdésfelvetés is súlytalanná válhat. Elegendő, ha példának okáért Magyarországra gondolunk, ahol az *1997. évi társasági törvény* még kizárólag a kétszintű társaságirányítási modellt kínálta fel a befektetők számára, de amelynek angolszász alkalmazási praxisa a felügyelő bizottság intézményét teljes mértékben formalizálta. Ennek tükrében az sem lehet kérdés, hogy *Carsten Jungmann* vonatkozó –kiemelkedően színvonalas– kutatásait<sup>809</sup> is kritikai nézőpontból közelítettük, hangsúlyozva, hogy az irányítási *gyakorlat*, vagyis a felelős társaságirányítás *tartalma* mindig lényegesebb, mint annak *formai* keretei.

*c) Az üzleti szféra szerepe és befolyása a corporate governance tudományos megközelítésének területén* – Nem lehet vitatni a tényt, hogy a *corporate governance* tudományos bázisa az üzleti szférával kapcsolatban és kölcsönhatásban áll. Szerencsés esetben ez a kapcsolat termékeny, hiszen az üzleti szektor gazdasági erőforrásokkal segítheti a kutatást, ösztöndíjakkal motiválhatja a kutatókat, és munkalehetőséget (jogi képviselő, tanácsadás, stb.) biztosíthat a szakemberek számára. Ezen a területen több vállalat és több üzleti organizáció tevékenységét is példamutatónak tekinthetjük. Magyarországon példának okáért az *Amerikai Kereskedelmi Kamara* élen jár a *corporate governance* témakörének népszerűsítésében és felelős társaságirányítás kritériumának hangsúlyozásában.

---

<sup>807</sup> Lásd Lásd LA PORTA, Raffael – LOPEZ-DE-SILANEZ, Florencio – SHLEIFER, Andrei – VISHNY, Robert W., *Law and Finance*, Journal of Political Economy (University of Chicago Press, 1998) Vol. 106(6). 1152. old.

<sup>808</sup> Lásd DAVIES, Paul L., *Board Structure in the UK and Germany: Convergence or Continuing Divergence?* 20. old. Elérhető: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=262959> or DOI: 10.2139/ssrn.262959. Eredetileg megjelent: International and Comparative Corporate Law Journal (2001) Vol. 2. 435-456. old.

<sup>809</sup> Lásd JUNGSMANN, Carsten, *The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems*, European Company and Financial Law Review (2006) Vol. 3. 426-474. old.

Más esetekben ugyanakkor előfordulhat, hogy az üzleti szféra és a tudományos megközelítések kölcsönhatása veszélyekkel jár. Semmiképpen sem helyeselhető, ha a szakemberek egy része olyan mértékben elköteleződik a profitorientált vállalati tevékenység irányában, hogy az megtörje kritikai szemléletmódját, esetleg figyelmen kívül hagyjon lényeges szempontokat.

Az ilyen folyamat hosszabb távon arra vezethet, hogy a társaságok irányítási rendszerének szakértői értékelése súlytalanná válik, mivel az értékelést elvégző szaktekintélyek nem kellőképpen függetlenek. Másik részről a ténylegesen jó társaságirányítási modellnek a presztízsét is aláássa, ha azt szakmailag nem lehet elválasztani a hanyag irányítási tevékenységtől (egészen addig, amíg a veszteségek hatására felszínre nem kerülnek a tényleges pénzügyi adatok.) Ennek az összefüggésnek a keretében hívjuk fel a figyelmet arra, hogy az Egyesült Államokban 2002-t megelőzően számos elemző volt hajlandó kiváló minősítést adni a *dotcom* buborék kifáradásával párhuzamosan csődöt jelentő, számviteli csalások ezreit elkövető vállalatoknak.

A fent vázolt gondolatmenet elvezet bennünket egy további izgalmas kérdéshez: önálló nézőpontból közelít-e a *corporate governance* tudományterülete a társaságok és a társaságirányítási rendszerek működéséhez, avagy az üzleti szféra újabb belső megújulási törekvéséről van-e szó, nem kis részben a kedélyek megnyugtatósa érdekében, de komolyabb változtatási szándék nélkül? Álláspontunk szerint a *corporate governance* tudományos megközelítése jelenleg valóban tudományos és független. Ugyanakkor helytelen irányzatok kibontakozására is számos példát találunk, amelyeknek korántsem elhanyagolható következményekkel járnak. Véleményünk szerint az EU *corporate governance* megközelítése és az önszabályozás –e megközelítésben rejlő– ideológiai túlsúlya pontosan ilyen példa, amely hosszabb távon nem csak a gyakorlati megoldások (végnélküli bizottsági munkafázisok) újragondolását, de új ideológiai és elméleti alapok kialakítását is szükségessé teheti. Ebben az esetben elkerülhető, hogy a *corporate governance* területe a *CSR (Corporate Social Responsibility)* paradoxonjához váljon hasonlatossá: miközben a társadalmi felelősség demonstrálására a vállalatok nagy és növekvő hangsúlyt fordítanak, a tevékenységükből eredő problémák egyre nagyobb krízisgócokban futnak össze.

## II. Szabályozási koncepciók

A vállalati botrányok rámutattak arra, hogy a felelős társaságirányítás követelményét megfelelő szabályozási háttérrel kell megerősíteni, ugyanakkor ebben a munkában már részletesen kifejtettük, hogy a szabályozási koncepció meglehetősen eltérő lehet a különböző államok praxisában.

Az Egyesült Államok jogalkotásának eredményeit vizsgálva tapasztalható, hogy a kormányzat egyre bátrabb lépéseket tesz a vállalati csalások visszaszorítására, sőt a 2007-2008-as pénzügyi válságra reagálva a pénzügyi szektor erélyesebb regulációjára is. A jogszabályi út eredményességét –pontosabban teljes és átütő sikerét– azonban máris sokan vitatják. A kongresszus által elfogadott és végül 2010. július. 15-én a szenátus által is jóváhagyott *Financial Reform Bill* (pénzügyi reform törvényjavaslat) például számos olyan szabályozási területen okozott csalódást, amelyen a szakmai álláspontok eltérő megoldást javasoltak volna. A kritikai álláspontok arra figyelmeztetnek, hogy ez a politikai egyeztetések és kompromisszumok eredménye. Amikor tehát az Európai Uniót azon az alapon kritizáltuk a munkánkban, hogy a véget

nem érő bizottsági munkafázisok és egyeztetések kilúgozzák és lelassítják a jogalkotást, akkor arra is utalnunk kell, hogy az Egyesült Államokban sem minden esetben van lehetőség érdemi reformra, még akkor sem, ha elsőre ez volna a látszat. Remek példa – a *Financial Reform Bill* rendelkezéseinél maradván – a *FED*, azaz az amerikai jegybank szerepének kérdése. A *FED* ugyanis megerősödve vészelt át a pénzügyi reform folyamatát, noha vitathatatlan, hogy mérsékelt teljesítménye közrejátszott a 2007-2008-as válság elmélyülésében. Ugyanakkor figyelemre méltó, hogy az amerikai pénzügyi reform érdemi törekvéseket is jogszabályi szintre tudott emelni. A befektető védelem területén példának okáért részletesebb szabályozás látott napvilágot az adósságok értékpapír formájában történő piacra bocsátásával kapcsolatban. Ebben az esetben ugyanis a kibocsátónak a szóban forgó értékpapír állomány legalább 5%-át meg kell tartania.

Munkánkban több ízben is utaltunk már arra, hogy az Egyesült Államok szabályozási törekvéseit egyelőre biztatóbbnak látjuk, mint az Európai Unió nehézkes próbálkozásait. Ez nem kis részben köszönhető annak, hogy a befektetői demokrácia kiterjedtebb rendszere és a közvélemény fokozottabb szerepe rákényszeríti a kormányzatot a lépésekre. Az ebből eredő következtetés azonban nem túl biztató az Európai Unió további szabályozási kilátásaira nézve. Miről is van szó? Az Egyesült Államok olyan gazdasági szuperrégiót átfogó föderáció, amilyen az Európai Unió talán soha nem lesz. Ugyanakkor az Egyesült Államokban még egy ilyen föderáció kormányzati szférájának a csúcán is komoly eltökéltség szükséges ahhoz, hogy tartalmi reformok szülessenek, ráadásul gyorsan, ha szükséges. Érdemes visszautalni arra, hogyan segítette ki az Egyesült Államok a saját bankrendszerét 2008. utolsó hónapjaiban. Természetesen ebben az esetben is több irányzat ütköztette meg álláspontjait. Egyik részről aligha lehetett vitatni, hogy a pénzügyi szektor sorozatos bedőlése tovább mélyíthette volna a válságot, másik részről azonban mértékadó kritikák hangsúlyozták, hogy éppen azokat a pénzügyi intézeteket készül megsegíteni az Egyesült Államok, amelyek a válság kirobbanásában jelentős szerepet játszottak. Ennek eredményeképpen a 2008-as *Emergency Economic Stabilization Act* elfogadása lehetővé tette ugyan a 700 milliárd dollár nagyságrendű banksegély-csomag folyósítását, de a kongresszus előtt a törvényjavaslat egy ízben elbukott és csak másodjára került elfogadásra. A törvényhozás tehát első alkalommal kifejezhette rosszallását a pénzügyi szektor irányába, noha egy ilyen gesztusra az értékpiacon is kétségtelenül érzékenyen reagáltak.<sup>810</sup>

De mi a helyzet az Európai Unióval hasonló esetben? Reális költségvetési források és idő hiányában természetesnek tűnt, hogy a banksegély a tagállamok feladata lesz. Ugyanakkor minden olyan tagállam, amely határozottan járt el annak érdekében, hogy *saját* bankrendszerét megmentse, számíthatott az Unió rosszallására. Szembesülnünk kell tehát azzal a tapasztalattal, hogy 2008-ban a banksegély, ahol végbement, ott állami keretek között ment végbe és nem az Unió keretei között. Az Egyesült Államokban sikerült végrehajtani, de számos európai ország (például Írország) szintén kellő határozottsággal reagált. Az Európai Unió viszont – lássuk be – lényegében lekéselt a folyamatról.

A társaságirányítási rendszerek legújabb próbatételei tehát a pénzügyi szektor reformján keresztül realizálódtak. Ugyanakkor érdemes utánagondolni, hogy az új szabályozási

---

<sup>810</sup> Lásd BURGHART, Sarah H., *Overcompensating Much? The Impact of Preemption on Emerging Federal and State Efforts to Limit Executive Compensation*, Columbia Business Law Review (2009) 669-727. old.



törekvések is mindig a már meglévő tradíciók között mennek végbe. Ezen a területen az Európai Unió vegyes eredményekkel vizsgálható. Az európai jogtörténet és jogfejlődés az Uniót olyan kincsesláda tetejére ültette, amely kimeríthetetlen forrást biztosíthat a megoldás-modellek közötti választás szempontjából.

Ugyanakkor az érem másik oldala, hogy ezeket az eltérő tradíciókon alapuló jogokat kell a jogharmonizáció folyamatában közelíteni egymáshoz. Ez olyannyira nehézkes, hogy bizonyos területeken szinte esélytelennek tűnnek a törekvések. Elegendő visszautalnunk arra, hogy a 2004-es *Takeover irányelv* mennyi idő alatt és mennyi kompromisszum árán léphetet hatályba.<sup>811</sup> Az *önszabályozás* eszmeköre pedig még az irányelvbe is behatolt,<sup>812</sup> amely egyáltalán nem nevezhető szokványos megoldásnak. Az opcionális rendelkezések a tagállamoknak olyan mozgásteret biztosítanak, amely visszavezet abba szabályozási státuszba, ahol az *irányelv nélkül* is tartanak. Az opcionális rendelkezéseket (például áttörési szabály) ugyanis kellő hajlandóság esetén abban az esetben is implementálhatnák, ha sosem született volna Uniós jogforrás a területen. Kötelező alkalmazásra viszont nem kerülhet sor, így az eredmény mérsékelt, sokak szerint elhanyagolható.

Ugyanakkor az önszabályozás koncepciója nem volna elvetendő, ha annak optimális helyét és keretét az EU meghatározná. Jelenleg a társaságirányítás területén nem ez történt, ehelyett sor került az önszabályozás kizárólagossága melletti állásfoglalásra.

A jelenséget munkánkban több ízben kritizáltuk. A háttéréről azonban feltétlenül érdemes szót ejtenünk. Más szóval, érdemes feltárni az okokat, mi eredményezte az Európai Unió első látásra korszerű, de lényegében használhatatlanul flexibilis hozzáállását ezen a területen?

A posztmodernitás globalizált gazdasági relációi között a multinacionális nagyvállalatok érdekérvényesítő képessége jelentősen meghaladhatja az államokét. Emiatt igazán erélyesen csak olyan államok léphetnek fel a vállalati szféra túlkapásaival szemben, amelyek kiemelkedően jelentős gazdasági potenciált képviselnek, vagyis amelyek – legalább mellérendelt – pozícióban vannak az üzleti szféra képviselőivel. Az Európai Unió tagállamai azonban egyenként nem ilyenek. Egy európai gazdasági szuperrégió elviekben ilyen lehetne, de politikai pluralitása és a tagállami érdekek prioritása ezt nem teszi lehetővé. Így szükségszerűnek mutatkozik, hogy a szabályozás koncepciója is *keretszabály-szerkezetű* legyen, amelynek alapvető jellemzője a hajlékonyság, a flexibilitás. Ennek keretein belül a tagállamok viszonylag nagy mozgásteret élveznek a normaalkotás tekintetében, sőt gazdasági érdekérvényesítő képességük függvényében lehetnek erélyesebbek vagy megengedőbbek a vállalati szférával szemben. Az így kialakuló struktúra rendkívül problematikus, amennyiben azt Európai Unió alapvető jogpolitikai céljainak tükrében vizsgáljuk. Az *egységes játéktér* kialakítása nem lehetséges akkor, ha a jogi keretek olyannyira rugalmasak, hogy azokat a tagállamok alkalmazási körében eltérő tartalommal lehet kitölteni. Ilyen módon a piacok sem mutathatnak egységes arculatot az (ön)szabályozási koncepciók (például a társaságirányítási kódexek) tekintetében, hiszen a gazdaságilag fejlettebb tagállamok piacai jelentősebbek a fejletlenebb tagállamok piacainál. Arra pedig többször is

---

<sup>811</sup> Lásd HIRTE, Heribert, *The Takeover Directive – A Mini-Directive on the Structure of the Corporation: Is it a Trojan Horse?* European Company and Financial Law Review (2005) Vol. 2. 1-19. old.

<sup>812</sup> Lásd EDWARDS, Vanessa, *The Directive on Takeover Bids – Not Worth the Paper It's Written On*, European Company and Financial Law Review (2004) Vol. 1. 416-439. old.

utaltunk munkánk vonatkozó részeiben, hogy szankciókra –akár csekély mértékben is– csak az erős piacok képesek.

Másik részről a tagállamok gazdasági érdekei is eltérnek egymástól. Miután pedig a múltban sem volt ez másként, a tradíciók is különbözőek. Ez újabb nyomást indukál az Unió irányában arra nézve, hogy a lehető legrugalmasabb keretszabályokat alkossa meg a társaságirányítás területén. Így az Európai Unió, amely több tekintetben is gyenge lábakon áll, szembe találja magát az erős üzleti szférával és az erős tagállami érdekképviseléssel. Ez a jelenség húzódik meg az ideológiai szintre emelt önszabályozási koncepció között. A korszerűség látszata mögött a kényszerűség valósága húzódik meg. Ironikus, hogy ilyen gyenge alapokon az Unió kitűnő szellemi bázissal (szakértői garnitúrával) mégis jó minőségi keretszabályokat képes alkotni. Ezek a szabályok azonban nincsenek a helyükön, nem a saját funkciójukat töltik be.

Ezek után mindenképpen meg kell válaszolnunk a saját magunk által feltett kérdést: mi lenne az önszabályozó mechanizmusok funkciója? Milyen szerepet kellene, hogy betöltsenek a *corporate governance* kódexek az egyes tagállamokban és mi lenne ezzel kapcsolatban az Unió feladata?

A magunk részéről, úgy gondoljuk, hogy az önszabályozás értelme abban áll, hogy a kódexek tartalma a jogszabályokhoz képest valamilyen többletet határoz meg az üzleti szféra képviselői számára, nem pedig abban, hogy helyettesítse a jogszabályokat. Ennél még fejlettebb, de –véleményünk szerint pillanatnyilag– irreális önszabályozási koncepció, ha maguk a vállalatok határoznak meg többletkritériumokat a saját maguk számára. Természetesen nem hagyjuk számításon kívül a társaságok praxisában született etikai és magatartás kódexeket, azonban úgy gondoljuk, hogy ezek egyelőre súlytalan formai próbálkozások, amelyeket gyakorta felülír az irányítás tartalma.

Végző következtetésünk csak megerősítheti a munkánk eddigi részeiben kifejtett részkövetkeztetéseket: az *önszabályozás elsődlegességének koncepciója* helytelen, az *önszabályozás kiegészítő jellegének koncepciója* viszont helyes lehet, amennyiben azt tartalmi változtatások is követik a teórián túl.

Azt itt megfogalmazott gondolatok tükrében érdemes megragadnunk az alkalmat arra, hogy az EU jogalkotásának egy gyakorlati példán keresztül szemléltessük a lassú, de annál biztosabb felismerések szükségszerűségét. A példa középpontjában ismét a *corporate governance* aktuális témaköre, a javadalmazás áll. A vállalati vezetők javadalmazásának jelenségeköre, amennyiben a kontraktuális társasági jog oldaláról közelítünk hozzá, a társaságok privátautonómiájának részterülete, a vállalat belügye. Azonban a felháborító javadalmazási léptékek a *poszt-enron* érában már olyan problémát jelentettek, amelyet nem lehetett figyelmen kívül hagyni. Az EU, mint azt munkánkban kifejtettük, a társaságok mozgásterét a lehető legszélesebb körben meghagyva csupán ajánlásokkal kívánt állást foglalni e területen. A *2004/913/EK ajánlás* a megfelelő rendszer előmozdítása érdekében meglehetősen általános keretszabályokat alkotott. Azonban a 2007-2008-as javadalmazási válság eseményáradatának hullámai könnyedén csaptak át a vonatkozó ajánlás által emelte alacsony gátakon. A középpontban a pénzintézetek javadalmazási politikája állott. Emiatt az EU tagországainak kormányait reprezentáló Tanács és az Európai Parlament képviselői 2006. júniusának végén megállapodtak arról, hogy az Unióban milyen szabályozási eszközökkel lehet korlátozni a banki vezetők prémiumait. Noha az új szabályozás életbelépése csak a 2011-es évre várható, egyelőre úgy fest, hogy az eddig társasági belügyként számon tartott területen most kötelező erejű Uniói jogforrások láthatnak napvilágot. Amennyiben úgy lesz, véleményünk szerint biztató jelként

értékelhető majd. A szabályozás várható tartalma szerint a bankoknak a fizetéshez kötvé kell korlátozniuk a prémiumok nagyságát. Emellett azonnali kifizetésre kizárólag a többletjövedelem 60%-ának az erejéig kerülhet majd sor, míg a maradékot legalább három évre vissza kell tartani, hogy a hosszabb távú kockázatok értékelésére is sor kerülhessen. Végül a részvényalapú javadalmazási struktúra erősödését jelenti, hogy kizárólag a prémiumok fele lesz majd folyósítható készpénzben, míg a másik fele értékpapírban kerül átruházásra.<sup>813</sup> És mi ez, ha nem önrevízió az Unió részéről; mi ez, ha nem beismerés? Az önszabályozás koncepciója, vagyis az ajánlási szintű szabályozás olyan területen bukhat el, amely a kontraktuális társasági belügyek szférájának érinthetetlen szívkamrájaként volt számon tartva: a javadalmazás területén.

### III. A szabályozási koncepciók gazdasági, társadalmi és morális háttere

A dolgozatunkban ismertetett szabályozási koncepciók természetesen specifikus gazdasági, társadalmi és morális közegükben fogantak. Hibát követnénk el, amennyiben kizárólag a megszületett rendelkezések pozitív-jogi tartalmát vizsgálnánk és eltekintենék a háttérjelenségek, valamint a mélyebb összefüggések elemzésétől.

Elsőként arról ejtünk szót, hogy a társaságirányítás jogszabályi (és puhajogi) hátterének fejlődése *reaktív jelenség*. A szabályok tartalma az elmúlt évtizedekben mindig a gazdasági, a társadalmi, illetőleg a morális problémafelvetésekhez igazodott. A jelentősebb koncepcióváltásokat és reformokat mindig gazdasági krízishullámok és vállalati botrányok előzték meg. Gazdasági dekonjunktúra, vagy csőd. Társadalmi felháborodás, politikai motiváció. Morális kudarcok, etikai értékválság. Ezek voltak azok a hatások, amelyekre a jogalkotók reagálni törekedtek a *corporate governance* normák alkotása során.

A gazdasági dekonjunktúra–véleményünk szerint– első helyen állhat azok között a tényezők között, amelyek a reformok tartalmát motiválhatják. Az elmúlt évtizedben a jelentősebb reformokat szinte kivétel nélkül megelőzték a vállalati csődök és a gazdasági visszaesések. Az összefüggés ebben az esetben meglehetősen közvetlen: ameddig a társaságok működése –csalárd, vagy hanyag irányítási gyakorlatuk ellenére– finanszírozható, addig nem kényszerülnek rá arra, hogy a valós pénzügyi adatokat közzé tegyék.

Abban a pillanatban azonban, mihelyt egy társaság fizetéseképtelenné válik, valamint nem számíthat hitelezőinek a bizalmára sem, eljön az igazság pillanata. A befektetők ebben az esetben követelik a menedzsmenttől annak magyarázatát, hogy a vállalat miként juthatott ebbe a helyzetbe. Ugyanakkor egy gazdasági értelemben jól működő társaság befektetői sokszor még abban az esetben sem válnak bizalmatlanná, ha az irányítási modell nem felel éppen meg a korszerű kritériumoknak.

A lényeg tehát a profit, amelynek ütemezése sem elhanyagolható. Globális jelenség, hogy a nemzetközi számviteli standardok szerint az üzleti teljesítmény értékelésére negyedéves és éves beszámolók alapján kerül sor. A befektetők tehát ilyen terminusokban várnak el kiemelkedő teljesítményeket a társaságtól és a menedzsmentektől. A stratégiai szintű gazdasági tervezés szempontjából egyáltalán nem kedvez, hogy az egy éven belül meg nem térülő befektetések az adott számviteli év szempontjából nem minősülnek termékenyek. Generációs szintű tervezésre, több

---

<sup>813</sup> Lásd *Magyar Nemzet*, 2010. július. 01. 12. old.

évtizedet felölelő üzleti stratégiára pedig nem is kínálkozik lehetőség ebben a beszámolási szisztémában.

A negyedéves beszámolási kötelezettség olyan feszített ütemet diktál, amely egyetlen pénzügyi megingást sem tesz lehetővé a társaságoknak. A tőzsdei elemzők nagy érdeklődéssel várják a beszámolókat, amelyek funkcionálisan igen jelentős szerepet töltenek be a részvények beárazásának folyamatában. A befektetők egy része mértékadónak is tekinti ezeket az elemzéseket. Ebből következik, hogy az üzleti szféra résztvevői (menedzserek és befektetők egyaránt) önmagukat kényszerítik kilátástalan versenyhelyzetbe. A növekedés feszített üteme a többi szempontot relativizálja. Észre kell azonban vennünk, hogy ez nem funkcionális növekedés. Ehelyett kényszeres folyamat, amelynek alanyai a saját lehetőségeiket meghaladó kockázatokra vállalkoznak. A fogyasztók többet vásárolnak, mint megengedhetnék, a befektetők nagyobb összegekkel jelennek meg a piacokon, mint ami a rendelkezésükre áll, a társaságok nagyobb profitot mutatnak ki, mint amekkorára szert tettek, a bankok több hitelt folyósítanak, mint amennyinek fedezete lenne.

A folyamat végül öncélú gazdasági berendezkedéshez vezet, amely társadalmi, pénzügyi és ökológiai szinten is destruktív. Ez a felismerés vezet el oda, hogy a morális tényezőket már nem lehet figyelmen kívül hagyni, még akkor sem, ha az etikus üzleti magatartás fogalmát az elmúlt két évtized irányzatai hajlamosak voltak korszerűtlennek bélyegezni.

A moralitás szorosan összefügg a funkcionalitás témakörével. A profit ugyanis akkor igazán hasznos, ha annak mértéke igazodik azokhoz az áldozatokhoz, amelyeket megszerzése érdekében hoztak. Aránytalan ökológiai pusztítás árán értelmét veszti a nagyobb hozam. Az emberi léptékeket meghaladó fogyasztás ideológiája a társadalmi igazságosság alapjait kérdőjelezi meg. Az igazgatók javadalmazásának minden mértéket meghaladó komponensei pedig egyenesen provokatívak.

Véleményünk szerint több tényező is komolyan akadályozza, hogy a tudományos igényű megközelítés segíthesse a fent vázolt szisztéma reformját. Ugyanúgy, ahogyan a jogszabályok születése is kompromisszumok eredménye, a társadalmi megnyilvánulás *mainstream* (főáramlatú) irányzataiban is rendkívül nehéz érdemi kritikát megfogalmazni.

Személyes álláspontunk szerint kedvezőtlen fordulat, hogy a közbeszédben és a tudományos érintkezés területén egyaránt uralkodó irányzattá vált a –mostanra már tartalmilag teljes mértékbe kiüresedett– *politikai korrektség*. A jelenség gyökerei eredetileg az angolszász közéletiségben keresendők. Kezdetben igen jelentős funkciója volt, hiszen segített abban, hogy feloldja a társadalmi pluralitásból adódó nehézségeket a társadalmi, gazdasági és politikai érintkezés szféráiban. Sajnálatos módon az 1990-es évek második felére a *politikai korrektség* funkciója kiüresedett. A globalizáció rengeteg –korábban valóban létezett– társadalmi különbséget (ellentétet) értelmezett át, avagy közelített egymáshoz. A *politikai korrektség* kategóriája ezzel párhuzamosan átértelmeződött. A kritikai nézőpont kivédésének fegyvere lett, amely tabuk és tilalom szavak felállításával emel pajzsot az olyan irányzatok elé, amelyek érdemi párbeszédet nem tudnak –vagy nem kívánnak– folytatni.

Felismerve, hogy a globális krízisjelenségek komolyan figyelmeztetnek a társadalmi és ökológiai jövőképet illetően, be kell látni, hogy a következő évtized eseményei sorsfordítóak lehetnek. A 2010-es évek kulcsfontosságú kérdése, hogy sikerül-e fenntarthatóvá tenni a fejlődést, visszafordítani a káros tendenciákat és új társadalmi konszenzusok születnek-e hasznos célok érdekében, avagy a folyamatok átlépnek a

kontrollálható kereteken és beteljesítik egy élheterlen világ képének apokaliptikus vízióit?

Az államoknak, a föderációknak és más jogalkotóknak ebben a küzdelemben elsődleges szerep jut. Ideje, hogy a jog végre előlépjen az –elmúlt évtizedekben– háttérbeszorult szerepéből és mértékadó szabályok mentén kristályosodjon ki a fejlődés új iránya. Az üzleti organizációk és a piac önszabályozó struktúráinak pedig igazodnia kell ezekhez a keretekhez, hasznosan kiegészítve azokat.

Az önkéntes alapokon nyugvó emberi moralitás történelmi kontextusban vizsgálva több alkalommal vallott már kudarcot. A jog azonban többször is felemelkedett már, elrugaszkodva az időleges mélypontokról. A kedvező fordulatok egyik legfontosabb pillére a törvényesség éthosza és a megfelelő jogszabályi háttér lehet. Ez a gondolat számunkra, jogászok számára, még a krízishelyzetek közepette is lelkesítően hat.

## **VIII. Fejezet: Angol és magyar nyelvű összefoglaló**

### **András Kecskés: Tendencies of Corporate Governance Development –Concepts of Regulation in Europe and the United States–**

Corporate governance has gone through many changes and legislative developments in the past few decades. Good corporate governance practice can only be based on the compliance with concerning legal regulations and ethical related issues improved by the business society. However, until the early 1990's corporations showed much lesser intention to demonstrate a high quality control-system for the investors and for the public.

The corporate scandals of 2002 dramatically changed this view. The great US corporate scandals, like Enron's and Worldcom's accounting frauds questioned the existing concepts of corporate governance regulation. Moreover, European investors also suffered significant losses through corporate frauds (Parmalat, Vivendi, Royal Ahold). The focus on corporate governance has grown exponentially over the last decade.

In the United States legislative responses were rather contradictory. The Sarbanes-Oxley Act with its extra-territorial effect and strict provisions was heavily opposed by the issuers. Many of the respondents emphasized the deficiencies of the Act, mainly focusing their critics on the questionable concepts of internal control and increased accounting costs.

The background to the debate on corporate governance in the European Union began with a report from the Highlevel Group of Company Law Experts in 2002. The Highlevel Group, also known as the „Winter Committee”, emphasized the importance of flexible and nonbinding rules. On the basis of this stance, the EU encouraged the member states to issue their own recommendations on corporate governance. Thus, the codes of best practices were built up on the idea of self-regulation and were designed by non-governmental committees.

The harmonization of company law was a painful process in the EU. While there are a number of directives on the field of corporate governance regulation, the memberstates are still resisting the implementation of those. As an example, the adoption of the 13th Company Law Directive (Takeover Directive) is the result of a more than 10 year procedure. The regulation is based on the assumption that takeover bids have several advantages for companies, investors and ultimately the European economy. If appropriately regulated, takeovers may efficiently further value generation, since they facilitate the restructuring and consolidation of companies, thereby providing an opportunity for achieving the optimal operation required for successful performance in the European market and global market competition. Takeovers also contribute to the development of appropriate corporate governance practices, as well as to the raising of the standards of corporate government and the increase of the corporate performance. Furthermore, takeovers discipline the management and enhance competitiveness. These transactions are also favorable for investors, since they provide an opportunity for achieving higher returns on their investments. The proposals themselves originate from the reasonable observations of the scientific sphere and the Community bureaucracy. However, these concepts, no matter whether they were conceived by the European Commission or the Winter Committee, were exposed to an unexpected extent to the political pressure of various spheres of interest. The commitment of the member states aimed at the maintaining of their effective legal regulations and corporate governance regime also meant that the Directive was to exhibit substantial flexibility in exchange for the extensive support.

The 2007-2008 financial crisis pointed the attention on the remuneration policy of corporations and on the states's role in modern capitalism. Experiences of the 2008 credit crunch suggested new fields of researches, while actualizing the existing ones.

The comparison of the one-tier and two-tier board models represents the second category. There have always been researchers, who theoretically stated, that one of the two models is superior to the other. However, both models have their own advantages and disadvantages. Notwithstanding the historical traditions, the question still remains: is any of the corporate governance models more capable to avoid corporate fraud? In such analysis we can face the increased role of non-executive directors (NEDs) or the members of the supervisory boards. Non-executive directors have a key role in defining the companies remuneration policy.

The issue of executive remuneration is probably the most recent topic of researches. New regulations on this field seem to shape a changing concept for remuneration policy. Moving forward, it is imperative, to find the links between proper remuneration policy and the strategic (long term) approach of corporate conduct. In case of success, the classic corporate scandals can not repeat themselves in a stereotype form.

**Kecskés András**  
**A felelős társaságirányítás fejlődési tendenciái**  
**–Szabályozási koncepciók Európában és az Egyesült Államokban–**

A felelős társaságirányítás témaköre az elmúlt két évtized leforgása alatt fokozatosan vált egyre jelentősebbé. Az 1990-es évek első felében a társaságok még sokkal csekélyebb figyelmet fordítottak arra, hogy felelős irányítási szisztémát demonstráljanak befektetőik és a külvilág felé. 2002-ben ez a koncepció drámaian megváltozott, Ugyanis az Egyesült Államokban lejátszódott vállalati botrányok ráterelték a figyelmet az irányítási gyakorlat és az ahhoz tartozó jogszabályi háttér hiányosságaira.

Az Egyesült Államokban az Enron és a Worldcom botrányok minden addigi mértéket meghaladó számviteli csalások formájában jelentkeztek. Európa leghírhedtebb vállalati botrányának alanya a Parmalat volt, de a Vivendi, a Royal Ahold és más vállalatok befektetői is megszenvedték a hanyag irányítási modellből eredő hiányosságokat.

Az Egyesült Államokban a vállalati csalásokat társadalmi felháborodás követte. A törvényhozás igyekezett eleget tenni az elvárásoknak: 2002-ben hatályba lépett a Sarbanes-Oxley Act, amely a részvénytársaságok számviteli reformját és a befektető védelem intézményeinek megerősítését célozta. Rendelkezéseinek tartalmát heves kritikák érték, különösképpen a belső kontrollrendszer működtetésére vonatkozó előírások tekintetében.

Az Európai Unióban a felelős társaságirányítás szabályainak kidolgozása a Highlevel Group of Company Law Experts 2002-es jelentésével kezdődött. A „Winter Bizottság” néven ismertté vált testület állást foglalt az önszabályozás koncepciója mellett, hangsúlyozva a flexibilis keretszabályok jelentőségét. Ezen az ideológiai alapon születtek meg az Unióban a tagállamok felelős társaságirányítási ajánlásai, mint a legjobb gyakorlatra vonatkozó kódexek.

Emellett az EU jelentős erőfeszítéseket tett a társasági jog harmonizációjának területén, amely ennek ellenére is meglehetősen nehézkes folyamat maradt. Ezen a területen számos irányelv született, melyek tartalmát gyakran kilúgozták a megalkotásuk hátterében húzódó politikai kompromisszumok. A 2004-es Takeover Irányelv elfogadásához példának okáért 15 évre volt szükség, nem beszélve azokról a nehézségekről, amelyek a tagállamok, az üzleti, valamint a tudományos szféra álláspontjainak az összehangolása során felmerültek.

A 2007-2008-as pénzügyi válság újból rámutatott arra, hogy a felelős társaságirányítás témakörében felmerülő problémakörök még korántsem tekinthetők megoldottnak. A 2008-as hitelválságban kicsúcsosodott folyamatok tanulsága, hogy átgondolásra szorul, hogy milyen szerepet töltenek be az államok a posztmodern kapitalizmus működésében, illetőleg, hogy a vállalati vezetők javadalmazásának minden korábbi léptéket meghaladó dimenziói hogyan szoríthatók keretek közé.

A válság amellet, hogy új kutatási irányokat is kijelölt, aktualizált olyan irányvonalakat, amelyek már régebb óta örvendenek népszerűségnek a kutatók között. Az igazgatósági (igazgató tanácsi) modellek összehasonlítása és tanulmányozása során ismét szembesülnünk kellett a nem ügyvezető igazgatók és a felügyelő bizottsági tagok növekvő szerepével, akik a kontroll funkciók gyakorlásáért –egyebek mellett a megfelelő javadalmazási politika kialakításáért– felelősek.

A vállalati vezetők javadalmazásának területén elemi fontosságú célkitűzés, hogy a társaságok megtalálják a kapcsolódási pontokat a díjazás eszközei és a stratégiai (hosszú távú szempontokra épülő) irányítás motivációja között. Ebben az esetben arra is esély kínálkozik, hogy a klasszikus vállalati botrányok már ne ismétlődhessenek meg változatlan formában.

## IX.

### A dolgozatban hivatkozott fontosabb források jegyzéke

1. ACEVEDO, Arthur, *How Sarbanes- Oxley Should be Used to Expose the Secrets of Discretion, Judgement and Materiality of the Auditor's Report in De Paul Business and Commercial Law Journal* (2005-2006) Vol. 4.
2. AGGARWAL, Rajesh, *Executive Compensation and Corporate Controversy*, Vermont Law Review (2003) No. 4.
3. AGUIRRE, Garry J., *The Enron Decision: Closing the Fraud-free Zone on Errant Gatekeepers*, Delaware Journal of Corporate Law (2003) Vol. 28.
4. ALCOUFFE, Alain – ALCOUFFE, Christiane, *Control and Executive Compensation in Large French Companies*, Journal of Law and Society (1997) március.
5. ALLEN, William T. – KRAAKMAN, Reinier, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organisation*. (Aspen Publishers, 2003) 10-12. BERLE, Adolf A. & MEANS, Gardiner C., *The Modern Corporation and Private Property*. (Macmillan, New York, 1982).
6. ALTER, Denise M., *Corporate Art Collecting and Fiduciary Duties to Shareholders: Legal Duties and Best Practices for Directors and Officers*, Columbia Business Law Review (2009).
7. ANGYAL, Ádám, *Vállalati kormányzás – Corporate Governance* (Aula Kiadó Kft. 2001).
8. ARSHT, S. Samuel, *A History of Delaware Corporation Law*, Delaware Journal of Corporate Law (1976) Vol. 1. No. 1.
9. Association of British Insurers, *Financial Risks of Climate Change*, Summary Report (2005. június).
10. BACHNER, Thomas, *The Battle over Jurisdiction in European Insolvency Law –ECJ 2.5.2006, C-341/04 (Eurofood)–*, European Company and Financial Law Review (2006) Vol. 3.
11. BAINBRIDGE, Stephen M., *Book Review: Lucian Bebchuk & Jesse Fried, Executive Compensation: Who Decides? – Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation* (Harvard University Press, Cambridge, 2004), Texas Law Review, (2005) No. 83.
12. BARNES, A. James – DWORKIN, Terry Morehead – RICHARDS, Eric L., *Law for Business* (Homewood, Illinois, IRWIN, 1987).
13. BAUM, Harald, *Change of Governance in Historic Perspective: The German Experience*, 3-29. in CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US (Szerk.: HOPT, Klaus J. – WYMEERSCH, Eddy – KANDA, Hideki – BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009).
14. BAUMGARTNER, Fabrice, *Whistleblower Procedures and Personal Data Protection in France*, The Corporate Governance Law Review (2007) Vol. 3. No. 2.
15. BAUMS, Theodor – SCOTT, Kenneth E., *Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and Germany*, American Journal of Comparative Law (2005) Vol. 53.
16. BEBCHUK, Lucian Arye, & FRIED, Jesse, *Pay Without a Performance – The Unfulfilled Promise of Executive Compensation* (Harvard University Press, 2004).
17. BEBCHUK, Lucian Arye, FRIED, Jesse M., WALKER, David I., *Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation*, Harvard Law School (2002) No. 6. Discussion Paper No. 366.  
Elérhető: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=316590](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=316590).
18. BEBCHUK, Lucian Arye – ROE, Mark J., *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*, Stanford Law Review (1999. november) Vol. 52.
19. BENNETT, Robert S., KRIEGLER, Alan, RAUH, Carl S., WALKER, Charles F., *Internal Investigations and the Defense of Corporations in the Sarbanes-Oxley Era*, Business Lawyer (2006. november) Vol. 62.
20. BERESFORD, Dennis R. – KATZENBACH, Nicholas de B. – ROGERS, C. B., Jr., *Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of Worldcom INC*. Counsel: Wilmer, Cutler&Pickering, Accounting Advisors: Pricewaterhouse Coopers LLP. (2003. március. 31.)
21. BERLE, Adolf A. – MEANS, Gardiner C., *The Modern Corporation and Private Property*. (Macmillan, New York, 1932).
22. BERRAR, Carsten, *Die Entwicklung der Corporate Governance in Deutschland im internationalen Vergleich* (Baden-Baden, 2001).
23. BESSÉNYÓ, András, *A római magánjog az európai jogi gondolkodás történetében* (Dialog Campus Kiadó, Budapest-Pécs, 1999).
24. BLACK, Andrew – WRIGHT, Philip – BACHMAN, John E. – DAVIES, John, *Shareholder Value – Az értékközpontú vállalatirányítás – Részvényesi Érték*, (KJK-KERSZÖV Jogi és Üzleti Kiadó Kft. 1999).
25. BLAIR, Margaret M., *Reforming Corporate Governance: What History Can Teach Us*, Berkeley Business Law Journal (2004) Vol. 1.
26. BODIE, Zvi – KANE, Alex – MARCUS, Alan J., *Befektetések* (Aula Kiadó Kft., Budapest, 2005).
27. BOOTH, Richard A., *Executive Compensation, Corporate Governance, and the Partner Manager*, University of Illinois Law Review (2005) No. 1.
28. BORRUS, Amy – MCNAMEE, Mike, *Accounting: Congress Only Looks like It's Getting Tough*, Business Weekly (2002, április 29.)
29. BÖCKLI, Peter, *Konvergenz: Annäherung des monistischen und des dualistischen Führungs – und Aufsichtssystem, in Handbuch Corporate Governance* (Szerk.: HOMMELHOF és mások, Köln, 2003).
30. BRADY, John Edson (Szerk.), *President of Corporation Entitled to Damages for Breach of Employment Contract*, The Business Law Journal (1932. január) Vol. 19.
31. BROWN, Gary M., *Changing Models in Corporate Governance – Implication of the US Sarbanes-Oxley Act*, 143-162. in CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US (Szerk.: HOPT, Klaus J. – WYMEERSCH, Eddy – KANDA, Hideki – BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009).
32. BROWNSTEIN, Andrew R. – KIRMAN, Igor, *Can a Board Say No When Shareholders Say Yes? Responding to Majority Vote Resolutions*, Business Lawyer (2004-2005) Vol. 60.
33. CAMERON, Rondo, *A Concise Economic History of the World From Paleolithic Times to the Present- Second Edition* (Oxford University Press, New York, 1993).



34. CHARKHAM, Jonathan, *Keeping Good Company* (Oxford University Press, 1995).
35. Lásd CHARREAUX, Gérard – WIRTZ, Peter, *Corporate Governance in France*, (In N. Kostyuk, U.C. Braendle et R. Aprea "Corporate Governance", Virtus Interpress, 2007).
36. CHEFFINS, Brian R., *Mergers and Corporate Ownership Structure: The United States and Germany at the Turn of the 20th Century*, American Journal of Comparative Law (2003) Vol. 51.
37. CHOI, Onelack – FISHER, Ann, *The Impacts of Socioeconomic Development and Climate Change on Severe Weather Catastrophe Losses: Mid-Atlantic Region*, Climatic Change (2003) Vol. 58.
38. CLARKE, Banaid, *European Takeover Regulation – The Latest Draft of the 13th Company Law Directive*, European Business Law Review (1999) Vol. 9.
39. CLARKE, Donald C., *Three Concepts of the Independent Director*, Delaware Journal of Corporate Law (2007) Vol. 32.
40. CLARK, Robert C., *Understanding and Resolving Crisis-Generated Corporate Governance Reform*, Corporate Governance Law Review (2005) Vol. 1.
41. COASE, Ronald H., *A vállalat, a piac és a jog* (Nemzeti Tankönyvkiadó, Budapest, 2004).
42. COFFEE Jr., John C., *The Attorney as Gatekeeper: An Agenda for the SEC*, Columbia Law Review (2003) Vol. 103.
43. COFFEE, John C. Jr., *What Caused Enron? A Capsule Social and Economic History of the 1990's*, Columbia Law School - Centre for Economic Studies Working paper No. 214 (2003).  
Elérhető: [http://ssrn.com/abstract\\_id=373581](http://ssrn.com/abstract_id=373581)
44. *Comparative Study Of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union And Its Member States – On Behalf of the EUROPEAN COMMISSION Internal Market Directorate General, Final Report & Annexes I-III.*, Weil, Gotshal and Manges LLP. In consultation with EASD – European Association of Securities Dealers & ECGN – European Corporate Governance Network, 2002, január.
45. CONAC, Pierre-Henri, *The New French Preferred Shares: Moving towards a More Liberal Approach*, European Company and Financial Law Review (2005) Vol. 2.
46. COOLS, Sofie, *The Real Difference in Corporate Law Between the United States and Continental Europe: Distribution of Powers*, Delaware Journal of Corporate Law (2005) Vol. 30.
47. CROSS-BORDER VOTING IN EUROPE Final report of the Expert Group on Cross-Border Voting in Europe August 2002.
48. CSEHI, Zoltán, *A társaságok tőkésítéséért való tagi felelősségről*, 259-285. in ACTA CONVENTUS DE IURE CIVILI TOMUS X. (Szerk.: Papp Tekla, Szeged, 2009.)
49. DAVIES, Paul L., *Board Structure in the UK and Germany: Convergence or Continuing Divergence?* 4. Elérhető: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=262959> or DOI: 10.2139/ssrn.262959. Eredetileg megjelent: International and Comparative Corporate Law Journal (2001) Vol. 2.
50. DAVIES, Paul L., *Enron and Corporate Law Reform in the UK and the European Community*, 163-190. in CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US (Szerk.: HOPT, Klaus J. – WYMEERSCH, Eddy – KANDA, Hideki – BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009).
51. DE KLUIVER, Harm-Jan, *Inspiring a New European Company Law? – Observations on the ECJ's Decision in Inspire Art from a Dutch Perspective and the Imminent Competition for Corporate Charters between EC Member States–*, European Company and Financial Law Review (2004) Vol. 1.
52. DOBSON, Paul – SCHMITTHOFF, Clive M., *Charlesworth's Business Law* (SWEET & MAXWELL, London, 1991).
53. DRÁBIK, János, *A pénz diktatúrája – Milyen haszonnal járna a közpénzrendszer visszaállítása?* (Gold Book, 2005).
54. DU PLESSIS, Jean J.– GROßFELD, Bernhard– LUTTERMANN, Claus– SAENGER, Ingo– SANDROCK, Otto, *German Corporate Governance in International and European Context* (Springer-Verlag, Berlin – Heidelberg – New York 2007)
55. EDWARDS, Vanessa, *The Directive on Takeover Bids – Not Worth the Paper It's Written On*, European Company and Financial Law Review (2004) Vol. 1.
56. ENRIQUES, Luca, *Bad Apples, Bad Oranges: A Comment from Old Europe on Post-Enron Corporate Governance Reforms*, Wake Forest Law Review (2003) Vol. 38.
57. ENRIQUES, Luca, *The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive: Harmonization Without Foundation*, European Company and Financial Law Review (2004) Vol. 1.
58. FAIRFAX, Lisa M., *The Rethoric of Corporate Law: The Impact of Stake Holder Rethoric on Corporate Norms*, The Journal of Corporation Law (2005- 2006) Vol. 31.
59. FARKAS, Csaba – JENOVAI, Petra – NÓTÁRI, Tamás – PAPP, Tekla, *Társasági jog* (Lectum Kiadó, Szeged, 2009).
60. FERRAN, Eilis, *The Place for Creditor Protection on the Agenda for Modernisation of Company Law in the European Union*, European Company and Financial Law Review (2006) Vol. 3.
61. FERRARINI, Guido – MOLONEY, Niamh, *Executive Remuneration and Corporate Governance in the EU: Convergence, Divergence, and Reform Perspectives*, European Company and Financial Law Review (2004) Vol. 1.
62. FERRARINI, Guido – MOLONEY, Niamh – VESPRO, Cristina, *Executive Remuneration in the EU: Comparative Law and Practice*, European Corporate Governance Institute - Law Working Paper (2003) No. 9.  
Elérhető: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=419120#](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=419120#)
63. FERRARINI, Guido – GIUDICI, Paolo, *Financial Scandals and the Role of Private Enforcement: The Parmalat Case*, in AFTER ENRON: IMPROVING CORPORATE LAW AND MODERNISING SECURITIES REGULATION IN EUROPE AND THE U.S. 2006 (Szerk.: ARMOUR, John – MCCAHERY, Joseph A.)
64. FERRARINI, Guido, „One Share – One Vote: A European Rule?“, European Company and Financial Law Review (2006) Vol. 3.
65. FLEISCHER, Holger, *Legal Transplants in European Company Law – The Case of Fiduciary Duties*, European Company and Financial Law Review (2005) Vol. 2.
66. FOGEL, Eric M. – GEIER, Andrew M., *Strangers in the House: Rethinking Sarbanes-Oxley and the Independent Board of Directors*, Delaware Journal of Corporate Law (2007) Vol. 32.
67. FÖRSTER, Christian, *Europäische Corporate Governance: Tatsächliche Konvergenz der neuen Kodizes*, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht. (2006) Vol. 27.
68. FREEMAN, R. Edward, *Strategic Management – A Stakeholder Approach* (PITMAN, Boston – London – Melbourne – Toronto, 1984).

69. FUJITA, Tomotaka, *Criteria for Good Laws of Business Association: A Outsider's View*, Berkeley Business Law Journal, (2005) Vol. 2.
70. F. X. Sutton, *Il credo dell' imprenditore americano* (Milánó, 1972).
71. GALGANO, Francesco, *Globalizáció a jog tükrében* (HVG-ORAC Lap- és Könyvkiadó Kft. Budapest, 2006).
72. GARETT, Allison Dabbs, *A Comparison of United Kingdom and United States Approaches to Board Structure*, The Corporate Governance Law Review (2007) Vol. 3. No. 3.
73. GEDDES, Ross, *IPOs and Equity Offerings* (Elsevier Ltd. Amsterdam – Boston – Heidelberg – London – New York – Oxford – Paris – San Diego – San Francisco – Singapore – Sidney – Tokyo, 2008).
74. GILSON, Ronald J., *Separation and Function of Corporate Law*, Berkeley Business Law Journal, (2005) Vol. 2.
75. GOERGEN, Marc – MANJON ANTOLIN, Miguel C. – RENNEBOOG, Luc, *Recent Developments in German Corporate Governance*, (2004. május) ECGI - Finance Working Paper No. 41/2004 (Revised); CentER Discussion Paper Series No. 2004-123 (Revised).  
Elérhető: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=539383> or DOI: 10.2139/ssrn.539383
76. GOULDING, Simon – MILES, Lilian – SCHALL, Alexander, *Judicial Enforcement of Extra-legal Codes in UK and German Company Law – Including Observations on OLG Schleswig Holstein, NZG 2004, 669 (Mobilcom II) and LG München I, NZG 2004, 626 (Hypovereinsbank)*, in European Company and Financial Law Review (2005) Vol. 2.
77. GREENWOOD, Daniel J. H., *The Dividend Puzzle: Are Shares Entitled for the Residual?* The Journal of Corporation Law (2006-2007) Vol. 32.
78. GRIFFITH, Sean J. – STEELE, Myron T., *On Corporate Law Federalism, Threatening the Thaumtrophe*, Business Lawyer (2005-2006) Vol. 61.
79. GRUNDMANN, Stefan, *The Market for Corporate Control: The Legal Framework, Alternatives, and Policy Considerations*, 421-446. in CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US (Szerk.: HOPT, Klaus J. – WYMEERSCH, Eddy – KANDA, Hideki – BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009).
80. HALÁSZ, Vendel – KECSKÉS, András, *A siker díja vagy a bukás ára? A vállalati vezetők javadalmazásának elmélete a pénzügyi válság tükrében*, Jogtudományi Közlöny (2010. április).
81. HALÁSZ, Vendel – KECSKÉS, András, *Mennyit és miért? Mértékek és jogcímek a vállalati vezetők javadalmazásában*, Jogtudományi Közlöny (2010) No. 2.
82. HALL, Brian J. *The Pay to Performance Incentives of Executive Stock Options*. Working Paper 6674. National Bureau of Economic Research (1998) augusztus. 9.  
Elérhető: <http://www.nber.org/papers/w6674>
83. HALL, Brian J. – KEVIN, Murphy J., *The Trouble with Stock Options*, Journal of Economic Perspective (2003) nyár.
84. HANSEN, James, *Climatic Changes: Understanding Global Warming 173-190. old.* in: ONE WORLD: THE HEALTH AND SURVIVAL OF THE HUMAN SPECIES IN THE 21ST CENTURY (Szerk. LANZA, Robert, Health Press, 2000).
85. HARTWIG, Henze, *Neuere Rechtsprechung zu Rechtsstellung und Aufgaben des Aufsichtsrats*, Der Betrieb. (2005) Vol. 58.
86. HEALY, Paul M. – PALEPU, Krishna G., *The Fall of Enron*, Journal of Economic Perspectives (2003) Vol. 17. No. 2.
87. HERTIG, Gerard – MCCAHERY, Joseph A., *Optional rather than Mandatory EU Company Law: Framework and Specific Proposals*, European Company and Financial Law Review (2006) Vol. 3.
88. HIGGS, Derek, *Review of the Role and Effectiveness of Non-executive Directors* (London, 2003. január).
89. HILL, Jennifer G., *Regulating Executive Remuneration: International Developments in the Post-Scandal Era*, Vanderbilt University Law School – Law and Economics Working Paper, No. 06-06.  
Elérhető: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=887944](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=887944)
90. HILL, Jennifer G., *Regulatory Responses to Global Corporate Scandals*, Wisconsin International Law Journal, (2005) No. 3.
91. HILL, Jennifer – YABLON, Charles M., *Corporate Governance and Executive Remuneration: Rediscovering Managerial Positional Conflict*, University of New South Wales Law Journal, (2002) No. 2.
92. HIMMELBERG, Charles P. – HUBBARD, Glenn R., *Incentive Pay and the Market for CEO's: An Analysis of Pay-for-Performance Sensitivity*,  
Elérhető: <http://ssrn.com/abstract=236089> (2000) (nem pulikált, - Columbia Business School).
93. HIRT, Hans C., *Wrongful Trading Remedy in UK Law: Classification, Application and Practical Significance*, European Company and Financial Law Review (2004) Vol. 1.
94. HIRTE, Heribert, *The Takeover Directive – A Mini-Directive on the Structure of the Corporation: Is it a Trojan Horse?* European Company and Financial Law Review (2005) Vol. 2.
95. HOLMSTROM, Bengt, *Pay Without Performance and the Managerial Power Hypothesis: A Comment*, The Journal of Corporation Law (2005) nyár.
96. HOPT, Klaus J., *Board Models in Europe – Recent Developments of Internal Corporate Governance Structures in Germany, France, and Italy*, European Company and Financial Law Review (2004) Vol. 1.
97. HOPT, Klaus J., *European Company Law and Corporate Governance: Where Does the Action Plan of the European Commission Lead?* 119-142. in CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US (Szerk.: HOPT, Klaus J. – WYMEERSCH, Eddy – KANDA, Hideki – BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009).
98. HOPT, Klaus J., *Le gouvernement d'entreprise – Expériences allemandes et européennes*, Rev. sociétés (2001).
99. HOPT, Klaus J., *The German Two-Tier Board: Experience, Theories, Reforms*, in: COMPARATIVE CORPORATE GOVERNANCE: THE STATE OF THE ART AND EMERGING RESEARCH (Szerk: Hopt, Klaus J. and others: Oxford, 1998).
100. HOPT, Klaus J. – LEYENS, Patrick C., *Board Models in Europe - Recent Developments of Internal Corporate Governance Structures in Germany, the United Kingdom, France, and Italy*, European Company and Financial Law Review. 2004. Vol. 1.
101. IFC (International Finance Corporation) World Bank Group – Global Corporate Governance Forum, *The EU Approach to Corporate Governance – Essentials and Recent Developments* (2008, február).
102. JENSEN, Michael C, MURPHY, Kevin J., *CEO Incentives: It's Not How Much You Pay, But How*, Harvard Business Review (1990) május-június.

103. JOHNSON, Lyman, *After Enron: Remembering Loyalty Disclosure in Corporate Law*, Delaware Journal of Corporate Law (2003) Vol. 28.
104. JUAN-MATEU, Fernando, *The Private Company in Spain – Some Recent Developments–*, European Company and Financial Law Review (2004) Vol. 1.
105. JUNGMANN, Carsten, *The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems*, European Company and Financial Law Review (2006) Vol. 3.
106. KAHAN, Marcel – ROCK, Edward B., *Hedge Funds in Corporate Governance and Corporate Control*, The Corporate Governance Law Review (2007) Vol. 3. No. 2.
107. KECSKEMÉTI, István, *Tőzsdéi befektetések a technikai elemzés segítségével* (Kecskeméti István és Társa Bt., 2006).
108. KECSKÉS, András, *Felelős vállalatirányítás az Egyesült Királyságban, Németországban és Franciaországban*, 213-234. in PhD Tanulmányok (Szerk. ÁDÁM, Antal, PTE-ÁJK, Pécs, 2009).
109. KECSKÉS, András, *A kárfelelősség antik gyökereiről*, JURA (2004) No. 2.
110. KECSKÉS, András, *Az Enron botrány és az üzleti jog rohadt almái*, Magyar Jog (2008. június).
111. KECSKÉS, András, *Részvényárak mindenek felett? Érdekszférák a vállalatirányítás jogában*, 215-234. in EMLÉKKÖNYV ROMÁN LÁSZLÓ SZÜLETÉSÉNEK 80. ÉVFORDULÓJÁRA (Szerk. KISS, György –BERKE, Gyula –BANKÓ, Zoltán –KAJTÁR, Edit Pécs, 2008).
112. KELLS, Stuart – ROGERS, Mark, *Executive Remuneration, Board Structure, Corporate Strategy and Firm Performance: A Taste of the Literature*, Melbourne Institute of Applied Economic and Social Research - The University of Melbourne, Melbourne Institute Working Paper (1997. október) No. 22.  
Elérhető: <http://www.melbourneinstitute.com/wp/wp1997n22.pdf>,
113. KIRÁLY, Júlia – NAGY, Márton – SZABÓ E., Viktor, *Egy különleges eseménysorozat – a másodrendű jelzőloghitel-piaci válság és hazai következményei*, Közgazdasági Szemle (2008) JULIUS-AUGUSZTUS.
114. KISFALUDI, András, *Társasági jog* (Complex Kiadó Jogi és Üzleti Tartalomszolgáltató Kft., Budapest, 2007).
115. KITCH, Edmund W., *The Simplification of the Criteria for Good Corporate Law or Why Corporate Law Is Not As Important Anymore*, Berkeley Business Law Journal (2005) Vol. 2.
116. KLAUSNER, Michael, *The Contractarian Theory of Corporate Law: A Generation Later*, The Journal of Corporation Law (2005-2006) Vol. 31.
117. KLEIN, William, *Criteria for Good Laws of Business Association*, Berkeley Business Law Journal, (2005) Vol. 2.
118. KNEE, Jonathan A., *Tévedésből Bankár – Wall Street: az elveszett illúzió* (Alinea Kiadó, Budapest, 2008).
119. KOSTOLANY, André, *Mérlegen a jövő – Tegnap, ma, holnap* (PERFEKT, 1995).
120. KOSTOLANY, André, *Több mint pénz és mohó vágy* (Lexecon Kiadó, Győr, 2006).
121. KOSTOLANY, André, *Tőzsdepszichológia – Kávéházi előadások* (Perfekt Pénzügyi Szakoktató és Kiadó Részvénytársaság, 2000, Budapest).
122. KOSTOLANY, André, *Tőzsdeszeminárium* (Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, 1989).
123. KUN, Attila, *A multinacionális vállalatok szociális felelőssége – CSR-alapú önszabályozás kontra (munka)jogi szabályozás* (Ad Librum, Budapest, 2009).
124. KRAHNEN, Jan Pieter – SCHMIDT, Reinhardt H., *The German Financial System* (Oxford, 2004).
125. LA PORTA, Rafael – LOPEZ-DE-SILANEZ, Florencio, SHLEIFER, Andrei, *Corporate Ownership Around the World*, The Journal of Finance (1999. április) Vol. LIV.
126. LA PORTA, Raffael, LOPEZ-DE-SILANEZ, Florencio, SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert W., *Investor Protection and Corporate Valuation*, The Journal of Finance (2002. június) Vol. LVII.
127. LA PORTA, Raffael, LOPEZ-DE-SILANEZ, Florencio, SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert W., *Law and Finance*, Journal of Political Economy (University of Chicago Press, 1998) Vol. 106(6).
128. LAVEY, Warren G., *Responses by the Federal Communications Commission to WorldCom's Accounting Fraud*, Federal Communications Law Journal (2006) Vol. 58.
129. LENTNER, Csaba, *Pénzpiacok szabályozása Magyarországon* (Akadémiai Kiadó, Budapest, 2006).
130. LEYENS, Patrick, *German Company Law: Recent Developments and Future Challenges*, German Law Journal (2005. október. 1.) Elérhető: <http://www.germanlawjournal.com/article.php?id=645>
131. LIPTON, Martin – LORSCH, Jay W., *A Modest Proposal for Improved Corporate Governance*, Business Lawyer (1992-1993) Vol. 48.
132. LOEWENSTEIN, Mark J., *The Conundrum of Executive Compensation*, Wake Forest Law Review (2000) No. 1.
133. MACAULAY, Stewart, *Klein and the Contradiction of Corporation Law*, Berkeley Business Law Journal (2005) Vol. 2.
134. MACEY, Jonathan R., *Displacing Delaware: Can the Feds Do Better Job Than the States in Regulating Takeovers?* Business Lawyer (2001-2002) Vol. 57.
135. MARTIN, Susan Lorde, *Executive Compensation: Reining in Runaway Abuses-Again*, University of San Francisco Law Review (2006) ősz.
136. MCCAHERY, Joseph A. – RENNEBOOG, Luc, *Managerial Remuneration, The Indirect Pay-For-Performance Relation*, Journal of Corporate Law Studies (2001) december.
137. MCCAHERY, Joseph A. – VERMEULEN, Erik P. M., *Corporate Governance Crisis and Related Party Transactions: A Post Parmalat Agenda*, 215-245. in CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US (Szerk.: Hopt, Klaus J.- Wymeersch, Eddy- Kanda, Hideki- Baum, Harald, Oxford University Press, 2009).
138. MCCORMACK, Gerard, *Institutional Shareholders and the Promotion of Good Corporate Governance*. 131-160. in THE REALM OF COMPANY LAW – A COLLECTION OF PAPERS IN HONOUR OF PROFESSOR LEONARD SEALY (Szerk.: Barry A. K. Rider, Kluwer Law International, London – The Hague – Boston, 1998).
139. MENJUCQ, Michel, *The European Regime on Takeovers*, European Company and Financial Law Review (2006) Vol. 3.
140. MERKT, Hanno, *European Company Law Reform: Struggling for a More Liberal Approach*, in European Company and Financial Law Review (2004) Vol. 1.
141. MONTALENTI Paolo, *The New Italian Corporate Law: an Outline*, European Company and Financial Law Review (2004) Vol. 1.
142. MOSSOS, Elias, *Sarbanes-Oxley Goes to Europe: A Comparative Analysis of United States and European Union Corporate Reforms After Enron*, Currents International Trade Law Journal (2004) Vol. 13.

143. MUCCIARELLI, Federico Maria, *The Transfer of the Registered Office and Forum-Shopping in International Insolvency Cases: an Important Decision from Italy*, European Company and Financial Law Review (2005) 2.
144. MURPHY, John J., *Technical Analysis of the Financial Markets – A Comprehensive Guide to Trading Methods and Applications* (New York Institute of Finance, 1999).
145. MURPHY, Kevin J., *Explaining Executive Compensation: Managerial Power vs. the Perceived Cost of Stock Options*, University of Chicago Law Review (2002) nyár.
146. MURPHY, Kevin J. – ZABOJNIK, Jan, *Managerial Capital and the Market for CEO's*  
Elérhető: <http://www-rcf.usc.edu/~kjmurphy/CEOCapital.pdf> (2004) (nem publikált).
147. MURPHY, Michael E., *The Nominating Process for Corporate Boards of Directors: A Decision-Making Analysis*, Berkeley Business Law Journal (2008) Vol. 5.
148. MÜLBERT, Peter O., *Die Stellung der Aufsichtsratsmitglieder*, in Corporate Governance (Szerk. FEDDERSEN, Dieter – HOMMELHOFF, Peter – SCHNEIDER, Uwe H. Otto Schmidt-Verlag, Köln, 1996).
149. NANCE, Donna, *Our Mini Theme: Corporate Crisis*, Business Law Today (2004. július-augusztus) Vol. 13.
150. NOCHTA, Tibor, *Társasági jog* (DIALÓG CAMPUS KIADÓ, 2007, Budapest – Pécs).
151. NOCHTA, Tibor, *A magánjogi felelősség útjai a társasági jogban* (DIALÓG CAMPUS KIADÓ, 2005, Budapest – Pécs).
152. OECD *Guidelines on Corporate Governance of State-owned Enterprises*, 2005. szeptember.
153. PAPP, Tekla – RÚZS MOLNÁR, Krisztina, *A társasági jog és a munkajog határán – A vezető tisztségviselők és a vezető állású munkavállalók jogviszonyának létesítésére vonatkozó szabályozás áttekintése*, Jogtudományi Közlöny (2010) No. 2.
154. PAPP, Tekla, *Corporate Governance – Társaságirányítási Rendszerek*, in ACTA CONVENTUS DE IURE CIVILI TOMUS X. (Kia. Szabó Imre, Szerk. Papp Tekla, SZTE-ÁJK, Szeged, 2009).
155. PAPP, Tekla – RÚZS MOLNÁR, Krisztina, *A társasági jog és a munkajog határán – A vezető tisztségviselők és a vezető állású munkavállalók jogviszonyának létesítésére vonatkozó szabályozás áttekintése*, Jogtudományi Közlöny (2010) No. 2.
156. PAREDES, Troy A., *Too Much Pay, Too Much Deference: Behavioral Corporate Finance, Ceo's, and Corporate Governance*, Florida State University Law Review (2005) No. 2.
157. PASA, Barbara – BENACCHIO, Gian Antonio, *The Guide to European Private Law – The Harmonization of Civil and Commercial Law in Europe* (Budapest-New York, 2005).
158. PERRY, Tod – ZENNER, Marc, *CEO Compensation in the 1990's: Shareholder Alignment or Shareholder Expropriation?*, Wake Forest Law Review (2000).
159. PISTOR, Katharina, *Legal Ground Rules in Coordinated and Liberal Market Economies*, 249-280. old. in CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US (Szerk.: HOPT, Klaus J. – WYMEERSCH, Eddy – KANDA, Hideki – BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009).
160. PISTOR, Katharina – KEINAN, Yoram – KLEINHEISTERKAMP, Jan – WEST, Mark D., *The Evolution of Corporate Law: A Cross-Country Comparison*, University of Pennsylvania Journal of International Economic Law (2002) No. 4.
161. POLLEY, Vincent I., *Share the Wealth – What „Knowledge Management” could mean to Your Legal Department*, Business Law Today (2003. november-december) Vol. 13.
162. POWERS, William C. Jr. – TROUBH, Raymond S. – WINOKUR, Herbert S. Jr., *Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of Enron Corp* (2002) február 1. Forrás: <http://f1.findlaw.com/news.findlaw.com/wp/docs/enron/specinv020102rpt1.pdf>.
163. RAJAN, Raghuram G. – WULF, Julie, *Are Perks Purely Managerial Excess?* National Bureau of Economic Research. Working Paper No. 10494. (2004) május.  
Elérhető: <http://www.nber.org/papers/w10494.pdf>.
164. *Report of the Highlevel Group of Company Law Experts on A Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe* (2002. november 4.), WINTER, Jaap – SCHANS CHRISTENSEN, Jan – GARRIDO GARCIA, José Maria – HOPT, Klaus J. – RICKFORD, Jonathan – ROSSI, Guido – SIMON, Joelle.
165. *Report of the Highlevel Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids* (2002. január 10.), WINTER, Jaap – SCHANS CHRISTENSEN, Jan – GARRIDO GARCIA, José Maria – HOPT, Klaus J. – RICKFORD, Jonathan – ROSSI, Guido – SIMON, Joelle.
166. RICKFORD, Jonathan, *Fundamentals, Developments and Trends in British Company Law – Some Wider Reflections – First Part: Overview and the British Approach*, European Company and Financial Law Review (2004) Vol. 1.
167. ROE, Mark J., *German Codetermination and German Securities Markets*, Columbia Journal of European Law, (1999) Vol. 5.
168. ROMANO, Roberta, *The Sarbanes-Oxley Act and the making of Quack Corporate Governance*, Yale Law Journal (2004-2005) Vol. 114.
169. SADLAK, Kristina A., *The European Commission's Action Plan to Modernize European Company Law: How Far Should the SEC Go in Exempting European Issuers from Complying with the Sarbanes-Oxley Act?*, Brigham Young University - International Law and Management Review (2006-2007) tél.
170. SALE, Hillary A., *Independent Directors as Securities Monitors*, Business Lawyer (2005-2006) Vol. 61.
171. SÁNDOR, István, *A társasági jog története Nyugat-Európában* (KJK-KERSZÖV Jogi és Üzleti Kiadó Kft. 2005, Budapest).
172. SÁRKÓZY, Tamás, *A magyar társasági jog Európában* (HVG-ORAC Lap- és Könyvkiadó Kft. 2001, Budapest).
173. SCHWEITZER, Heike – KUMPAN, Christoph, *Changes of Governance in Europe, Japan, and the US: Discussion Report*, 687-729. old. in CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US (Szerk.: HOPT, Klaus J. – WYMEERSCH, Eddy – KANDA, Hideki – BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009).
174. SELIGMAN, Joel, *A Brief History of Delaware's General Corporation Law of 1899*, Delaware Journal of Corporation Law (1976) Vol. 1. No. 2.
175. SHAW, Richard A., *Hostile Takeover Bids: Defensive Strategies*, Alberta Law Review (2000-2001) Vol. 38.
176. SHILLER, Robert J., *Tőzsdemámor* (Alinea Kiadó, Budapest, 2002).
177. SIEMS, Mathias M., *The Rules on Conflict of Laws in the European Takeover Directive*, European Company and Financial Law Review (2004) Vol. 1.
178. SKEEL Jr., David A., *Corporate Shaming Revisted: An Essay for Bill Klein*, Berkeley Business Law Journal (2005) Vol. 2.

179. SKEEL, David A. Jr., *Book Review – Governance in the Ruins – Law and Capitalism: What Corporate Crisis Reveal About Legal Systems and Economic Development around the World* (Curtis J. Milhaupt & Katharina Pistor. 2008, Chicago-London. The University of Chicago Press), Harvard Law Review (2009) Vol. 122.
180. SMUCKLER, Jeremy J., *The SEC's Rule Changes Regarding CEO Compensation Disclosure: Predicted Effects Using the Optimal Contracting and Managerial Power Theories*, The Corporate Governance Law Review (2007) No. 2.
181. SOLTENBERG, Clyde – LACEY, Kathleen A. – CRUTCHFIELD GEORGE, Barbara – CUTHBERT, Michael, *A Comparative Analysis of Post- Sarbanes-Oxley Corporate Governance Developments in the US and European Union: The Impact of Tensions Created by Extraterritorial Application of Section 404*, American Journal of Comparative Law (2005) Vol. 53.
182. SÓLYOM, László, *A polgári jogi felelősség hanyatlása* (Akadémiai Kiadó, Budapest, 1977).
183. SPINDLER, Gerald, *Die Empfehlungen der EU für den Aufsichtsrat und ihre deutsche Umsetzung im Corporate Governance Kodex*, Zeitschrift für Wirtschaftsrecht (2005) Vol. 26.
184. SPINDLER, Gerald, *Scandals, Regulation, and Supervisory Agencies*, 105-116. in CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US (Szerk.: HOPT, Klaus J. – WYMEERSCH, Eddy – KANDA, Hideki – BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009).
185. STEENO, Annaleen, *Note: Corporate Governance: Economic Analysis of a „Comply or Explain” Approach*, Stanford Journal of Law, Business and Finance (2005-2006) No. 2.
186. STORCK, Michel, *Corporate Governance a la Francaise – Current Trends*, European Company and Financial Law Review (2004) Vol. 1.
187. STOUT, Lynn A., *Shareprice as a Poor Criterion of Good Corporate Law*, Berkeley Business Law Journal (2005- 2006) Vol. 3.
188. STORELLI, Claudio, *Corporate Governance Failures – Is Parmalat Europe's Enron Scandal?* Columbia Business Law Review (2005).
189. STRINE Jr., Leo E., *The Delaware Way: How We Do Corporate Law and Some of the New Challenges We (and Europe) Face*, Delaware Journal of Corporate Law (2005) Vol. 30.
190. *Synthesis of the responses to the Communication of the Commission to the Council and the European Parliament "Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union – A Plan to Move Forward" – COM (2003) 284 final of 21 May 2003 A Working Document of DG Internal Market.*
191. SZÁZ, János, *Pénzügyi termékek áralakulása* (Budapest, 2009).
192. THOMPSON, Robert B., *Corporate Law Criteria: Law's Relation to Private Ordering*, Berkeley Business Law Journal (2005) Vol. 2.
193. THOMAS, Randall S., *What is Corporate Law's Place in Promoting Societal Welfare?: An Essay in Honor Professor William Klein*, Berkeley Business Law Journal (2005) Vol. 2.
194. THORBURN, Karin S., *Corporate Governance Practices in Europe: Antidote to Enron*, Vermont Law Review (2003) nyár.
195. VÉKÁS, Lajos, *A szerződési rendszer fejlődési csomópontjai* (Akadémiai Kiadó, Budapest, 1977).
196. WESTBROOK, David A., *Corporation Law After Enron: The Possibility of a Capitalist Reimagination*, Georgetown Law Journal (2003-2004) Vol. 92.
197. WIDEN, William H., *Enron at the Margin*, Business Lawyer (2003) Vol. 58.
198. WOLFF, Lutz-Christian, *Self-Governance German Style: Comply or Explain... But If You Explain We Will Make You Comply*, The Corporate Governance Law Review (2005) Vol. 1. No. 3.
199. WOOD, Donna J., *Corporate Social Performance Revisited*, Academy of Management Review (1991) Vol. 16. No. 4.
200. WYMEERSCH, Eddy, *Implementations of the Corporate Governance Codes*, 403-419. in CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US (Szerk.: HOPT, Klaus J. – WYMEERSCH, Eddy – KANDA, Hideki – BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009).
201. ZANARDO, Alessandra, *Does the Application by Member States of the Commission Recommendations on Corporate Governance Issues Depend on the Diversity of Ownership Structures and Corporate Governance Systems?* – Bocconi University – Institute of Comparative Law „Angelo Sraffa”(I.D.C.) Legal Studies Research Paper Series. Elérhető: <http://ssrn.com/abstract=1320195>
202. ZETZSCHE, Dirk A., *Shareholder Interaction Preceding Shareholder Meetings of Public Corporations – A Six Country Comparison*, European Company and Financial Law Review (2005) Vol. 2.