

GAZDASÁGI JOG

A RÉSZVÉNYTÁRSASÁGOK A TŐKEPIACI JOG TÜKRÉBEN



Kecskés András



GAZDASÁGI JOG – JEGYZET
A RÉSZVÉNYTÁRSASÁGOK A TŐKEPIACI JOG TÜKRÉBEN

NEMZETI KÖZSZOLGÁLATI EGYETEM, BUDAPEST

Szerző:

Kecskés András

Szakmai lektor:

Dr. Zéman Zoltán

Olvasószerkesztő:

Császár-Biró Anna

A kézirat lezárásának dátuma:

2019. május 7.

Kiadja:

© NKE, 2019

Felelős kiadó:

Prof. Dr. Kis Norbert
dékán

A mű szerzői jogilag védett. Minden jog, így különösen a sokszorosítás, terjesztés és fordítás joga fenntartva. A mű a kiadó írásbeli hozzájárulása nélkül részeiben sem reprodukálható, elektronikus rendszerek felhasználásával nem dolgozható fel, azokban nem tárolható, azokkal nem sokszorosítható és nem terjeszthető.

TARTALOM

I. Bevezetés a magyar tőkepiaci jogba	6
I.1. Bevezetés.	6
I.2. A tőzsde fogalma és a tőzsdei kereskedés szabályai	6
I.3. Tőzsdei ügyletek típusai	7
I.4. A Tőkepiaci törvény és az uniós jog szabályai a bennfentes kereskedelem és a piaci manipuláció területén.	8
I.5. Zártkörű és nyilvános részvénykibocsátás a magyar tőkepiaci jogban	9
I.5.1. Zártkörű és nyilvános kibocsátás feltételrendszere	9
I.5.2. A nyilvános kibocsátás szabályai és a közzétételi követelmények	11
I.6. Befolyásszerzés nyilvánosan működő részvénytársaságban	13
I.6.1. Az önkéntes vételi ajánlatra vonatkozó rendelkezések	13
I.6.2. Kötelező nyilvános vételi ajánlat	14
I.6.3. Határidők a vételi ajánlat elfogadására.	15
I.6.4. Az ajánlati ár meghatározása.	16
I.6.5. A semlegességi (neutralitási) szabály.	17
I.6.6. Az áttörés szabályai	18
I.6.7. A vételi és eladási jog gyakorlása	19
II. A részvénytársaságokra vonatkozó szabályozás	21
II.1. Általános rendelkezések	21
II.2. A részvénytársaságok működési formái a magyar jogban.	22
II.3. A részvénytársaságok tőkeszerkezete	23
II.4. A részvény előállítási módja	25
II.5. A nyomdai úton előállított és a dematerializált részvény	26
II.6. A részvény forgalomba hozatala.	27
II.7. A részvényátruházás korlátozása	28
II.8. Részvényátruházás a társaság beleegyezésével.	28
II.9. Saját részvény.	29
II.9.1. A jogsértéssel megszerzett saját részvény.	30
II.9.2. Részvényesi jogok gyakorlása saját részvénnel.	31
II.10. Pénzügyi segítség részvénytársaságokhoz	31
II.11. Részvényfajták, részvényosztályok, részvénytársaságok	32
II.11.1. A törzsrészvény	33
II.11.2. Az elsőbbségi részvény	34
II.11.3. Dolgozói részvény kibocsátása	37
II.11.4. A dolgozói részvény átruházása és öröklése	37
II.11.5. Kamatozó részvény	38
II.11.6. A visszaváltható részvény	38
II.11.7. Egyéb részvényfajták.	38
II.11.8. Részvényutalvány	39

II.11.9. Az ideiglenes részvény.	39
II.11.10. Részvénykönyv.	40
II.12. A részvénytársaság alapítása	41
II.12.1. Zártkörű forgalomba hozatal	42
II.12.2. A részvénytársaság létesítő okirata	42
II.12.3. A nem pénzbeli hozzájárulás	43
II.12.4. A részvénytársaság nyilvántartásba vétele	43
II.13. Részvényesi jogok és kötelezettségek	44
II.13.1. Osztalékelőleg.	47
II.13.2. A vagyonszerzés feltételei	48
II.13.3. Kisebbségi jogok gyakorlása.	49
II.13.4. A részvényes kötelezettségei	49
II.14. A részvénytársaság szervezete	49
II.14.1. A közgyűlés	49
II.14.2. Az ügyvezetés	56
II.14.3. Felügyelőbizottság, auditbizottság, könyvvizsgáló	60
II.15. Az alaptőke felemelése	62
II.15.1. Az igazgatóság felhatalmazása alaptőke-emelésre	63
II.15.2. Alaptőke-emelés új részvények forgalomba hozatalával	63
II.15.3. Alaptőke-emelés az alaptőkén felüli vagyon terhére	65
II.16. Az alaptőke leszállítása	68
II.16.1. Közgyűlési határozat alaptőke leszállításáról.	68
II.16.2. Kötelező alaptőke-leszállítás.	69
II.16.3. Az alaptőke-leszállítás közzététele	69
II.16.4. Biztosíték a hitelezők számára	70
II.16.5. Az alaptőke-leszállítás meghiúsulása	70
II.16.6. Alaptőke-leszállítás nyomdai úton előállított részvények esetén	71
II.16.7. Alaptőke-leszállítás dematerializált részvények esetén	71
II.16.8. Kifizetés a részvényesek részére	72
II.17. A részvénytársaságok átalakulására, egyesülésére és szétválására vonatkozó külön szabályok	72
II.18. A részvénytársaság jogutód nélküli megszűnése	72
II.19. Az egyszemélyes részvénytársaság	73
III. A felelős társaságirányítás alapjai	74
III.1. A felelős társaságirányítás (corporate governance) fogalma	74
III.2. Alapfogalmak a felelős társaságirányítás területén	79
III.3. Részvényesek és érdekeltek a társaság működésében	81
III.3.1. A shareholder primacy-elmélet	82
III.3.2. A stakeholder-elmélet	87
III.3.3. Belső stakeholderek.	89
III.3.4. Külső stakeholderek	94

I. BEVEZETÉS A MAGYAR TŐKEPIACI JOGBA¹

I.1. Bevezetés

Zohar Goshen és Gideon Parchomovsky professzorok gondolatmenetét alapulvéve a tőkepiaci szabályozások célja „a különböző források gazdaságban történő elosztásának támogatása a pénzügyi folyamatok hatékonyabbá tételén keresztül.”² Ennek alapján a tőkepiaci szabályozások nem értelmezhetőek sem fogyasztóvédelmi, sem szűk értelemben vett befektetővédelmi szabályokként. Az iménti felvetés a piaci hatékonyság fogalmi elemeinek kidolgozására ösztönözte a gyakorlati és az akadémiai szféra képviselőit. Goshen és Parchomovsky a pontos árfolyam-információt és a pénzügyi likviditást jelölték meg mint a hatékony piacok meghatározó tényezőit.³ Álláspontjukkal részben egyetértve kijelenthetjük, hogy ugyan a pontos árfolyam-információ és a pénzügyi likviditás fontossága megkérdőjelezhetetlen, meghatározó tényezők helyett pontosabb indikátorokként, úgynevezett mutatókként definiálni ezen fogalmakat.⁴

I.2. A tőzsde fogalma és a tőzsdei kereskedés szabályai

A tőzsde egy koncentráltan és szervezetten működő piac, ahol az értékpapírokkal való kereskedelem szabályozott formában történik.⁵ A *Tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvény* („Tőkepiaci törvény”) definíciója alapján a tőzsde „a hatékony tőkeáramlás, tőkeértékelés, az árfolyam és egyéb kockázat megosztása érdekében a tőzsdei termékek keresletét és kínálatát koncentráló, azok kereskedését lebonyolító, a nyilvános árfolyam-alakulást elősegítő vállalkozás”.⁶

A *Tőkepiaci törvény* meghatározása értelmében tőzsdei tevékenység „a tőzsdei termék szervezett, szabványosított kereskedésének üzletszerű lebonyolítása”.⁷ A magyar szabályozás alapján tőzsdei tevékenységet kizárólag tőzsde végezhet. A tőzsdére a *Ptk.* jogi személyekre vonatkozó rendelkezéseit, fióktelep formájában működő tőzsdére pedig az *Fkt.* rendelkezéseit kell alkalmazni a *Tőkepiaci törvényben* foglalt eltérésekkel. Tőzsde alapítása csak a Felügyelet engedélyével, továbbá dematerializált részvényekkel rendelkező részvénytársasági formában, illetve külföldi tőzsde fióktelepe formájában történhet. Tőzsde árualapú ügyletek, deviza, valamint határidős kamatláb-ügyletek kereskedése esetén legalább 150 millió, egyéb tőzsdei termék kereskedése esetén legalább 500 millió forint pénzben befizetett alaptőkével (jegyzett tőkével) alapítható.⁸ A törvény által meghatározott keretek között a tőzsde szabályzatban határozza meg a tevékenységére vonatkozó szabályokat, illetve a tőzsdei kereskedőkre és kibocsátókra vonatkozó szabályokat.⁹

¹ Készült: KECSKÉS András: Befektetések – Szabályozási tendenciák a XXI. században. Menedzser-Praxis, Budapest, 2018. 252-269. old alapján.

² GOSHEN, Zohar – PARCHOMOVSKY, Gideon: *The Essential Role of Securities Regulation*, Duke Law Journal, Vol. 55. No. 4. 2006, 711-782. old. 713. old.

³ GOSHEN, Zohar – PARCHOMOVSKY, Gideon: *The Essential Role of Securities Regulation*, Duke Law Journal, Vol. 55. No. 4. 2006, 711-782. old. 714. old.

⁴ KECSKÉS, András: Hungarian Capital Markets Regulation. In: Sándor, István (ed.) *Business Law in Hungary*. Patrocinium, Budapest, 2016. 463-481. old. 463. old.

⁵ KECSKÉS, András: Hungarian Capital Markets Regulation. In: Sándor, István (ed.) *Business Law in Hungary*. Patrocinium, Budapest, 2016. 463-481. old. 463. old.

⁶ 2001. évi CXX. törvény II. fejezet „Értelmező rendelkezések” 122-es pont.

⁷ 2001. évi CXX. törvény 297. §.

⁸ 2001. évi CXX. törvény 299. § (3).

⁹ KECSKÉS, András: Hungarian Capital Markets Regulation. In: Sándor, István (ed.) *Business Law in Hungary*. Patrocinium, Budapest, 2016. 463-481. old. 464. old.

a. Tőzsdei kereskedő az a személy lehet, aki:

- a) legalább egy, az adott tőzsdén forgalmazott tőzsdei termék kereskedésének folytatásához szükséges felügyeleti, illetve más hatósági engedéllyel rendelkezik;
- b) megfelel a tőzsde szabályzataiban foglalt feltételeknek;
- c) a tőzsdével megkötöti a szerződést, melyben vállalja a tőzsde szabályzataiban előírt feltételek teljesítését, betartását;¹⁰
- d) a tőzsdei ügyletek elszámolására szerződést kötött központi szerződő féllel, illetve központi értéktárral vagy olyan klíringtaggal, melyen keresztül az elszámolás teljesíthető.¹¹

A kereskedési jog tartalma és gyakorlásának feltételei a tőzsde szabályzatában kerülnek meghatározásra. A tőzsde jogosult a tőzsdei kereskedőktől azok tőzsdén folytatott tevékenységével kapcsolatos, illetve azt befolyásoló információk kérésére, gyűjtésére.¹²

A tőzsdei kereskedési jog megszűnésével (a tőzsdei kereskedő megszűnése, halál, a tőzsdei kereskedési szerződés felmondása stb.) kapcsolatos szabályokat a *Tőkepiaci törvény 316. §-a* tartalmazza.¹³

I.3. Tőzsdei ügyletek típusai

A tőzsdei ügylet az a szerződés, amelyet a tőzsdei kereskedő a tőzsdén – a tőzsdei szabályzat által lehetővé tett körben és módon – tőzsdei termékre vonatkozóan köt. A tőzsdei ügylet azonnali, határidős és opciós ügylet és ezek kombinációja lehet.¹⁴

Azonnali ügyletről akkor beszélünk, ha a tőzsdei ügyletben az ügylet tárgyának tényleges átadására anélkül vállalnak kötelezettséget, hogy a teljesítés módját és idejét meghatározták volna, a kötelezettséget a tőzsdei szabályzatban meghatározott módon és időben kell teljesíteni.¹⁵ Részvények, illetve kötvények azonnali vétele vagy eladása minősül például azonnali ügyletnek.

Határidős ügylet esetében a szerződő felek megállapodhatnak abban, hogy a tőzsdei ügyletben vállalt kötelezettségeiket a tőzsdei szabályzat által meghatározott későbbi időpontban teljesítik. A származékos ügyletek jellemző példái a határidős ügyleteknek.¹⁶

A tőzsdei ügyletek harmadik típusa az opciós ügylet, amelynek két különböző formája van. Ha a kötelezett tőzsdei termékre másnak vételi jogot enged, a jogosult a vételi jog tárgyát egyoldalú nyilatkozattal megvásárolhatja (vételi opció). Annak a személynek, aki a jogosulttal szemben a tőzsdei termékre vételi kötelezettséget vállal, a jogosult a tőzsdei terméket egyoldalú nyilatkozattal eladhatja (eladási opció).¹⁷ Azonban az Egyesült Államokkal ellentétben az opciós piacok Magyarországon nem képesek hasonló likviditási, illetve tőkésítési szint elérésére, fenntartására.¹⁸

¹⁰ KECSKÉS, András: Hungarian Capital Markets Regulation. In: Sándor, István (ed.) Business Law in Hungary. Patrocinium, Budapest, 2016. 463-481. old. 464. old.

¹¹ 2001. évi CXX. törvény 312. §.

¹² 2001. évi CXX. törvény 315. § (1).

¹³ KECSKÉS, András: Hungarian Capital Markets Regulation. In: Sándor, István (ed.) Business Law in Hungary. Patrocinium, Budapest, 2016. 463-481. old. 464. old.

¹⁴ 2001. évi CXX. törvény 319. § (1) és (2).

¹⁵ 2001. évi CXX. törvény 320. §.

¹⁶ KECSKÉS, András: Hungarian Capital Markets Regulation. In: Sándor, István (ed.) Business Law in Hungary. Patrocinium, Budapest, 2016. 463-481. old. 465. old.

¹⁷ 2001. évi CXX. törvény 322. §.

¹⁸ KECSKÉS, András: Hungarian Capital Markets Regulation. In: Sándor, István (ed.) Business Law in Hungary. Patrocinium, Budapest, 2016. 463-481. old. 465. old.

I.4. A Tőkepiaci törvény és az uniós jog szabályai a bennfentes kereskedelem és a piaci manipuláció területén

A *tőkepiaci törvény* bennfentes kereskedelem és a piaci manipulációról szóló rendelkezései 2016. július 1-jétől közvetlenül a *piaci visszaélésekről szóló 596/2014/EU rendelet*¹⁹ szabályaira utal.

A *Rendelet 14. cikke* tilalmazza a bennfentes kereskedelmet és annak kísérletét, másik személy részére bennfentes kereskedelem folytatására vonatkozó tanácsadást, vagy éppen a bennfentes kereskedelemre való rábírását, valamint szintén tiltja a bennfentes információk jogosulatlan közzétételét.

A *Rendelet 8. cikke* a bennfentes kereskedelem fogalmát a következőképpen fogalmazza meg:

- a) Bennfentes kereskedelem az, amikor a bennfentes információkkal rendelkező személy ezeket az információkat felhasználja oly módon, hogy
 - aa) közvetlenül vagy közvetve,
 - ab) saját vagy harmadik személy javára
 - ac) az információhoz kapcsolódó pénzügyi eszközöket szerez meg vagy idegenít el.
- b) Szintén bennfentes kereskedelemnek minősül a bennfentes információ felhasználása az információhoz kapcsolódó pénzügyi eszközre szóló megbízás visszavonása vagy módosítása révén akkor, ha az adott személy a bennfentes információhoz a megbízást követően jutott hozzá.
- c) A kibocsátási egységeknek vagy az azokon alapuló egyéb aukciós termékeknek az *1031/2010/EU rendelet* szerint megtartott aukciója esetében a bennfentes információ felhasználásának minősül az is, amikor valamely személy saját javára vagy harmadik személy javára megad, módosít vagy visszavon egy ajánlatot.;

Az *596/2014/EU rendelet* bennfentes kereskedelemnek minősíti azt is, amikor egy személy másik személynek a bennfentes kereskedelemben való részvételt tanácsolja vagy másik személyt a bennfentes kereskedelemben való részvételre rábírja. Ennek egyik fontos feltétele, hogy a tanácsot adó, vagy a részvételre rábíró személy bennfentes információval rendelkezzen, továbbá:

- a) ezen információ alapján a másik személynek azt tanácsolja, hogy olyan pénzügyi eszközöket szerezzen meg vagy idegenítsen el, amelyekre az információ vonatkozik, vagy rábírja a másik személyt ezek megszerzésére vagy elidegenítésére; vagy
- b) ezen információ alapján a másik személynek azt tanácsolja, hogy olyan pénzügyi eszközökre vonatkozó megbízást vonjon vissza vagy módosítson, amelyekre az információ vonatkozik, vagy rábírja a másik személyt ezek visszavonására vagy módosítására.

A fentebb említett tanács vagy rábírás felhasználása vagy további átadása a *Rendelet 8. cikke* értelmében bennfentes kereskedelemnek minősül, ha a tanácsot vagy rábírást felhasználó vagy átadó személy tudja, vagy tudnia kellene, hogy az bennfentes információon alapul.

A *Rendelet 15. cikke* kimondja, hogy tilos a piaci manipuláció és a piaci manipuláció kísérlete. A Tpt. korábbi, piacbefolyásolásról szóló szabályaihoz képest sokkal részletesebben rendelkezik a *Rendelet 12. cikke*. A hivatkozott cikk (1) bekezdése értelmében piaci manipulációnak minősül:

- a) olyan ügylet kötése, vételi vagy eladási megbízás adása, vagy olyan egyéb magatartás, amely:
 - i. hamis vagy félrevezető jelzéseket ad, vagy valószínűsíthetően adhat valamely pénzügyi eszköz, kapcsolódó azonnali árutőzsdei ügylet vagy kibocsátási egységeken alapuló aukciós termék kínálata, kereslete vagy ára tekintetében; vagy
 - ii. a szokásostól eltérő vagy mesterséges szinten rögzíti, vagy valószínűsíthetően rögzítheti egy vagy több pénzügyi eszköz, kapcsolódó azonnali árutőzsdei ügylet vagy kibocsátási egységeken alapuló aukciós termék árát.

¹⁹ AZ EURÓPAI PARLAMENT ÉS A TANÁCS 2014. április 16-i 596/2014/EU RENDELETE – a piaci visszaélésekről (piaci visszaélésekről szóló rendelet), valamint a 2003/6/EK európai parlamenti és tanácsi irányelv és a 2003/124/EK, a 2003/125/EK és a 2004/72/EK bizottsági irányelv hatályon kívül helyezéséről.

Ezek alól kivételt képez, ha az ügyleteket kötő, vételi vagy eladási megbízást adó, vagy bármely más magatartást tanúsító személy bizonyítja, hogy az ilyen ügylet, megbízás vagy magatartás indokai jogszerűek és megfelelnek valamely, a *Rendelet 13. cikkében* megállapított, elfogadott piaci gyakorlatnak;

- b) olyan ügylet kötése, vételi vagy eladási megbízás adása, vagy olyan egyéb tevékenység vagy magatartás, amely egy vagy több pénzügyi eszköz, kapcsolódó azonnali árutőzsdei ügylet, vagy kibocsátási egységeken alapuló aukciós termék árát érinti vagy valószínűleg érintheti, és amelynek során fiktív eszközöz, vagy a megtévesztés vagy félrevezetés egyéb formájához folyamodnak;
- c) olyan információk terjesztése az internetet is magában foglaló tömegtájékoztatásban, vagy bármilyen más eszközzel, amelyek valamely pénzügyi eszköz, kapcsolódó azonnali árutőzsdei ügylet, vagy kibocsátási egységeken alapuló aukciós termék kínálata, kereslete vagy ára tekintetében hamis vagy félrevezető jelzéseket adnak vagy valószínűsíthetően adhatnak, vagy a szokásostól eltérő vagy mesterséges szinten rögzítik, vagy valószínűsíthetően rögzíthetik egy vagy több pénzügyi eszköz, kapcsolódó azonnali árutőzsdei ügylet, vagy kibocsátási egységeken alapuló aukciós termék árát, beleértve híresztelések terjesztését, ha a terjesztő személy tudta, vagy tudnia kellett volna, hogy az információ hamis vagy félrevezető;
- d) valamely referenciaértékre vonatkozóan hamis vagy félrevezető információk továbbítása vagy hamis vagy félrevezető adatok közzétevése, ha az információt továbbító vagy az adatokat közzétevő személy tudta, vagy tudnia kellett volna, hogy az információk vagy az adatok hamisak vagy félrevezetőek, továbbá valamely referenciaérték kiszámításának manipulálására irányuló bármely magatartás.

A *Rendelet 12. cikkének (2) bekezdése* a jogalkalmazás megkönnyítése érdekében példálózó jelleggel felsorol olyan magatartásokat, amelyek a piaci manipulációnak minősülnek. Így például piaci manipulációnak minősülhet személyek összejártsága, amelynek célja az erőfölény biztosítása pénzügyi eszköz, kapcsolódó azonnali árutőzsdei ügylet, vagy kibocsátási egységeken alapuló aukciós termék kínálata vagy kereslete tekintetében, de ide tartozhat még a tömegtájékoztatásban való eseti vagy rendszeres szereplés kihasználása abból a célból, hogy a piaci árfolyamokat manipulálják. Ezzel egyidejűleg a *Rendelet I. számú melléklete* példálózó jelleggel tartalmazza a megtévesztés és félrevezetés egyéb formájának az alkalmazására utaló jeleket, valamint – szintén nem teljes körűen – a hamis vagy félrevezető jelzésekre és az árfolyamrögzítésre utaló jeleket.

I.5. Zártkörű és nyilvános részvénykibocsátás a magyar tőkepiaci jogban

I.5.1. Zártkörű és nyilvános kibocsátás feltételrendszere

A magyar szabályozás különböző feltételrendszert és szabályokat állapít meg részvények zártkörű, illetve nyilvános kibocsátása esetén. A *Tőkepiaci törvény* a zártkörű, illetve nyilvános részvénykibocsátási folyamatok között a *2003/71/EK, azaz a Prospektus Direktívában* meghatározott tájékoztatási kötelezettség alóli mentesülés alapján tesz különbséget. Ez alapján a részvénykibocsátás zártkörűnek minősül ha az értékpapírokat kizárólag minősített befektetőknek ajánlják fel, vagy ha az értékpapírt minősített befektetőnek nem minősülő, tagállamonként százötvennél kevesebb személy részére ajánlják fel.²⁰ Zártkörűnek minősül továbbá a részvénykibocsátás, ha az értékpapírt kizárólag olyan befektetők részére ajánlják fel, akik egyenként legalább százezer euró vagy annak megfelelő értékben vásárolnak a felajánlott értékpapírokból, illetve ha az értékpapír névértéke legalább százezer euró vagy annak

²⁰ 2001. évi CXX. törvény 14. § (a), (b).

megfelelő összeg.²¹ Ezen esetkörnek sokkal inkább a hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok esetén van relevanciája. Hasonló eset, amikor az összes forgalomba hozott értékpapír uniós szinten számított kibocsátási értéke az ajánlattételtől számított tizenkét hónapon belül nem haladja meg a százezer eurót vagy az annak megfelelő összeget.²² A magyar szabályozás a Direktívával ellentétben azon esetet is zártkörű kibocsátásnak tekinti,²³ amikor a részvénytársaság szövetkezet átalakulásával jön létre, és a részvényeket kizárólag az átalakuló szövetkezet tagjainak, üzletrész tulajdonosainak ajánlják fel.²⁴

A 2003/71/EK Direktíva 4. cikke további mentességeket fogalmaz meg a tájékoztató közzétételének kötelezettsége alól.²⁵ A Tőkepiaci törvény ezeket a kivételeket alkalmazza oly módon, hogy a Direktívában található definíciók alapulvételével további eseteket minősít zártkörű kibocsátásnak. Ez magában foglalja azokat az eseteket, amikor a kibocsátó korábban már kibocsátott részvényekkel azonos fajtájú, illetve azonos osztályba tartozó, azokat helyettesítő részvényeket bocsát ki, és az ilyen új részvények kibocsátása nem jelenti a kibocsátott alaptőke növelését, vagy az értékpapírt részvénytársaságban, nyilvános vételi ajánlat keretében történő befolyásszerzéssel kapcsolatban ellenérték-ként ajánlják fel vagy az értékpapírt a társaságok egyesülésével vagy szétválásával kapcsolatosan ellenértékként ajánlják fel.²⁶

Ebbe a körbe tartoznak azok az esetek is, amikor a részvénytársaság a részvényeseinek ingyenesen juttat az alaptőkén felüli vagyon terhére részvényeket vagy osztalékként ezekkel azonos fajtájú, illetve azonos osztályba tartozó részvényeket. Érdemes megemlíteni továbbá azon eseteket is, amikor az értékpapírt a kibocsátó, illetőleg kapcsolt vállalkozása bármelyikük munkavállalójának, vezető tisztségviselőjének, felügyelőbizottsági tagjának, illetve volt munkavállalójának, vezető tisztségviselőjének és felügyelőbizottsági tagjának ajánlja fel, értékesíti, illetőleg juttatja, ha a kibocsátó valamely értékpapírja valamely szabályozott piacra már be van vezetve.²⁷

A Tőkepiaci törvény rendelkezései alapján az értékpapír nyilvános forgalomba hozatala, illetve szabályozott piacra történő bevezetése esetén a kibocsátó, az ajánlattevő, az értékpapír szabályozott piacra történő bevezetését vagy az értékpapír multilaterális kereskedési rendszerbe történő regisztrációját kezdeményező személy kibocsátási tájékoztatót és a Bizottság 809/2004/EK rendeletének 31. cikkében meghatározott hirdetményt köteles közzétenni.²⁸

A Tőkepiaci törvény 21. §-ának (2) bekezdése, illetve a 22. § (1) és (4) bekezdései több kivételt fogalmaznak meg a nyilvános kibocsátás²⁹ okán létrejövő tájékoztatási kötelezettség alól.³⁰

A Tőkepiaci törvény értelmében az értékpapír nyilvános forgalomba hozatalának előkészítésével és lebonyolításával a kibocsátó, illetve az ajánlattevő befektetési szolgáltatót köteles megbízni.³¹ Fontos megemlíteni, hogy kivételt jelent ez alól, ha a Tőkepiaci törvény a nyilvános forgalomba hozatal szabályait kizárólag szabályozott piacra történő bevezetés esetére rendeli alkalmazni.³² Semmis az

²¹ 2001. évi CXX. törvény 14. § (c), (d).

²² 2001. évi CXX. törvény 14. § (e).

²³ KECSKÉS, András: Hungarian Capital Markets Regulation. In: Sándor, István (ed.) Business Law in Hungary. Patrocinium, Budapest, 2016. 463-481. old. 466. old.

²⁴ KECSKÉS András – HALÁSZ Vendel: *Stock Corporations – A Guide to Initial Public Offerings, Corporate Governance and Hostile Takeovers*. HVG-ORAC – LexisNexis, Budapest – Wien, 2013. Fordította: Tolnai Anna és a Szerzők. 78-79. old.; továbbá 2001. évi CXX. törvény 14. § (f).

²⁵ KECSKÉS, András: Hungarian Capital Markets Regulation. In: Sándor, István (ed.) Business Law in Hungary. Patrocinium, Budapest, 2016. 463-481. old. 466-467. old.

²⁶ 2001. évi CXX. törvény 14. § (2) (a), (b), (c).

²⁷ 2001. évi CXX. törvény 14. § (2) (d), (e).

²⁸ 2001. évi CXX. törvény 21. §.

²⁹ 2001. évi CXX. törvény 22. § (1).

³⁰ KECSKÉS András – HALÁSZ Vendel: *Stock Corporations – A Guide to Initial Public Offerings, Corporate Governance and Hostile Takeovers*. HVG-ORAC – LexisNexis, Budapest – Wien, 2013. Fordította: Tolnai Anna és a Szerzők. 79. old. továbbá 2001. évi CXX. törvény 22. § (4).

³¹ 2001. évi CXX. törvény 23. § (1).

³² 2001. évi CXX. törvény 23. § (1) a).

értékpapír jegyzése, illetve az adásvételére kötött szerződés, ha az értékpapírt a Felügyelet által engedélyezett tájékoztató és hirdetmény hiányában, illetve – a *Tőkepiaci törvény* 23. § (1) bekezdésében meghatározott eset kivételével – befektetési szolgáltató igénybevétele nélkül hozták nyilvánosan forgalomba. Ezen esetekben a befektetőknek okozott kárért a kibocsátó, az ajánlattevő és a forgalmazó egyetemlegesen felel.³³

Ennek megfelelően az értékpapír nyilvános forgalomba hozatala, illetve szabályozott piacra történő bevezetése esetén – amennyiben a *Tőkepiaci törvény* eltérően nem rendelkezik – a kibocsátó, az ajánlattevő, az értékpapír szabályozott piacra történő bevezetését vagy az értékpapír multilaterális kereskedési rendszerbe történő regisztrációját kezdeményező személy kibocsátási tájékoztatót és a *Bizottság 809/2004/EK rendeletének 31. cikkében* meghatározott hirdetményt köteles közzétenni.³⁴

A *Tőkepiaci törvény* értelmében a zártkörű kibocsátásra kevésbé szigorú szabályok vonatkoznak. Értékpapír zártkörű forgalomba hozatala során a kibocsátó, illetve a forgalmazó csupán azt köteles biztosítani, hogy minden befektető ugyanazokat a lényeges, a kibocsátó piaci, gazdasági, pénzügyi, jogi helyzetének és várható alakulásuknak, valamint az értékpapírhoz kapcsolódó jogoknak a befektetők részéről történő megalapozott megítéléséhez szükséges információkat megkapja.³⁵ Ide tartoznak azok az információk is, amelyek a befektetőkkel személyesen folytatott megbeszélések keretében merültek fel.³⁶ Zártkörű értékpapír-kibocsátás esetén a nyilvános kibocsátásra vonatkozó tájékoztatósi kötelezettség (kibocsátási tájékoztató) nem merül fel.³⁷ Értékpapír zártkörű forgalomba hozatalát a forgalomba hozatali eljárás lezárását követő 15 napon belül a kibocsátó köteles a *Felügyeletnek* bejelenteni.³⁸ Ha valamely értékpapírt nem a nyilvános forgalomba hozatalra vonatkozó szabályok szerint hoztak forgalomba, a *Felügyelet* a kibocsátótól vagy az ajánlattevőtől kért rendkívüli adatszolgáltatás keretében ellenőrizheti, hogy a forgalomba hozatal a *Tőkepiaci törvényben* foglaltak szerint zártkörű forgalomba hozatalnak minősült-e.³⁹

Semmis az értékpapír adásvételére kötött szerződés, ha az értékpapírt nem a nyilvános forgalomba hozatalra vonatkozó szabályok szerint hozták forgalomba, és a forgalomba hozatal nem felelt meg a zártkörű forgalomba hozatal feltételeinek. A befektetőknek okozott kárért a kibocsátó és a forgalmazó egyetemlegesen felel.⁴⁰

1.5.2. A nyilvános kibocsátás szabályai és a közzétételi követelmények

A *Prospektus Direktíva (2003/71/EK)* értelmében a tagállamok tájékoztató előzetes közzététele hiányában nem engedélyezhetik a területükön az értékpapírokra vonatkozó nyilvános ajánlattételt.⁴¹

A *Prospektus Direktíva* előírja, hogy a tájékoztatónak tartalmaznia kell mindazon információt, amely a kibocsátó és a nyilvánosságnak felajánlott vagy a szabályozott piacon bevezetett értékpapírok egyedi jellege szerint szükséges ahhoz, hogy a befektetők tájékozottan értékelhessék a kibocsátó

³³ KECSKÉS András – HALÁSZ Vendel: *Stock Corporations – A Guide to Initial Public Offerings, Corporate Governance and Hostile Takeovers*. HVG-ORAC – LexisNexis, Budapest – Wien, 2013, Fordította: Tolnai Anna és a Szerzők.; továbbá 2001. évi CXX. törvény 25. § (1) és (2).

³⁴ 2001. évi CXX. törvény 21. § (1).

³⁵ TOMORI, Erika: *Értékpapírszabályozás és a tőkepiaci szabályozása*. Közép-európai Brókerképző Alapítvány, Budapest, 2008. 156. old.

³⁶ 2001. évi CXX. törvény 16. §.

³⁷ A *Tőkepiaci törvény* 18. § értelmében a zártkörű forgalomba hozatallal kapcsolatban készített bármely írásos dokumentumban feltűnő módon fel kell tüntetni a forgalomba hozatal zártkörű voltát.

³⁸ 2001. évi CXX. törvény 17. § (1).

³⁹ 2001. évi CXX. törvény 17. § (2).

⁴⁰ KECSKÉS András – HALÁSZ Vendel: *Stock Corporations – A Guide to Initial Public Offerings, Corporate Governance and Hostile Takeovers*. HVG-ORAC – LexisNexis, Budapest – Wien, 2013. Fordította: Tolnai Anna és a Szerzők. p. 80-81., továbbá 2001. CXX. törvény 17. § (3).

⁴¹ 2003/71/EK Direktíva 3. cikk (1).

és minden esetleges kezes eszközeit és forrásait, pénzügyi helyzetét, nyereségét, illetve veszteségét, kilátásait, valamint az ilyen értékpapírokhoz fűződő jogokat.⁴² A tájékoztatónak továbbá tartalmaznia kell a kibocsátóra, valamint a nyilvánosságának felajánlott vagy a szabályozott piacra bevezetendő értékpapírokra vonatkozó információkat.⁴³

Ennek megfelelően a *Tőkepiaci törvény* úgy rendelkezik, hogy a tájékoztatónak tartalmaznia kell minden, a kibocsátó, illetőleg az értékpapírban foglalt kötelezettség teljesítésére kezességet (garanciát) vállaló személy piaci, gazdasági, pénzügyi, jogi helyzetének és annak várható alakulásának, valamint az értékpapírhoz kapcsolódó jogoknak a befektető részéről történő megalapozott megítéléséhez szükséges adatot.⁴⁴ A tájékoztatóban, illetőleg az arról és az értékpapírról közzétett hirdetményben közölt adatnak, adatcsoportosításnak, állításnak, elemzésnek a valóságnak megfelelőnek, helytállóknak, és a fentebb bemutatott cél elérésére alkalmasnak kell lennie.⁴⁵ A tájékoztató és a hirdetmény félrevezető adatot, téves következtetés levonására alkalmas csoportosítást, elemzést nem tartalmazhat, és nem hallgathat el olyan tény, amely a fentebb említett cél elérését veszélyezteti.⁴⁶

A tájékoztató formai követelményeit illetően a *Prospektus Direktíva* előírja, hogy a kibocsátó, az ajánlattevő vagy a szabályozott piacra bevezetést kérő személy a tájékoztatót egyetlen dokumentumként vagy különálló dokumentumok formájában is elkészítheti. A különálló dokumentumokból álló tájékoztatóban az előírt információkat fel kell osztani egy regisztrációs okmányra, egy értékpapírjegyzékre és egy összefoglaló jegyzékre.⁴⁷ A regisztrációs okmány tartalmazza a kibocsátóra vonatkozó információkat. Az értékpapírjegyzék tartalmazza a nyilvánosság számára felkínált vagy a szabályozott piacon bevezetni kívánt értékpapírokra vonatkozó információkat.⁴⁸

Ennek megfelelően a *Tőkepiaci törvény* úgy rendelkezik, hogy a tájékoztatónak a regisztrációs okmányból, az értékpapírjegyzékből és az összefoglalóból kell állnia. A regisztrációs okmány tartalmazza a kibocsátóra vonatkozó információkat. A tájékoztató egyetlen összevont dokumentumként is elkészíthető (összevont tájékoztató).⁴⁹

A *Prospektus Direktíva* alapján a tájékoztatónak egy összefoglalót is tartalmaznia kell. Az összefoglalónak röviden és köznap szöveggel kell tartalmaznia a kibocsátó, az esetleges kezes és az értékpapírok alapvető jellemzőit és a velük kapcsolatos kockázatokat azon a nyelven, amelyen a tájékoztató eredetileg készült. Az összefoglalónak tartalmaznia kell egy arra vonatkozó figyelmeztetést, hogy azt a tájékoztató bevezetőjeként kell értelmezni, továbbá, hogy az értékpapírokba történő befektetésről szóló döntést a befektetőnek a teljes tájékoztató figyelembevételére kell alapoznia, illetve ha a tájékoztatóban foglalt információkkal kapcsolatban keresetindításra kerül sor, előfordulhat, hogy a tagállamok nemzeti jogszabályai alapján a felperes befektetőnek kell viselnie a tájékoztató bírósági eljárás megindítását megelőző fordításának költségeit. Az összefoglalónak továbbá tartalmaznia kell egy arra vonatkozó figyelmeztetést, hogy a polgári jogi felelősség azon személyeket terheli, akik az összefoglalót és annak fordítását összeállították és a bejelentést kérték, de csak akkor, ha az összefoglaló félrevezető, pontatlan, vagy nem áll összhangban a tájékoztató többi részével.⁵⁰

⁴² 2003/71/EK Direktíva 5. cikk (1).

⁴³ KECSKÉS András – HALÁSZ Vendel: *Stock Corporations – A Guide to Initial Public Offerings, Corporate Governance and Hostile Takeovers*. HVG-ORAC – LexisNexis, Budapest – Wien, 2013. Fordította: Tolnai Anna és a Szerzők. p. 81. továbbá 2003/71/EK Direktíva 5. cikk (2).

⁴⁴ 2001. évi CXX. törvény 26. § (1).

⁴⁵ 2001. évi CXX. törvény 26. § (2).

⁴⁶ 2001. évi CXX. törvény 26. § (3).

⁴⁷ KECSKÉS, András: *Hungarian Capital Markets Regulation*. In: Sándor, István (ed.) *Business Law in Hungary*. Patrocinium, Budapest, 2016. 463-481. old. 470. old.

⁴⁸ KECSKÉS András – HALÁSZ Vendel: *Stock Corporations – A Guide to Initial Public Offerings, Corporate Governance and Hostile Takeovers*. HVG-ORAC – LexisNexis, Budapest – Wien, 2013. Fordította: Tolnai Anna és a Szerzők. p. 81-82. továbbá 2003/71/EK Direktíva 5. cikk (3).

⁴⁹ 2001. évi CXX. törvény 26. § (4).

⁵⁰ KECSKÉS András – HALÁSZ Vendel: *Stock Corporations – A Guide to Initial Public Offerings, Corporate Governance and Hostile Takeovers*. HVG-ORAC – LexisNexis, Budapest – Wien, 2013. Fordította: Tolnai Anna és a Szerzők. p. 82. továbbá 2003/71/EK 5. cikk (2).

A *Tőkepiaci törvény* 27. §-ának (1) bekezdése a *Prospektus Direktívával* összhangban a következőképp határozza meg az összefoglalóval kapcsolatos szabályokat: az összefoglalóban röviden, közérthetően, a tájékoztató eredeti nyelvén, olyan formában és tartalommal kell ismertetni az értékpapír lényeges jellemzőit és fő kockázatait, hogy az a befektetők értékpapírra vonatkozó befektetési döntésének meghozatalát elősegítse. Az összefoglalót az értékpapírok jellemzőinek összehasonlíthatóságát biztosító, a *Tőkepiaci törvény* szerinti kiemelt információt is tartalmazó formátumban kell elkészíteni⁵¹. Az összefoglalóban fel kell hívni a figyelmet arra, hogy az összefoglaló a tájékoztató bevezető része, illetve hogy a befektetési döntést a tájékoztató egészének ismeretében lehet meghozni. Az összefoglalóban fel kell továbbá tüntetni, hogy amennyiben a tájékoztatóban foglalt információkkal kapcsolatban keresetindításra kerül sor, abban az esetben előfordulhat, hogy a tagállamok nemzeti jogszabályai alapján a felperes befektetőnek kell viselnie a bírósági eljárás megindítását megelőzően a tájékoztató fordításának költségeit, illetve azt, hogy az összefoglaló tartalmáért felelősséget vállaló személyt és az összefoglaló fordítását végző személyt kártérítési felelősség terheli a befektetőknek okozott kárért abban az esetben, ha az összefoglaló félrevezető, pontatlan, vagy nincs összhangban a tájékoztató más elemeivel.⁵²

I.6. Befolyásszerzés nyilvánosan működő részvénytársaságban

I.6.1. Az önkéntes vételi ajánlatra vonatkozó rendelkezések

A *Tőkepiaci törvény* alapján vételi ajánlat útján történő befolyásszerzésre akkor is sor kerülhet, ha a vételi ajánlat tétele nem kötelező. Más szavakkal élve lehetőség van önkéntes vételi ajánlat realizálására is. Önkéntes vételi ajánlat útján történő befolyásszerzésre a kötelező vételi ajánlat útján történő befolyásszerzés szabályai irányadóak azzal az eltéréssel, hogy a céltársaság igazgatósága nem köteles a vételi ajánlatot véleményezni, illetve pénzügyi tanácsadót megbízni, továbbá a vételi ajánlatot nem kötelező a részvénytársaság valamennyi szavazati jogot megtestesítő részvényére megtenni.⁵³ A *Tőkepiaci törvény* alapján továbbá önkéntes vételi ajánlat esetén ellenajánlat nem tehető.⁵⁴ Az ajánlattevő, az ajánlattevő befolyásoló részesedése alatt álló vállalkozás, valamint a vele összehangoltan eljáró személyek,⁵⁵ illetve bármelyikük megbízásából harmadik személy újabb önkéntes vételi ajánlatot az önkéntes vételi ajánlat lezárásától számított hat hónapon belül nem tehet.⁵⁶

Ha az elfogadó nyilatkozatokban felajánlott részvények száma a vételi ajánlatban meghatározott mértéket meghaladja, a részvények átruházására kizárólag a részvények névértékének arányában kerülhet sor.⁵⁷

⁵¹ KECSKÉS, András: Hungarian Capital Markets Regulation. In: Sándor, István (ed.) Business Law in Hungary. Patrocinium, Budapest, 2016. 463-481. old. 470-471. old.

⁵² KECSKÉS András – HALÁSZ Vendel: *Stock Corporations – A Guide to Initial Public Offerings, Corporate Governance and Hostile Takeovers*. HVG-ORAC – LexisNexis, Budapest – Wien, 2013. Fordította: Tolnai Anna és a Szerzők. p. 82-83. továbbá 2001. évi CXX. törvény 27. § (1), (1a).

⁵³ Ez a kötelező vételi ajánlat esetén merül fel.. Lásd 2001. évi CXX. törvény 73/A (4) és (5).

⁵⁴ 2001. évi CCX törvény 79. § (1).

⁵⁵ A 2001. évi CXX. törvény 5. § (1) 100. pont alapján összehangoltan eljáró személyek: olyan természetes személyek, jogi személyek vagy egyéb szervezetek, akik vagy amelyek a céltársaságban történő befolyásszerzésre, a céltársaság irányításának megszerzésére vagy vételi ajánlat megíúsítására irányuló megállapodás alapján működnek együtt.

⁵⁶ 2001. évi CXX. törvény 79. § (1).

⁵⁷ KECSKÉS András – HALÁSZ Vendel: *Stock Corporations – A Guide to Initial Public Offerings, Corporate Governance and Hostile Takeovers*. HVG-ORAC – LexisNexis, Budapest – Wien, 2013. Fordította: Tolnai Anna és a Szerzők. p. 452-453. továbbá 2001. évi CXX. törvény 79. § (2).

I.6.2. Kötelező nyilvános vételi ajánlat

A *Tőkepiaci törvény* alapján a céltársaságban való huszonöt százalékos meghaladó mértékű befolyás-szerzéshez,⁵⁸ ha a befolyást szerző részvényesen kívül senki sem rendelkezik a szavazati jogok tíz százalékos meghaladó befolyással, illetve a harminchárom százalékos meghaladó mértékű befolyás-szerzéshez előzetesen, a Felügyelet által jóváhagyott nyilvános vételi ajánlatot kell tenni.⁵⁹

Az értékpapírok forgalomba hozataláról, a befektetési szolgáltatásokról és az értékpapír-tőzsdéről szóló 1996. évi CXI. törvény 33%-os határértéket állapított meg ebben a vonatkozásban, így ebben a tekintetben a Tőkepiaci törvény lényeges változást nem hozott.⁶⁰ A befolyás mértékének megállapítása során a közvetlen és közvetett befolyást és az összehangoltan eljáró személyek, valamint a közeli hozzátartozó befolyásának mértékét egybe kell számítani.⁶¹ A befolyás mértékének megállapítása során a harmadik személy által saját nevében, de a részvényes javára történő szavazati joggyakorlást a részvényes szavazati jogaként, a szerződést biztosító mellékkötelezettségként biztosítékul adott részvény alapján a részvényest megillető szavazati jogot pedig – eltérő megállapodás hiányában – a biztosíték jogosultjának szavazati jogaként kell figyelembe venni.⁶²

Az ajánlattételi kötelezettséget nem kell alkalmazni a részvényesek rendes közgyűlésein történő szavazati jogot meg nem testesítő értékpapírok megszerzése esetében, így a 2004/25/EK *Direktíva* preambuluma 11. pontja, illetve a 2. cikk (1) (e. pontja) érvényesül a magyar tőkepiaci szabályozásban is.

A vételi ajánlatot a részvénytársaság valamennyi szavazati jogot megtestesítő részvényére és valamennyi szavazati joggal rendelkező részvényese számára kell megtenni.⁶³

A *Tőkepiaci törvény* 68. §-ának (2) bekezdése értelmében, amennyiben a fentebb meghatározott határértéket meghaladó befolyás megszerzésére nem a befolyást szerző közvetlenül erre irányuló magatartása következtében, vagy vételi jog, visszavásárlási jog érvényesítése, illetőleg határidős vételi megállapodás teljesítése alapján, illetve állami vagyonkezelő szervezet által lefolytatott, törvényben szabályozott eljárás keretében, vagy összehangoltan eljáró személyek együttműködése eredményeképpen került sor, akkor a vételi ajánlatot legkésőbb a *Tőkepiaci törvény* 55. § (2) bekezdésében meghatározott közzétételtől számított 15 napon belül meg kell tenni.⁶⁴ Ezen esetekben is a *Direktívához* igazodik a magyar szabályozás, ugyanis az kimondja, hogy ilyen esetekben ajánlatokat a lehető legkorábban meg kell tenni.⁶⁵

⁵⁸ A 2001. évi CXX. törvény 5. § (1) 25. pont alapján céltársaság: magyarországi székhellyel rendelkező vagy magyarországi szabályozott piacra bevezetett nyilvánosan működő társaság, amelynek részvényei a nyilvános vételi ajánlati eljárás tárgyát képezik.

⁵⁹ 2001. évi CXX. törvény 68. § (1).

⁶⁰ SÁNDOR, Tamás: *Vállalatfelvásárlás a magyar jogban*. In Eörsi Gyula Emlékkönyv. Szerkesztette: SÁRKÖZY Tamás, VÉKÁS Lajos, HVG-ORAC, Budapest, 2002. p. 139.

⁶¹ Article 65/A paragraph (1) of Act CXX of 2001 on capital markets.

⁶² KECSKÉS András – HALÁSZ Vendel: *Stock Corporations – A Guide to Initial Public Offerings, Corporate Governance and Hostile Takeovers*. HVG-ORAC – LexisNexis, Budapest – Wien, 2013. Fordította: Tolnai Anna és a Szerzők. p. 454. továbbá 2001. évi CXX. törvény 65/A. § (2).

⁶³ KECSKÉS András – HALÁSZ Vendel: *Stock Corporations – A Guide to Initial Public Offerings, Corporate Governance and Hostile Takeovers*. HVG-ORAC – LexisNexis, Budapest – Wien, 2013. Fordította: Tolnai Anna és a Szerzők. p. 455. továbbá 2001. évi CXX. törvény 71. § (1).

⁶⁴ A 2001. évi CXX. törvény 61. § (1) alapján a nyilvánosan működő részvénytársaság részvényese vagy a szavazati jog birtokosa haladéktalanul, de legkésőbb 2 naptári napon belül tájékoztatja a kibocsátót és a Felügyeletet, ha a közvetlenül és közvetve birtokolt, szavazati jogot biztosító részvényének és szavazati jogának aránya eléri, meghalad egy meghatározott mértéket vagy az alá csökken. Ennek megfelelően az 55. § (2) kimondja, hogy a kibocsátó a hozzá érkezett tájékoztatást haladéktalanul, de legkésőbb két naptári napon belül közzéteszi a Felügyelet egyidejű tájékoztatása mellett. A 68. § (2) alapján a vételi ajánlatot legkésőbb a közzétételtől számított 15 napon belül meg kell tenni.

⁶⁵ KECSKÉS András – HALÁSZ Vendel: *Stock Corporations – A Guide to Initial Public Offerings, Corporate Governance and Hostile Takeovers*. HVG-ORAC – LexisNexis, Budapest – Wien, 2013. Fordította: Tolnai Anna és a Szerzők. p. 455., 2004/25/EK *Direktíva* 5. cikk (1).

Fontos eltérés a magyarországi és az európai szabályozás között, hogy míg a *Direktíva* 5. cikk (1) bekezdése kimondja, hogy a kötelező vételi ajánlatot a korábban szerzett, a társaság irányítását lehetővé tevő értékpapírokra kell megtenni, addig a *Tőkepiaci törvény* értelmében az ajánlatot – a 68. § (2) bekezdésben említett négy esetkör kivételével – előzőlegesen kell megtenni. Más szavakkal élve, az uniós szabályozás alapján az ajánlattételi kötelezettség a befolyásszerzés eredményeképp jön létre, míg a magyarországi szabályozás alapján ez a kötelezettség a befolyásszerzés előfeltételként jelentkezik.⁶⁶ A magyar szabályozás ebben a vonatkozásban hatékonyabb védelmet nyújt a kisebbségi részvényesek számára, ugyanakkor nem ró kedvezőtlenebb feltételeket az ajánlattevőre, mint a közösségi szabályozás. Az előzőlegesen megteendő vételi ajánlat esetében is hasonló a helyzet, mivel a *Direktíva* csupán azt határozza meg, hogy az ajánlatot a lehető legkorábban kell megtenni, míg a *Tőkepiaci törvény* pedig egy konkrét, 15 napos határidőt állapít meg.⁶⁷

Összehangoltan eljáró személyek befolyásszerzése esetén a *Tőkepiaci törvény* előírja, hogy ilyen esetekben a vételi ajánlat megtételére valamennyi szerződő fél együttesen köteles, kivéve, ha a felek megállapodnak a vételi ajánlatot tevő fél személyéről. A vételi ajánlat megtételére kötelezett személyében való megállapodás nem mentesíti a feleket a vételi ajánlat megtételével kapcsolatos felelősség alól. A vételi ajánlat útján történő befolyásszerzés lebonyolítására befektetési szolgáltatót kell megbízni.⁶⁸

Az ajánlattevő valamennyi felajánlott részvényt köteles megvásárolni, kivéve, ha az elfogadó nyilatkozatok alapján az ajánlattevő nem szerezne a céltársaságban ötven százalékot meghaladó befolyást, és a vételi ajánlat erre az esetre tartalmazta az elállás jogának fenntartását. Tilos a részvényesek között a vételi ajánlat elfogadására vonatkozó jogosultság gyakorlása során az egyenlő bánásmód követelményét megsérteni.⁶⁹

1.6.3. Határidők a vételi ajánlat elfogadására

A *Tőkepiaci törvény* 70. § (5) bekezdése értelmében a vételi ajánlat elfogadására rendelkezésre álló idő 30 nap, de a *Felügyelet* által eszközölt határidő hosszabbításokkal együtt sem haladhatja meg a 65 napot. A *Tőkepiaci törvény* biztosítja a céltársaság részvényeseinek a kellő időt egy megfelelően átgondolt döntés meghozatalára. A *Tőkepiaci törvény* által megszabott határidő az uniós szabályozásban előírt határidő duplája, ugyanakkor a maximumként meghatározott 65 nap biztosítja, hogy az ajánlat elfogadásával vagy elutasításával kapcsolatos döntés észszerű időn belül megszülethessen. A *Tőkepiaci törvény* kimondja, hogy a vételi ajánlat elfogadására nyitva álló határidő legalább 30 nap, legfeljebb – beleértve az esetleges hosszabbítást is – 65 nap lehet. Az elfogadó nyilatkozat megtételére nyitva álló határidő kezdőnapja nem lehet korábbi időpont, mint a közzététel megjelenését követő 2. nap, és nem lehet későbbi időpont, mint a közzétételt követő 5. nap. A *Felügyelet* a kérelmező ajánlattevő indokolt kérelmére, az elfogadó nyilatkozat megtételére a vételi ajánlatban meghatározott határidőt egyszer, legfeljebb 15 nappal meghosszabbíthatja. A kérelmező legkésőbb az eredeti határidő lejártáig közzéteszi a határidő meghosszabbításának tényét.⁷⁰

⁶⁶ GADÓ, Gábor: *A társasági és cégjogi szabályozás továbbfejlesztésének irányai*, Gazdaság és jog, 8. évf. 7-8. szám, (2000) 3-19. old. 16. old.

⁶⁷ KECSKÉS András – HALÁSZ Vendel: *Stock Corporations – A Guide to Initial Public Offerings, Corporate Governance and Hostile Takeovers*. HVG-ORAC – LexisNexis, Budapest – Wien, 2013. Fordította: Tolnai Anna és a Szerzők. p. 455-456.

⁶⁸ 2001. évi CXX törvény 68. § (3), (4).

⁶⁹ KECSKÉS András – HALÁSZ Vendel: *Stock Corporations – A Guide to Initial Public Offerings, Corporate Governance and Hostile Takeovers*. HVG-ORAC – LexisNexis, Budapest – Wien, 2013. Fordította: Tolnai Anna és a Szerzők. p. 456. továbbá 2001. évi CXX törvény 74. § (4).

⁷⁰ KECSKÉS András – HALÁSZ Vendel: *Stock Corporations – A Guide to Initial Public Offerings, Corporate Governance and Hostile Takeovers*. HVG-ORAC – LexisNexis, Budapest – Wien, 2013. Fordította: Tolnai Anna és a Szerzők. p. 457. továbbá 2001. évi CXX törvény 70. § (5).

Az elfogadó nyilatkozat megtételére nyitva álló határidő kezdő napját követően valamennyi, az ajánlat tárgyát képező részvényt rendelkező részvényes bejelentheti, hogy részvényét, vagy annak az elfogadó nyilatkozatban meghatározott részét a vételi ajánlatban foglalt feltételek szerint át kívánja ruházni. Az elfogadó nyilatkozatot személyesen, vagy meghatalmazott útján lehet megtenni. Az elfogadó nyilatkozat meghatalmazott, illetve közreműködő (például posta) útján történő megtételével kapcsolatos felelősség az elfogadó nyilatkozatra jogosultat terheli. Az elfogadó nyilatkozat nem vonható vissza. Az ajánlattevő, illetve az általa megbízott befektetési szolgáltató köteles az ajánlattétel elfogadására nyitva álló határidő utolsó napjától számított 2 naptári napon belül bejelenteni a *Felügyelethez* az ajánlattételi eljárás eredményét, illetve egyidejűleg köteles azt a vételi ajánlatok közzétételére vonatkozó szabályoknak megfelelően közzétenni.⁷¹

I.6.4. Az ajánlati ár meghatározása

Az ajánlati ár minimumát a *Tőkepiaci törvény* komplexebb módon határozza meg, mint a 2004/25/EK *Direktíva* idevonatkozó rendelkezései. A Tőkepiaci törvény azt hivatott biztosítani, hogy a céltársaság részvényei a megfelelő és méltányos ellenérték fejében váltsanak tulajdonost. A *Tőkepiaci törvény* tartalmazza a piacra bevezetett és be nem vezetett részvények ellenértékének részletesen meghatározását, mely megoldást a *Direktíva* nem alkalmazza. A piacra bevezetett,⁷² illetve a piacra be nem vezetett⁷³ részvények ellenértékének meghatározása során a *Tőkepiaci törvényben* az uniós jog „méltányos ár” elve érvényesül. Ennek keretében a *Tőkepiaci törvény* számos alternatív ár meghatározási

⁷¹ KECSKÉS András – HALÁSZ Vendel: *Stock Corporations – A Guide to Initial Public Offerings, Corporate Governance and Hostile Takeovers*. HVG-ORAC – LexisNexis, Budapest – Wien, 2013. Fordította: Tolnai Anna és a Szerzők. p. 457-458. továbbá 2001. évi CXX törvény 74. § (1), (2), (3).

⁷² A *Tőkepiaci törvény* 72. § (1) bekezdése értelmében szabályozott piacra bevezetett részvény esetén a vételi ajánlatban az ajánlat tárgyát képező részvények ellenértéke legalább a következők közül a legmagasabb összeg:

- a vételi ajánlat Felügyelet részére történő benyújtását megelőző száznyolcvan nap forgalommal súlyozott tőzsdei átlaga;
- az ajánlattevő, valamint a kapcsolt személyek által a vételi ajánlat benyújtását megelőző száznyolcvan napon belül a céltársaság részvényeire ellenérték fejében kötött átruházási szerződés legmagasabb ára;
- amennyiben rendelkezésre áll, a vételi ajánlat Felügyelet részére történő benyújtását megelőző háromszázhatvan nap forgalommal súlyozott tőzsdei átlaga;
- az ajánlattevő, valamint a kapcsolt személyek által a vételi ajánlat benyújtását megelőző száznyolcvan napon belül érvényesített vételi, visszavásárlási jog esetén a szerződésben meghatározott lehívási ár és díj együttes összege;
- az ajánlattevő, valamint a kapcsolt személyek által a vételi ajánlat benyújtását megelőző száznyolcvan napon belül megkötött megállapodásban foglalt vételi, visszavásárlási jog esetén a szerződésben meghatározott lehívási ár és díj együttes összege;
- az ajánlattevő, valamint a kapcsolt személyek által a vételi ajánlat benyújtását megelőző száznyolcvan napon belül megkötött megállapodás alapján a szavazati jog összehangolt gyakorlásáért kapott ellenérték; és
- az egy részvényre jutó saját tőke értéke.

⁷³ A *Tőkepiaci törvény* 72. § (1) bekezdése értelmében szabályozott piacra be nem vezetett részvény esetén a vételi ajánlatban az ajánlat tárgyát képező részvények ellenértéke legalább a következők közül a legmagasabb összeg:

- az ajánlattevő, valamint a kapcsolt személyek által a vételi ajánlat benyújtását megelőző száznyolcvan napon belül a céltársaság részvényeire ellenérték fejében kötött átruházási szerződés legmagasabb ára;
- az ajánlattevő, valamint a kapcsolt személyek által a vételi ajánlat benyújtását megelőző száznyolcvan napon belül érvényesített vételi, visszavásárlási jog esetén a szerződésben meghatározott lehívási ár és díj együttes összege,
- az ajánlattevő, valamint a kapcsolt személyek által a vételi ajánlat benyújtását megelőző száznyolcvan napon belül megkötött megállapodásban foglalt vételi, visszavásárlási jog esetén a szerződésben meghatározott lehívási ár és díj együttes összege;
- az ajánlattevő, valamint a kapcsolt személyek által a vételi ajánlat benyújtását megelőző száznyolcvan napon belül megkötött megállapodás alapján a szavazati jog összehangolt gyakorlásáért kapott ellenérték; és
- az egy részvényre jutó saját tőke értéke.

lehetőséget tartalmaz, melyek közül a legmagasabb tesz eleget a *Direktívában* meghatározott „mértányos ár” követelményének. Ennek megfelelően az ellenérték meghatározásánál a vételi ajánlat *Felügyelet* részére történő benyújtását megelőző 180 nap forgalommal súlyozott tőzsdei átlagárát,⁷⁴ illetve az ajánlattevő, valamint a kapcsolt személyek által a vételi ajánlat benyújtását megelőző 180 napon belül a céltársaság részvényeire ellenérték fejében kötött átruházási szerződés legmagasabb árát akkor is figyelembe kell venni, ha az első kereskedési nap és a vételi ajánlat *Felügyelet* részére történő benyújtása között eltelt idő kevesebb, mint 180 nap, de a 90 napot meghaladja.

Amennyiben rendelkezésre áll, a vételi ajánlat *Felügyelet* részére történő benyújtását megelőző 360 nap forgalommal súlyozott tőzsdei átlagárát is figyelembe kell venni.⁷⁵ A *Tőkepiaci törvény* végül az egy részvényre jutó saját tőke értékének figyelembevételével biztosítja az uniós jog „mértányos ár” elvének érvényesülését.⁷⁶

A Tőkepiaci törvény értelmében az ajánlattevő – az elfogadásra nyitva álló határidő záró napjáig – a vételi ajánlatot az ellenérték tekintetében módosíthatja, feltéve, hogy a módosított ellenérték forintban meghatározott értéke meghaladja az ajánlatban meghatározott értéket, és a módosítást az ajánlattevő közzéteszi. Az ellenérték módosítása kiterjed a módosítás közzététele előtt tett elfogadó nyilatkozatokra is.⁷⁷

I.6.5. A semlegességi (neutralitási) szabály

A semlegességi szabály (2004/25/EK Direktíva 9. cikk (2) bekezdés) előírja, hogy attól az időponttól kezdődően, hogy a céltársaság tudomást szerez az ajánlattételről, a céltársaság ügyviteli vagy irányító szerve köteles megszerezni a részvényesek közgyűlésének kizárólag e célból adott előzetes felhatalmazását bármely olyan intézkedés – más ajánlatok keresése kivételével – előtt, ami az ajánlattételi eljárás megzavarását eredményezheti.⁷⁸

A magyar tőkepiaci szabályozás a semlegességi szabályt a *Tőkepiaci törvény* 73./A. § (1) bekezdésében is érvényesíti. Ennek értelmében, ha a céltársaság alapszabálya ezt előírja, a céltársaság igazgatósága, igazgatótanácsa, illetve felügyelőbizottsága a vételi ajánlat kézhezvételének időpontjától, vagy (ha erről a kézhezvételt megelőzően az igazgatóság már tudomást szerzett) a vételi ajánlattétel szándékáról történő tudomásszerzés időpontjától a vételi ajánlat elfogadására nyitva álló időszakon belül nem hozhat (bizonyos esetek kivételével) olyan döntést, amely alkalmas a befolyásszerzésre irányuló eljárás megzavarására (így nem határozhat az alaptőke felemeléséről vagy a társaság saját részvényeinek megszerzéséről stb.).

Nem minősül az alapszabályi tilalom megsértésének, ha a céltársaság igazgatósága a vételi ajánlat megtételét, vagy az arra vonatkozó tudomásszerzést követően a Ptk. jogi személyekre vonatkozó rendelkezései szerint összehívott közgyűlésen elfogadott határozata alapján, a határozatban nevesített

⁷⁴ A *Tőkepiaci törvény* 72. § (2) értelmében amennyiben a hasonló esetekben a szóban forgó határidőn belül kevesebb, mint harminchat ügyletre kerül sor, akkor a forgalommal súlyozott átlagárát nem kell figyelembe venni.

⁷⁵ A *Tőkepiaci törvény* 72. § (3) értelmében, ha a céltársaság részvényeit több szabályozott piacra is bevezették, akkor az egyes szabályozott piacokon külön-külön számított átlagáruk közül a legmagasabbat kell figyelembe venni azzal, hogy a forintértékre történő átszámítás során az ügyletkötés napján érvényes, a Magyar Nemzeti Bank által közzétett hivatalos devizaárfolyamot kell alkalmazni.

⁷⁶ KECSKÉS András – HALÁSZ Vendel: *Stock Corporations – A Guide to Initial Public Offerings, Corporate Governance and Hostile Takeovers*. HVG-ORAC – LexisNexis, Budapest – Wien, 2013. Fordította: Tolnai Anna és a Szerzők. p. 459-461.

⁷⁷ KECSKÉS András – HALÁSZ Vendel: *Stock Corporations – A Guide to Initial Public Offerings, Corporate Governance and Hostile Takeovers*. HVG-ORAC – LexisNexis, Budapest – Wien, 2013. Fordította: Tolnai Anna és a Szerzők. p. 461., 2001. évi CXX törvény 71. § (2).

⁷⁸ KECSKÉS András – HALÁSZ Vendel: *Stock Corporations – A Guide to Initial Public Offerings, Corporate Governance and Hostile Takeovers*. HVG-ORAC – LexisNexis, Budapest – Wien, 2013. Fordította: Tolnai Anna és a Szerzők. p. 472.

esetekben és módon jár el.⁷⁹ Ez ugyanakkor nem zárja ki, hogy a céltársaság döntéshozó szerve olyan tevékenységeket fejtsen ki, melyek egy ellenajánlat realizálódását eredményezhetik. A *Tőkepiaci törvény* értelmében az elfogadó nyilatkozat megtételére nyitva álló határidő zárónapját megelőző 15. napig bárki jogosult új vételi ajánlat (ellenajánlat) megtételére. Az ellenajánlatra a vételi ajánlatra vonatkozó rendelkezéseket kell alkalmazni. Az ellenajánlat akkor tehető közzé, és az ellenajánlatot a *Felügyelet* akkor hagyja jóvá, ha az a részvényesek számára kedvezőbb, mint a vételi ajánlat vagy a korábbi ellenajánlat. Az ellenajánlat akkor minősül kedvezőbbnek, ha az legalább öt százalékkal magasabb forintban kifejezett ellenértéket tartalmaz. Ha újabb ellenajánlatra kerül sor, ez az ellenajánlat akkor minősül kedvezőbbnek, ha legalább további öt százalékkal magasabb forintban meghatározott ellenértéket határoz meg, mint a korábbi ellenajánlat.⁸⁰ A semlegességi szabály nem zárja ki azt, hogy a céltársaság igazgatósága a *Tőkepiaci törvény* 75. § szerinti ellenajánlat megtételének ösztönzése végett eljárjon, illetőleg, hogy a közgyűlés által az ajánlata kézhezvételének időpontját megelőzően elfogadott határozat végrehajtása érdekében hozzon döntést, feltéve, hogy az a céltársaság szokásos üzleti tevékenységének körébe tartozik.⁸¹ A céltársaság igazgatósága ezen eljárása során a céltársaság hosszú távú üzleti, stratégiai jelentőségű céljainak figyelembevételével köteles eljárni.⁸²

I.6.6. Az áttörés szabályai

Az áttörés szabályai a *Tőkepiaci törvény* 76/A.⁸³ és 76/B.⁸⁴ szakaszaiban találhatók. A törvény értelmében a céltársaság alapszabálya előírhat bizonyos, az ajánlattevő fél helyzetét könnyítő feltételeket.⁸⁵ A rendelkezés lényege abban áll, hogy amennyiben egy részvényes egy társaság meghatározott

⁷⁹ 2001. évi CXX törvény 73/A. § (3).

⁸⁰ 2001. évi CXX törvény 75. § (1), (2).

⁸¹ 2001. évi CXX törvény 73/A. § (2).

⁸² KECSKÉS András – HALÁSZ Vendel: *Stock Corporations – A Guide to Initial Public Offerings, Corporate Governance and Hostile Takeovers*. HVG-ORAC – LexisNexis, Budapest – Wien, 2013. Fordította: Tolnai Anna és a Szerzők. p. 474. továbbá 2001. évi CXX törvény 73/A. § (8)

⁸³ A 2001. évi CXX törvény 76/A. § (1) és (2) alapján a céltársaság alapszabálya előírhatja, hogy vételi ajánlat elfogadására nyitva álló időszakban nem alkalmazható az ajánlattevőre:

- a) a céltársaság alapszabályában foglalt, a részvények átruházására vonatkozó korlátozás; és
- b) a céltársaság és a részvényese közötti, illetve a céltársaság részvényesei között az alapszabály ilyen tartalmú módosítását követően kötött megállapodásban foglalt, a részvények átruházására vonatkozó korlátozás.

(2) A céltársaság alapszabálya előírhatja, hogy a céltársaság részvényeseinek azon közgyűlésén, amely a 73/A. §-ban foglalt rendelkezésekkel összhangban védekezési intézkedésekről határoz,

- a) nem alkalmazható az alapszabályában foglalt, szavazati jogra vonatkozó korlátozás, ha a korlátozás nem a részvényesnek juttatott vagyoni előny ellentételezése;
- b) nem alkalmazható a céltársaság és a részvényese közötti, illetve a céltársaság részvényesei között az alapszabály ilyen tartalmú módosítását követően kötött megállapodásban foglalt, szavazati jogra vonatkozó korlátozás, amennyiben a korlátozás nem a részvényesnek juttatott vagyoni előny ellentételezése; és
- c) a többszörös szavazati jogot megtestesítő részvények – ha a többszörös szavazati jog nem valamely egyéb jog elvonásának ellentételezése – egy szavazatot érnek.

⁸⁴ A 2001. évi CXX törvény 76/A. § (1) és (2) alapján a céltársaság alapszabálya előírhatja, hogy ha az ajánlattevő a vételi ajánlattételi eljárás során a szavazati jogot megtestesítő részvények legalább hetvenöt százalékát megszerezte, a céltársaság részvényeseinek közgyűlését összehívhatja, kezdeményezheti az alapszabály módosítását, valamint az igazgatósági, igazgatótanácsi és felügyelőbizottsági tag visszahívását, illetve kinevezését.

(2) Az (1) bekezdésben foglaltak szerinti közgyűlésen

- a) a 76/A. § (1) és (2) bekezdése szerinti korlátozások, valamint az igazgatósági, igazgatótanácsi és felügyelőbizottsági tag kinevezésére és visszahívására vonatkozó különleges jogok nem gyakorolhatók; és
- b) a többszörös szavazati jogot biztosító részvények – ha a többszörös szavazati jog nem valamely egyéb jog elvonásának ellentételezése – egy szavazatot érnek.

⁸⁵ KECSKÉS András – HALÁSZ Vendel: *Stock Corporations – A Guide to Initial Public Offerings, Corporate Governance and Hostile Takeovers*. HVG-ORAC – LexisNexis, Budapest – Wien, 2013. Fordította: Tolnai Anna és a Szerzők. p. 481.

tulajdoni hányadát (magas részesedésről, 75%-ról van szó) megszerzi, úgy automatikusan megszerzi annak irányítási jogait is, függetlenül a társaságon belül hatályos belső megállapodásokról.⁸⁶ E célból az ajánlattevőnek joga van a részvényesek közgyűlését rövid úton összehívni. Ezúton az ajánlattevő módosíthatja a céltársaság alapszabályát, és amennyiben úgy dönt, új menedzsmentet nevezhet ki, így az ajánlattevő formálhatja a céltársaság jövőbeni, illetve jelenlegi üzleti politikáját. Az áttörés alkalmazásának mintegy ellentételezéseként a céltársaság részvényeseit eladási jog illeti meg a befolyásszerzővel szemben, mellyel a 75%-os vagy azt meghaladó befolyásszerzés közzétételétől számított 90 napon belül élhetnek. A vételi árat a „méltányos ár” elve alapján kell megállapítani. A *Tőkepiaci törvény* 76/B. § (4) kifejezetten kimondja, hogy az eladási jogát gyakorló részvényes által felajánlott részvény vételére megegyező a vételi ajánlatban meghatározott vételárral, illetve ha a közgyűlést összehívó részvényes az eltelt időszakban ennél magasabb áron vásárolt részvényeket, akkor a vételár e magasabb értékkel egyezik meg. A magyar szabályozás ezentúl további védekezési mechanizmusokat bocsát azon társaságok részére, melyek közgyűlése a szavazatelsőbbbségi jog áttörésének lehetőségéről határoz. A *Tőkepiaci törvény* előírja továbbá, hogy ha a szavazatelsőbbbségi részvényesnek az érintett részvény megszerzésekor nem volt, illetve nem lehetett tudomása a részvény által megtestesített szavazati jog gyakorlására vonatkozó korlátozás esetleges bekövetkezéséről, és e korlátozás következtében kára keletkezik, számára az ajánlattevőtől, illetve az áttörést megvalósító személytől, illetve egyéb szervezettől kártalanítás jár.⁸⁷ A kártalanítás minimális mértékéről a céltársaság alapszabályában kell rendelkezni. A kártalanítás alapszabályban meghatározott minimális összege nem haladhatja meg a céltársaság törzsrészvénye értékének annyszorosát, ahányszoros szavazati jogot a szavazatelsőbbbségi részvény hordoz.⁸⁸ Látható tehát, hogy a magyar törvényalkotó a társaságok (pontosabban azok közgyűlésének) kezében hagyja az ellentételezés mértéke meghatározásának jogát.⁸⁹

1.6.7. A vételi és eladási jog gyakorlása

Vételi jogának érvényesítésével az ajánlattevőnek lehetősége nyílik a befolyásszerzéssel nem érintett, tehát a tulajdonába nem került részvények megszerzésére, ezáltal a kisebbségi részvényesek jelentette kockázat elkerülésére. A vételi jog gyakorlása hatásos eszköz a céltársaság részvényei 100%-ának megszerzésére és a kisebbségi részvényesek „kivásárlására”. Eközben a kisebbségi részvényeseket eladási jog illeti meg a befolyásszerzővel szemben.⁹⁰

A magyar törvényhozó három feltételt állapít meg a vételi jog gyakorlásának tekintetében: először is, az ajánlattevőnek nyilatkoznia kell a *Felügyelet* felé arról, hogy vételi joggal kíván élni.⁹¹ Második feltételként az ajánlattevő a sikeres vételi ajánlat, illetve az önkéntes vételi ajánlat lezárását követő három hónapon belül kilencven százalékot elérő vagy azt meghaladó mértékű befolyással rendelkezik a céltársaságban.⁹² Ezen rendelkezés a *2004/25/EK Direktíva* 15. cikk (2) bekezdésének alapján került megalkotásra, ám annál érthetőbb, tisztább módon fogalmazza meg ezt a feltételt. Harmadik feltételként az ajánlattevőnek igazolnia kell, hogy megfelelő fedezettel rendelkezik a vételi jog

⁸⁶ Lásd: <http://ajk.pte.hu/files/file/doktori-iskola/kecskes-andras/kecskes-andras-vedes-tezisek.pdf> (utolsó letöltés: 2019. május 1.)

⁸⁷ 2001. évi CXX törvény 76/C § (1).

⁸⁸ 2001. évi CXX törvény 76/C. § (2).

⁸⁹ KECSKÉS András – HALÁSZ Vendel: *Stock Corporations – A Guide to Initial Public Offerings, Corporate Governance and Hostile Takeovers*. HVG-ORAC – LexisNexis, Budapest – Wien, 2013. Fordította: Tolnai Anna és a Szerzők. p. 481-482.

⁹⁰ KECSKÉS András – HALÁSZ Vendel: *Stock Corporations – A Guide to Initial Public Offerings, Corporate Governance and Hostile Takeovers*. HVG-ORAC – LexisNexis, Budapest – Wien, 2013, Fordította: Tolnai Anna és a Szerzők. p. 483-484.

⁹¹ 2001. évi CXX törvény 76/D. § (1) a. pont.

⁹² 2001. évi CXX törvény 76/D. § (1) b. pont.

tárgyát képező részvények megszerzéséhez szükséges ellenérték teljesítéséhez.⁹³ Ebben a tekintetben a *Direktíva* csak az ajánlattétel vonatkozásában ír elő igazolási kötelezettséget. Amennyiben a három feltétel teljesül, a *Tőkepiaci törvény* alapján az ajánlattevő a vételi ajánlat, illetve az önkéntes vételi ajánlat lezárását követő három hónapon belül vételi jogot gyakorolhat a céltársaságnak a tulajdonába nem került részvényei tekintetében.

Ezt követően, a Tőkepiaci törvény 76/D. § (2)⁹⁴ bekezdése alapján, az ajánlattevő bejelenti a *Felügyeletnek* és egyidejűleg közzéteszi a vételi jog gyakorlására vonatkozó szándékát. Az ajánlattevő az ellenértéket a vételi jog gyakorlása bejelentésével egyidejűleg az Európai Unió tagállamában székhellyel rendelkező hitelintézetnél nyitott letéti számlán a céltársaság részvényesei javára elhelyezi.

A vételi jog gyakorlásának eredményeképpen megszerzendő részvények ellenértéke a vételi ajánlatban, illetve az önkéntes vételi ajánlatban meghatározott vételár és az egy részvényre jutó saját tőke⁹⁵ értéke közül a magasabb összeg.⁹⁶ Ez ismételten egy olyan rendelkezés, mely a *2004/25/EK Direktívához* képest többletbiztosítékot nyújt. Ez a koncepció már a *Tőkepiaci törvény* kötelező vételi ajánlatra vonatkozó ármeghatározásainál is kitűnt [72. § (1) ag. és bf. pontok].⁹⁷

Ennek értelmében, ha a vételi ajánlati eljárás lezárásakor az ajánlattevőnek a céltársaságban fennálló befolyása eléri a kilencven százalékot, a fennmaradó részvények tulajdonosainak a vételi ajánlat közzétételétől számított 90 napon belül írásban megtett kérésére köteles e részvényeket is megvásárolni. A vételi kötelezettség esetén az ellenérték legkisebb összegének meghatározására az eladási jogra vonatkozó szabályokat kell alkalmazni.⁹⁸

⁹³ 2001. évi CXX törvény 76/D. § (1) c. pont.

⁹⁴ Az ajánlattevő bejelenti a Felügyeletnek és egyidejűleg közzéteszi a vételi jog gyakorlására vonatkozó szándékát. A bejelentés és a közlemény tartalmazza a részvények átadás-átvételének helyét, idejét és módját, ellenértékét, és ellenértéke megfizetésének idejét és módját.

⁹⁵ Saját tőkeként a legutolsó, könyvvizsgáló által hitelesített éves beszámolóban feltüntetett értéket kell figyelembe venni azzal, hogy ha a társaság a számviteli jogszabályok értelmében összevont (konszolidált) beszámoló készítésére kötelezett, akkor saját tőkén a konszolidált saját tőke értendő.

⁹⁶ 2001. évi CXX törvény 76/D. § (4).

⁹⁷ KECSKÉS András – HALÁSZ Vendel: *Stock Corporations – A Guide to Initial Public Offerings, Corporate Governance and Hostile Takeovers*. HVG-ORAC – LexisNexis, Budapest – Wien, 2013. Fordította: Tolnai Anna és a Szerzők. p. 486.

⁹⁸ KECSKÉS András – HALÁSZ Vendel: *Stock Corporations – A Guide to Initial Public Offerings, Corporate Governance and Hostile Takeovers*. HVG-ORAC – LexisNexis, Budapest – Wien, 2013, Fordította: Tolnai Anna és a Szerzők. p. 486., továbbá 2001. évi CXX törvény 76/D. § (6) bekezdés.

II. A RÉSZVÉNYTÁRSASÁGOKRA VONATKOZÓ SZABÁLYOZÁS⁹⁹

II.1. Általános rendelkezések

A részvénytársaság olyan gazdasági társaság, amely előre meghatározott számú és névértékű részvényből álló alaptőkével működik, és a részvényes kötelezettsége a részvénytársasággal szemben a részvény névértékének vagy kibocsátási értékének szolgáltatására terjed ki. A részvénytársaság kötelezettségeiért a részvényes – ha e törvény eltérően nem rendelkezik – nem köteles helytállni.

A részvénytársaság tőkeegyesítő gazdasági társaság. Ebből adódóan részvényekből álló alaptőkével alakul és működik. A részvényekből álló alaptőke – összevetve más gazdasági társasági formák tulajdonosi (tagsági) jogot megtestesítő absztrakcióival – alkalmasabbnak mutatkozik arra, hogy elkülönüljenek egymástól az egyes részvényesek individuális jogai. A részvények úgyszintén lehetővé teszik, hogy a tulajdonosok (tagok) nagy száma esetében egymáshoz viszonyított társasági tulajdoni hányaduk precízebben fejeződhessen ki, mint például korlátolt felelősségű társaságok üzletrészeinek százalékban meghatározott arányánál. Mivel az értékpapír-kibocsátás lehetővé teszi a gyors, hatékony és főként széles körű tőkeemelést, a részvénytársaság tőkeallokációja is hatékonyabban megy végbe, mint más gazdasági társasági formációk hasonló műveletei. A nyilvánosan működő, szabályozott piacra (tőzsdére) bevezetett részvénytársaságok részvényei emellett a piaci árazás mechanizmusnak köszönhetően indikátorai a befektetői bizalomnak is.

A részvényekből álló alaptőke által megtestesített tulajdonosi struktúra előnyei, nem taxatív jelleggel összefoglalhatók úgy, mint:

- a) a tagsági jogok differenciált rendszerét megtestesítő és megjelenítő;
- b) a tagok nagy számának könnyen megfeleltető;
- c) a hatékony tőkeallokációt biztosító;
- d) a tulajdonrészek likviditását elősegítő;
- e) a tőkepiaci folyamatok által nyilvánosan beárazható

tagsági jogi absztrakció.¹⁰⁰

Ugyanakkor a részvények által megtestesített tagsági jogok nem kizárólag előnyökkel járhatnak. Alapításkor a befektetővédelmi szempontok annál nehezebben érvényesíthetők, minél több taggal jön létre a gazdasági társaság és minél nagyobb a kisebbségi befektetők aránya. A legnagyobb kockázatot ebben a tekintetben a nyilvános alapítás jelenti, de erre a Ptk. már nem biztosít lehetőséget. A részvények nyilvános kibocsátásának és kereskedésének lehetőségéből adódó likviditás, valamint a részvényesek (tagok) fluktuációja a részvénytársaságokat más gazdasági társaságoknál jobban kiszolgáltatja az ellenséges vállalatfelvásárlásnak (az angolszász terminológia alapján hostile takeover), amely a társaság igazgatóságának és menedzsmentjének szándéka ellenében, bejelentett, nyilvános vételi ajánlat útján végbemenő tranzakció. Emellett a részvénytársaságok irányítási rendszere összetett, így a vállalati vezetők és a menedzsment javadalmazásában jelentős ügynökköltség¹⁰¹ képeződhet le, melyet a társaság és – közvetve – a tagjai (részvényesei) viselnek.¹⁰²

⁹⁹ Készült KECSKÉS András: *Befektetések – Szabályozási tendenciák a XXI. században*. Menedzser-Praxis, Budapest, 2018. 97-168. old. alapján.

¹⁰⁰ Vö.: *A gazdaság társaságok nagy kézikönyve*, COMPLEX, Budapest, 2008 [Szerk.: KISFALUDI András – Szabó Marianna] 1103-1105. old.

¹⁰¹ HALÁSZ Vendel – KECSKÉS András: *A siker díja vagy a bukás ára? A vállalati vezetők javadalmazásának elmélete a pénzügyi válság tükrében*. Jogtudományi Közöny, 2009. április. 180-191. old.

¹⁰² Vö.: HORVÁTH Attila: *A részvénytársaságok és a részvénytársasági jog kialakulása Magyarországon*. REJTJEL, Budapest, 2005. 26-27. old.

A Polgári Törvénykönyvről szóló 2013. évi V. törvény (a továbbiakban Ptk.) – hasonlóan a gazdasági társaságokról szóló 2006. évi IV. törvényhez (röviden: Gt.) – definitív szabályt tartalmaz a részvénytársaság fogalmi meghatározásáról. Ez a rendelkezés taxatív felsorolja a részvénytársaság fogalmának szükséges elemeit, másik részről rögzíti, hogy a részvényesi minőség korlátoltan felelős tagsági alakzat. Ahogyan a korlátolt felelősségű társaság tagjai csupán törzsbetétük szolgáltatására kötelesek, úgy a részvényes is csupán a részvény névértékének a szolgáltatásával tartozik, ha pedig a részvény forgalmi értéke meghaladja azt, akkor a kibocsátási értéket. Gyakorlati különbséget nem jelent, de dogmatikai pontosítást igen, hogy a Ptk. a részvényes helytállásáról és nem felelősség alóli mentesüléséről rendelkezik.

II.2. A részvénytársaságok működési formái a magyar jogban

A Ptk. szabályozása már elhagyja a 2006-os Gt. 171. § (4) bekezdését, melynek értelmében a működési forma megváltoztatása nem jelenti a részvénytársaság átalakulását. Ennek ellenére, természetesen nincs szó átalakulásról a Ptk. szabályainak tükrében sem. Ugyanakkor a részvénytársaságok működési formája megváltoztatásának lényegi mozzanata az új szabályok tükrében a részvények tőzsdei bevezetése/ kivezetése lett.

A Ptk. fenntartja a részvénytársaság 2006. évi Gt. által meghatározott működési formáit, vagyis a zártkörű és nyilvánosan működő részvénytársaságot. A 3:211. § (1) és (2) bekezdéseinek rendelkezései azonban lényeges változásokat hoznak a két működési forma tartalmi elemeit illetően. Ezek közül a legszembevetőbb koncepcionális különbség, hogy a Ptk. csak a zártkörű alapítást ismeri – tekintettel a 3:249. § rendelkezésére, miszerint tilos a részvénytársaság alapítása során a részvénytársaság részvényeseit és alaptőkéjét nyilvános felhívás útján gyűjteni. Feltűnő, hogy a zártkörű alapítás elvéről pozitív alakzat helyett tilalom útján – és mint láttuk csak későbbi szakaszban – rendelkezik a Ptk. A nyilvános alapítás tilalma befektetővédelmi szempontokkal magyarázható, mert a zártkörűen alapított, a gazdasági életben már működő társaság részvényeinek szabályozott piacra történő bevezetésével létrejött nyilvános részvénytársaságokban történő részvényszerzés kevesebb kockázattal járhat, mint egy kezdeti nyilvános tőkeallokáció. A zártkörű alapítás kötelező jellege a társasági jog történetében visszatérően ismétlődő buborék-effektus megelőzését szolgálja, vagyis az olyan esetek kivédését, mikor a tőkeallokáció során a befektetők vagyoni eszközei egy olyan jogi személyhez kerülnek, amelynek későbbi működésére nincs garancia.¹⁰³ Ebből következik, hogy a részvényeket a Ptk. szabályai alapján csak zárt körben végbement alapítás után lehet bevezetni a tőzsdére. Nem tartalmaz viszont meghatározást a Ptk. a zártkörű és a nyilvános forgalomba hozatal vonatkozásában, ezen a területen teljes egészében a tőkepiaci szabályok (Tpt.) irányadók.

Legfeljebb a dogmatikai elhatárolási szempontjából vethető fel, hogy a 2006. évi Gt. stabilabb elméleti alapokon állt, hiszen különbséget tett zártkörű és nyilvános alapítás között. A részvények nyilvános forgalomba hozatala és a szabályozott piacra történő bevezetésük külön szabályozása pedig lehetőséget teremtett a nyilvánosan működő és a tőzsdei társaságok elkülönítésére is. Az új szabályozás potenciális erénye lehet ezzel szemben, hogy egyszerűsíti a részvénytársaság fogalmán belül korábban jelentkező formai elágazásokat.

A nyilvánosan működő részvénytársaság a Ptk. alapján szükségszerűen tőzsdei társaság is, amely a tőkepiaci viszonyok fejlettségét is előirányozhatja. A nyilvános részvénykibocsátás, a tőkeallokáció hatékony eszköze, melyet a Ptk. most szabályozott piacra történő bevezetéshez köt. Ez ösztönzést jelent a társaságok számára a tőzsdei regisztráció tekintetében, mert nyilvános forgalomba hozatalra csak az ilyen társaságok esetében kerülhet sor.¹⁰⁴

A társaság a közgyűlés legalább háromnegyedes szótöbbséggel hozott határozatával dönthet arról, hogy megváltoztatja a működési formáját, ami a részvények szabályozott piacra történő bevezetésével,

¹⁰³ SÁNDOR István: *A társasági jog története Nyugat-Európában*. KJK-KERSZÖV, Budapest, 2005. 125-126. old.

¹⁰⁴ Vö.: HALÁSZ Vendel – KECSKÉS András: *Társaságok a tőzsdén*. HVG-ORAC, Budapest, 2011. 288-291. old.

vagy szabályozott piacról történő kivezetésével hatályosul. A szabályozott piacra történő bevezetés lényege, hogy az alaptőke-emelés nyilvános úton megy végbe. Szabályozott piacnak az Európai Unió tagállamainak tőzsdéi és más piaci minősülnek, melyek megfelelnek a tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvény (Tpt.) 5. § (1) bekezdésének 114. pontja szerinti feltételeknek.

Az ilyen piac a piacműködtető által működtetett, illetve irányított multilaterális rendszer. Megkülönböztetéstől mentesen, szabályaival összhangban összehozza több harmadik fél pénzügyi eszközben lévő vételi és eladási szándékát, vagy elősegíti ezt oly módon, hogy az szerződést eredményez a szabályai alapján kereskedésre bevezetett pénzügyi eszköz tekintetében. Rendelkezik a székhely szerinti tagállam hatáskörrel rendelkező felügyeleti hatóságának engedélyével. Működése rendszeres időszakonként, meghatározott időben zajlik.

Emellett szerepelnie kell az Európai Bizottság honlapján közzétett, a szabályozott piacokról készített jegyzékben.

Az általánosságban angolszász terminológiával megnevezett IPO (Initial Public Offering), vagyis kezdeti nyilvános részvénykibocsátás, azon eljárás neve, amikor első alkalommal kerülnek nyilvános értékesítésre a részvénytársaság részvényei. Hatályos hazai tőkepiaci szabályozunk értelmében nyilvános ajánlattételnek tekintjük az értékpapírokra vonatkozó, egyedileg előre meg nem határozott befektetők részére közzétett értékesítési ajánlatot, amely elegendő információt ad az ajánlat feltételeiről és az értékpapírokról ahhoz, hogy lehetővé tegye a befektetőknek az értékpapír megvásárlására vonatkozó döntés meghozatalát.¹⁰⁵

Az IPO szempontjából elkülöníthető az elsődleges forgalomba hozatal, amikor tőke-allokációs megfontolásból újonnan kibocsátott részvényekkel (és egyidejű tőkeemeléssel) történik a tőzsdéi bevezetés, és a másodlagos forgalomba hozatal, amikor a társaság által korábban zárt körben forgalomba hozott részvények kerülnek nyilvános bevezetésre. A társasági bevételeképződés szempontjából természetesen hatékonyabb eszköz az előbbi, mert a tőkestruktúra megerősödik, és kedvezőbb hitel/sajáttőke arány áll elő. Az utóbb említett másodlagos forgalomba hozatal megfelelő megoldást jelenthet, hogy a társaságot korábban zártkörben tulajdonló részvényesek az értékpapírok tőzsdéi bevezetése és későbbi tőzsdéi értékesítése által úgy váljanak meg korábbi tagsági pozíciójuktól, hogy az a társaság mérlegét és tőkestruktúráját ne érintse.¹⁰⁶

A Ptk. 3:211. §-ának alkalmazásában, összhangban a 3:249. § tilalmával, külön hangsúlyozni kell, hogy az új szabályozás nyilvános alapítási tilalmat vezet be, és nem a kezdeti nyilvános ajánlattétel során végrehajtható elsődleges forgalomba hozatal tilalmát. A zártkörűen alapított részvénytársaságok emiatt nyilvános részvénytársasággá válhatnak a Ptk. szabályai szerint is úgy, hogy nyilvánosan hoznak forgalomba új részvényeket, egyidejű tőkeemelés mellett.

II.3. A részvénytársaságok tőkeszerkezete

A tőkeszerkezet és a részvénytársaság szinergiája már a részvénytársaság alapításakor is meghatározó kérdés, a későbbi működés során pedig elengedhetetlen szempont. A részvénytársaság nem tud törvényesen működni, ha a részvénystruktúra tartós ellentétbe kerül a tőkestruktúrával és annak helyreállítása a vonatkozó szabályok útján sikertelen.

A tőkeszerkezet részeként az alaptőke a társasági vagyon azon hányada, amely az összes részvény névértékéből áll össze.

A Ptk. 3:212. § (1) bekezdése kimondja, hogy az összes részvény névértékének összege adja a részvénytársaság alaptőkéjét. Az alaptőke védelme hitelezővédelmi megfontolás, melynek értelmében a Ptk. által meghatározott minimális összeg alá az alaptőke nem csökkenhet. A részvény névértéke és a

¹⁰⁵ TOMORI Erika: Értékpapírijog és a tőkepiaci szabályozása. Közép-Európai Bíróképző Alapítvány, Budapest, 2008. 168. old.

¹⁰⁶ HALÁSZ Vendel – KECSKÉS András: *Társaságok a tőzsdén*, HVG-ORAC, Budapest, 2011. 25-27. old.

kibocsátási érték egybeeshet, de nem szükségszerű. Ennek megfelelően, ha névérték feletti kibocsátásra kerül sor, úgy a Ptk. szabályaiból logikusan következik, hogy a befizetett összegek alaptőkére és alaptőként felüli vagyonra különülnek el.

A Ptk. rendelkezik a minimális alaptőke mértékéről. Az alaptőke minimuma zártkörű részvénytársaság esetében 5 millió, míg nyilvánosan működő részvénytársaság esetében 20 millió forint, egyezően a 2006-os Gt. korábbi szabályozásával. A társasági jog magyarországi kodifikációja során mindig vitatott kérdés volt, hogy mekkora legyen a részvénytársaságok alaptőkéjének mértéke. Kezdetben ez 10 millió forintban került meghatározásra, majd az 1997-es Gt. 20 millió forintra emelte fel. A 2006. évi Gt. ezt hagyta helyben (mind a zártkörű és nyilvános részvénytársaságok esetében), és csak 2007-ben került sor a zártkörű részvénytársaságok esetében alkalmazott 5 millió forint mértékű alaptőke minimum befizetésére.

Az alaptőke minimális összegének változásai kezdetben az 1990-es évek inflációs hatásaira adott választ tükrözték. Ezt követően a szabályozás a nemzetközi tendenciákhoz próbált igazodni, melyek a minimális összeg csökkentésének irányába hatottak. A nyilvánosan működő részvénytársaságok esetében a 20 millió forint összegű alaptőke minimum ennek megfelelően nem emelkedett – habár nem is csökkent. A zártkörűen működő részvénytársaságok esetében a csökkentés jelentős volt (de azzal párhuzamosan a korlátolt felelősségű társaságok minimális törzstőkéje is jelentősen csökkent).

A zártkörűen működő részvénytársaságok az alaptőke nagyságrendjét tekintve a korlátolt felelősségű társaságok helyébe léptek, míg az utóbbiak a kis- és középvállalkozások alaptípusaivá váltak. Ugyanakkor a Ptk. felemeli a korlátolt felelősségű társaságok tőkeminimumát is, visszaállítva a korábbi 3 millió forintos nagyságrendet.

Miáltal a Ptk. kizárja a nyilvános alapítás lehetőségét, a zártkörűen működő részvénytársaság alaptőkéjét nyilvánosan működő részvénytársasággá történő átalakulás esetén legalább 20 millió forintra kell megemelni.

Alapításkor az apport és a pénzbeli hozzájárulás egymáshoz viszonyított aránya a tőkeegyesítő társaságok szabályainak rendszeresen visszatérő kérdése a magyar társasági jogban. A hitelezővédelmi szempontoknak kedvez, ha alapításkor meghatározott arányban kötelező készpénzt szolgáltatni, mert az apport értékelésénél és elfogadásánál lényegesen több bizonytalansági tényező adódhat. A Ptk. szakít a 2006. évi Gt. koncepciójával és visszakanyarodik a 2003-at megelőző szabályozási koncepcióhoz, mikor újra meghatározta a pénzbeli és nem pénzbeli hozzájárulás (apport) alapításkori arányát. Ennek értelmében a pénzbeli hozzájárulásnak alapításkor minimálisan harminc százaléknak kell lennie. A részvényesek nem zárhatók ki az alapításból azon az alapon, hogy az alapítás folyamán nem pénzbeli szolgáltatást szolgáltattak. Az alapítóknak viszont jogukban áll visszautasítani a szolgáltatni kívánt apportot. A 3:212. § (3) bekezdés alapítási szabály, emiatt általánosságban terjed ki olyan – alapításon kívüli – esetekre, amikor a tőkeszerkezeti átalakulás (tőkeemelés) során pénzbeli hozzájárulás és apport is szolgáltatásra kerül. Például a zártkörűen működő részvénytársaság nyilvánosan működő részvénytársasággá történő átalakulása esetén végrehajtandó tőkeemelés során nem alapításról van szó, így a pénzbeli és nem pénzbeli hozzájárulás arányára vonatkozó rendelkezést nem kell figyelembe venni.

A névérték alatti részvénykibocsátás tilalma célszerűen fejezi ki, hogy a tőkeszerkezet és a részvénytársaság szinergiája már az alapításkor (vagy kibocsátáskor) megtörne, ha a részvényt átvevő, vagy lejegyző személyek kisebb értéken kívánnák megszerezni azt, mint a részvény névértéke. Ilyenkor az alaptőke kevesebb lenne, mint a részvények névértéke által megtestesített érték, és ez súlyosan veszélyeztetné a részvénytársasággal szemben fennálló hitelezői érdekeket. A Ptk. szerint – természetesen a 2006. évi Gt. szabályaihoz hasonlóan – részvényt kibocsátani kizárólag névértéken, vagy e felett lehetséges. Semmis az olyan kibocsátás, amely névérték alatt történik, és harmadik személyek irányában felelősséget keletkeztet a kibocsátásból eredő károkért. A felelősség alapja a 3:212. § (4) bekezdése szerint pontosan meghatározásra kerül, mégpedig a szerződésen kívül okozott károkért való felelősség szerint. A cégjegyzékbe történő bejegyzést megelőző semmis kibocsátás esetében az alapítók egymással egyetemlegesen felelnek az ebből eredő károkért. A cégjegyzékbe történő bejegyzést követő semmis kibocsátás esetében a társaságot terheli az abból fakadó felelősség.

Jelentős adminisztratív terhet jelenthet a részvénytársaság működése szempontjából, hogy az alaptőke változásával (leszállításával vagy felemelésével) a részvények névértéke is megváltozik, ha az alaptőke megváltozását nem a részvények darabszámának csökkentésével/növelésével éri el a részvénytársaság. Erre az esetre vezette be a hányadrészvény intézményét a 2006. évi Gt., azzal a céllal, hogy lehetőség legyen olyan részvény kibocsátására, amelyet az alaptőke összegének megváltoztatása során nem kell újra kinyomtatni, illetve nem kell újra felülbélyegezni, mert a részvény névértéke az alaptőke nagyságának függvénye, és nem rögzített összeg. A hányadrészvényen a részvény által megtestesített hányadot kell feltüntetni, vagyis az adminisztrációs előnyt az jelenti, hogy nem kell a névértéket megfelelően változtatni az alaptőke összegének változásakor.

II.4. A részvény előállítási módja

A részvény olyan értékpapír, amelyet a részvénytársaság bocsát ki, tagsági jogokat képvisel, melyeket a társaság biztosítani köteles a részvény mindenkori tulajdonosának, a jogszabály(ok) és az alapszabály rendelkezéseivel összhangban.

A részvény névre szóló értékpapír, vagyis a magyar társasági jogban nem létezik a bemutatóra szóló részvény típus.

A részvény névértékkel rendelkezik, mely a magyar szabályozás koncepcionális és garanciális eleme, amelyet a Ptk. is fenntart. Az összes részvény névértékével egyezik meg a társaság alaptőkéjének összege. A részvény névértéke jelentős hitelezővédelmi funkciót tölt be, ezért a Ptk. tiltja a névérték alatti részvénykibocsátást. Ennek ellenére a névérték nem feltétlenül esik egybe a részvény kibocsátás kori értékével, mert lehetőség nyílik a névérték feletti részvény-kibocsátásra.

A részvénybe foglalt tagsági jogok (részvényesi jogok) könnyebben mobilizálhatók, mint más társasági jogi absztrakciók (például üzletrész.) Ezt a mobilitást a részvény forgalomképessége biztosítja.¹⁰⁷ Másik részről a részvény forgalomképes jellege az egyetlen lehetőség az értékesítésére, hiszen a részvény névértékének (vagy kibocsátási értékének) megfizetésével egyidejűleg a részvényes vagyoni hozzájárulását végérvényesen a társaság rendelkezésére bocsátotta, és általános esetben nincs lehetőség annak visszaváltására. Ebből adódóan a részvényes tagsági jogaitól csak értékpapír-átruházással válhat meg.¹⁰⁸

A részvény forgalomképessége általános szabály, de speciális kivételt képeznek azoknak a részvénytársaságoknak a részvényei, melyek kizárólag a magyar állam tulajdonában állnak, és külön jogszabályok állapítják meg részvényeik forgalomképtelenségét (Magyar Fejlesztési Bank Zrt., Magyar Nemzeti Vagyonkezelő Zrt. stb.).¹⁰⁹

Egy részvénynek több tulajdonosa is lehet. Ebben az esetben közös képviselőt kell választani, és csak a közös képviselő útján gyakorolhatók a részvényesi jogok. Ilyenkor a részvényest terhelő kötelezettségeikért a tulajdonosok helytállása egyetemleges.

A részvény előállítási módja határozza meg, hogy a részvény a forgalomban milyen külső tulajdonságokkal (megjelenési formával) rendelkezik.¹¹⁰

A zártkörűen működő részvénytársaságnak nyomdai úton előállított részvényei és dematerializált formában előállított részvényei is lehetnek. A Ptk. által meghatározott kétféle előállítási mód közül a részvénytársaság választ. A részvények előállításának módját a közgyűlés határozatával utóbb megváltoztathatja.

¹⁰⁷ KISFALUDI András: *Társasági jog*. COMPLEX, Budapest, 2007. 468-469. old.

¹⁰⁸ HORVÁTH Attila: *A részvénytársaságok és a részvénytársasági jog kialakulása Magyarországon*. REJTJEL, Budapest, 2005. 217. old.

¹⁰⁹ AUER Ádám et al.: *Társasági jog*. LECTUM, Szeged, 2009. 448. old. Lásd még: *Az új Ptk. magyarázata II/VI. Polgári jog – A jogi személy*, HVG-ORAC, Budapest 2013. Szerk.: SÁRKÖZY Tamás. 227. old.

¹¹⁰ HARSÁNYI Gyöngyi: *A részvény és a benne megtestesülő tagsági jogok az új társasági törvényben*. Tanulmánykötet Miskolci konferenciák 2006-2007; *A magánjogi kodifikáció eredményei*; NOVOTNI ALAPÍTVÁNY A MAGÁN-JOG FEJLESZTÉSÉÉRT, Miskolc, 2008.

A dematerializált részvény nyomtatott formában történő megjelenítésén a Tpt. 7. §. (1) bekezdése értelmében fel kell tüntetni, hogy az nem értékpapír. A Tpt. 7. § (2) bekezdése szerint a kibocsátó, ha dematerializált értékpapír előállításáról rendelkezett, egy példányban értékpapírnak nem minősülő okiratot állít ki, amelyen fel kell tüntetni:

- a) a tulajdonos neve kivételével az értékpapír jogszabályban meghatározott valamennyi tartalmi kellékét,
- b) a kibocsátásról szóló döntést,
- c) a kibocsátott teljes sorozat össznévértékét,
- d) a kibocsátott értékpapírok számát, névértékét és
- e) a kibocsátó cégszerű aláírását, részvény esetén a kibocsátó részvénytársaság igazgatósága két tagjának aláírását.

A részvények átalakítása szempontjából irányadó a Tpt. 10. § (1) bekezdése, mely szerint, ha a kibocsátó a nyomdai úton előállított értékpapírt dematerializált értékpapírrá alakítja át, az erről szóló döntést követő 30 napon belül a Tpt. 34. § (4) bekezdésében meghatározott helyen, valamint részvény átalakítása esetén a Cégekülönyben is közzétett hirdetés útján felszólítja az értékpapír-tulajdonosokat az értékpapír benyújtására. A zártkörűen működő társaság dematerializált részvényeinek nyomdai úton előállított részvénné történő átalakításának lehetőségéről a Ptk. 3:214. § (1) bekezdésében rendelkezik. A nyilvánosan működő társaságok azonban kizárólag dematerializált részvényt állíthatnak elő.

II.5. A nyomdai úton előállított és a dematerializált részvény

A nyomdai úton előállított részvény fizikai paraméterekkel rendelkező okirat. A dematerializált részvény elektronikus úton létrehozott, rögzített, továbbított és nyilvántartott adatösszesség.¹¹¹

Részvényt csak a Központi Értéktártól erre jogosítványt szerzett nyomda nyomtathat. A Központi Értéktár vezeti a központi értékpapír-nyilvántartást a belföldön kibocsátott értékpapírok adatairól. A dematerializált részvények vezetése két szinten történik. A Központi Értéktár vezeti a központi értékpapírszámlát, amely sorozatonként vezetett összesített nyilvántartás a dematerializált értékpapírokról. Amennyiben a részvénytársaság létesítő okiratának rendelkezései dematerializált részvény kibocsátását írják elő, a társaságnak megállapodást kell kötnie a Központi Értéktárral a részvények dematerializált előállításáról. Emellett a részvényes és a számlavezető közötti szerződés alapján jön létre a részvényesi értékpapírszámla. Részvényesi értékpapírszámlát csak befektetési vállalkozás, vagy hitelintézet vezethet. A részvényes jelenti be az igazgatóságnak, ha értékpapírszámla-szerződést kötött, a számlavezetőt pedig az igazgatóság jelenti be a Központi Értéktárnak.¹¹²

A nyomdai úton előállított részvényen szükség szerint – tehát esetlegesen – feltüntetésre kerülő adatok az alapszabályban meghatározott jogok, a szavazati jog és a részvény átruházásának korlátozása.

A dematerializált részvény tartalmi elemeit a Ptk. lényegében megfelelteti a nyomdai úton előállított részvény tartalmi elemeivel, de a részvényes nevét, valamint az azonosításhoz szükséges egyéb adatait az értékpapír-számlavezető által a részvényes javára vezetett értékpapírszámla tartalmazza, nincs sorszáma és nem tartalmazza a kibocsátó részvénytársaság képviselőinek aláírását.

A részvényben rögzített adatok megváltoztatása esetére előírt – nyomdai úton előállított részvények esetében – kicserélésre és felülbélyegzésre irányuló kötelezettség, valamint – dematerializált részvények esetében – a tartalom módosításának kötelezettsége a Ptk. által újonnan bevezetett szabály. A dematerializált részvények esetében a tartalmat a Tpt. 8. §-ának szabályaival összhangban kell módosítani.

¹¹¹ AUER Ádám et al.: Társasági jog, LECTUM, Szeged, 2009. 449. old.

¹¹² AUER Ádám et al.: Társasági jog, LECTUM, Szeged, 2009. 452. old.

A részvényes a részvénytársaságtól igényelheti a neki járó részvény kiadását vagy értékpapír-számlán történő jóváírását, annak függvényében, hogy nyomdai úton előállított vagy dematerializált részvényről van-e szó. Az igény a nyilvántartásba történő bejegyzést követően gyakorolható, melynek szabályait a Ptk. 3:252. §-a állapítja meg. E rendelkezések értelmében a pénzbeli hozzájárulás teljesítését vállaló alapítóknak az alapszabályban átvenni vállalt részvény névértékének, illetve kibocsátási értékének legalább huszonöt százalékát be kell fizetni. A nem pénzbeli vagyoni hozzájárulást – kivéve, ha a nem pénzbeli vagyoni hozzájárulás értéke az alaptőke huszonöt százalékát nem éri el – a részvénytársaság rendelkezésére kell bocsátani. A huszonöt százalék arányú teljesítés (készpénz és apport esetében egyaránt) amiatt szükséges, hogy a részvénytársaság működőképessége legalább feltételezhető legyen. Ezekről a szabályoktól az alapszabályban sem lehet eltérni.

A társaság a Ptk. 3:252. § (1) bekezdésben foglaltak teljesülését követő 30 napon belül akkor is köteles intézkedni a részvények előállításáról, amennyiben nem merül fel ilyen részvényesi igény.

A gazdasági és forgalmi viszonyok biztonsága, valamint a jogbiztonság szempontjai egyaránt indokoltá teszik, hogy ne kerülhessen sor részvénykibocsátásra olyan társaságok esetén, melyek működőképessége nem vélelmezhető kellő megalapozottsággal. Emiatt semmis az olyan kibocsátás, amely megelőzi a nyilvántartásba vételt és az alaptőke befizetését.

A Ptk. is ismeri az összevont címletű részvényt. Összevont címletű részvény kibocsátására akkor kerül sor, ha a kibocsátás nyomdai úton történik és több azonos sorozatba tartozó részvényt egy részvénykiratba foglalva állítanak elő. Az összevont címletű részvénybe foglalt részvényekhez kapcsolódó jogok a részvényeket önállóan illetik meg.

Az összevont címletű részvény szétbontására a részvényes kérésére kerülhet sor. Az átalakítás költségeit a részvényes köteles megtéríteni, ellentétben az előállítás költségeivel, melyeket a társaság visel. A szétbontás során figyelembe kell venni, hogy az alapszabályban meghatározott névértéknél alacsonyabb névértékben nem állítható elő részvény.

II.6. A részvény forgalomba hozatala

A Ptk. zártkörű és nyilvános forgalomba hozatal között különböztet. Zártkörű forgalomba hozatal esetén a jogosultak arra vállalnak kötelezettséget, hogy átveszik a részvényeket, míg nyilvános forgalomba hozatal esetén lejegyzik azokat. A forgalomba hozatal a Tpt. 5. § (1) bekezdése 50. pontja értelmében az értékpapír tulajdonjogának első ízben történő keletkeztetésére irányuló eljárás. Mivel a definíció központi eleme a tulajdonjog megszerzése, ezért a kibocsátást és a részvényen történő első tulajdonszerzést követő átruházások során már nem beszélhetünk forgalomba hozatalról. A forgalomba hozatal szabályai ilyen esetben nem is alkalmazhatók, de kivételt képeznek az olyan kezdeti nyilvános részvénykibocsátások (IPO), melyek másodlagos jellegűek, vagyis nem újonnan kibocsátott részvények kerülnek tőzsdei bevezetésre, hanem zártkörben előzetesen már tulajdonolt részvények. Az ilyen IPO a Tpt. 20. § (4) bekezdése szerint meghatározott esetek közé tartozik; e rendelkezés alapján, a zártkörűen forgalomba hozott értékpapír a nyilvános értékesítésre történő felajánlását, illetve a szabályozott piacra történő bevezetését vagy multilaterális kereskedési rendszerbe történő regisztrációját követően nyilvánosan forgalomba hozott értékpapírnak minősül.

A zártkörűen működő részvénytársaság részvényei nyilvánosan nem hozhatók forgalomba. Ezzel szemben a Ptk. nem korlátozza, hogy nyilvánosan működő részvénytársaság zárt körben hozzon forgalomba részvényeket. A Tpt. 20. § (1) bekezdésének értelmében, ha az értékpapír forgalomba hozatala a zártkörű forgalomba hozatal feltételeinek nem felel meg, a nyilvános forgalomba hozatal szabályait kell alkalmazni.

II.7. A részvényátruházás korlátozása

A részvény szabad átruházásának korlátai speciális eseteket jelenítenek meg az átruházás szabadságának általános alapelveéhez képest. A kivételt képező esetek körében lényeges, hogy a korlátozás a részvényt megszerezni kívánó harmadik fél irányába transzparens, annak tartalma pedig megismerhető legyen. A részvénytársaság az alapszabályban korlátozhatja, vagy a társaság beleegyezéséhez kötheti a részvény átruházását. Harmadik személyekkel szemben az ilyen korlátozás csak akkor hatályos, ha a korlátozás és annak tartalma a részvényből vagy az értékpapírszámla adataiból kitűnik.

A részvényen szerződéssel kiköthető elővásárlási-, visszavásárlási-, eladási-, illetve vételi jogok a szabad átruházás korlátait képezik. Az ilyen szerződéses megállapodás (például a szindikátusi szerződés vonatkozó rendelkezése) a részvénytársaság, illetve harmadik személyek irányában csak akkor hatályos, ha a részvényből (dematerializált részvény esetén az értékpapírszámla adataiból) ez kitűnik. Amennyiben az átruházásra annak ellenére sor kerül, hogy a korlátozás szabályszerűen feltüntetésre került, úgy az a részvényen fennálló szerződéses megállapodás jogosultjával szemben relatíve hatálytalan.

II.8. Részvényátruházás a társaság beleegyezésével

A részvényátruházás társasági beleegyezéshez kapcsolásával korlátozza a részvényesek jogait a részvény szabad átruházása tekintetében. Emiatt garanciális szempont, hogy a társaság részéről a beleegyezés ne lehessen sem önkényes, sem opcionális, hanem csak előre meghatározott esetekben kerülhessen sor a megtagadására. Ennek megfelelően, a Ptk. 3:219. § (1) bekezdése értelmében lehetőség nyílik arra, hogy az alapszabály a részvény átruházását a társaság beleegyezésének függvényévé tegye. Ilyenkor azonban, a beleegyezés megtagadásának okait az alapszabályban szintén meg kell határozni. A társaság irányítási rendszerében felmerülő érdekellentétek szempontjából lényeges, hogy az igazgatóság döntési kompetenciájába tartozik, hogy megadja-e a beleegyezést vagy sem. A részvényesek és a menedzsment érdekei egyes esetekben lényegesen eltérhetnek egymástól. Ellenséges társaságfelvásárlás (hostile takeover) esetében a részvényesi érdek a bejelentett nyilvános vételi ajánlat elfogadása, a piaci árnál magasabb áron, ugyanakkor az igazgatóság a részvények forgalomképességének korlátozásában érdekelt, hogy az ajánlattevő minél kisebb hányadban szerezhesse meg azokat.

Amennyiben az igazgatóság határidőn belüli nyilatkozata a beleegyezés tárgyában elmarad, jelentős bizonytalanságot és érdeksérelmet okozhat a részvényt átruházni és megszerezni kívánó felek között. A részvénytranzakciók jellegéből adódó gazdasági dinamizmus és a társaságfelvásárlások szempontjából meghatározó időtényező erre az esetre egyaránt gyorsabban alkalmazható és hatékonyabb megoldást kívánnak, mint a Ptk. 1:5. § (2) bekezdése által szabályozott joggal való visszaélés negatív alakzata. Emiatt a 30 napos határidő elteltével a beleegyezést automatikusan megadottnak kell tekinteni az igazgatóság nyilatkozatának hiányában is.

Nyomdai úton előállított részvény tulajdonjogának nem átruházás jogcímén történő átszállása esetén az új részvényes kérésére az igazgatóság a tulajdonosváltást a tulajdonszerzést igazoló okiratok alapján a részvény hátoldalán vagy toldatán – a tulajdonosváltást igazoló okirat megjelölése mellett – átvezeti. A tulajdonosváltás igazgatóság általi átvezetése a forgatmányi láncolat részét képezi.

Dematerializált részvény nem átruházás jogcímén történő megszerzése esetén a korábbi részvényes értékpapírszámlájának megterhelését és a megszerzendő részvényeknek az új részvényes értékpapírszámláján való jóváírását az értékpapír-számlavezető az új részvényes kérelmére, a tulajdonszerzést igazoló okirat alapján hajtja végre.

A részvény tulajdonjogának átszállására nem csak átruházás útján kerülhet sor, hanem más jogcímen (például árverés, végrehajtás stb.) is. Nyomdai úton előállított részvény esetén, ilyenkor a tulajdonosváltás átvezetésére az új részvényes kérésére kerül sor. Az átvezetés az igazgatóság által

történik, a forgatmányi láncolat részeként. Az átvezetésre a részvény hátoldalán vagy toldatán, a tulajdonosváltozást igazoló okirat megjelölésével kerül sor.

Dematerializált részvény esetében a korábbi részvényes értékpapírszámlájának megterhelése és az új részvényes értékpapírszámláján történő jóváírás útján kerül sor a nem átruházás útján történő részvénytulajdonosra. A megterhelést és a jóváírást az értékpapírszámla vezetője hajtja végre az új részvényes kérelmére. A Ptk. vonatkozó rendelkezése nem keletkeztet értesítési kötelezettséget a számlavezető számára az igazgatóság irányában.

II.9. Saját részvény

A társaságok önmaguk által történő tulajdonlása a társasági jogban kivételes esetként képez. Ilyen esetekben a jogi személy tulajdonában áll a tagsági jogot megtestesítő jogi absztrakció, például a korlátozott felelősségű társaság saját üzletrésze, vagy a részvénytársaság saját részvénye. Ugyanakkor bizonyos esetekben (például ellenséges társaságfelvásárláskor) rendkívüli jelentőséghez juthatnak az ilyen tulajdonosi hányadok. Mivel a társasági jog abból indul ki, hogy általánosságban a társaságok nem lehetnek önmaguk tulajdonosai, a kivételt képező eseteket (például saját részvény) a Ptk. külön megjelöli. A 3:222. § (1) bekezdése alapján részvénytársaság az általa kibocsátott részvények tulajdonjogát megszerezheti, de korlátozással, melynek terjedelme legfeljebb az alaptőke 25%-a lehet. A korlátozás által meghatározott terjedelem megállapításánál nem csak a társaság által közvetlenül tulajdonolt részvényeket kell figyelembe venni, hanem azokat is, amelyek a részvénytársaság többségi befolyása alatt álló jogi személyek tulajdonában állnak. Az (1) bekezdés alkalmazásában ide kell érteni azokat a részvényeket is, amelyek külföldi jogi személy tulajdonában állnak, ha azok a rájuk irányadó külföldi jog szerint korlátozott felelősségű társaságnak vagy részvénytársaságnak minősülnek. A visszaélések elkerülése érdekében szintén a részvénytársaság tulajdonában álló részvényként kell figyelembe venni azokat a részvényeket is, amelyeket tulajdonosuk a részvénytársaság javára szerzett vagy tart, és azokat a saját részvényeket is, melyeket a társaság követelés biztosítékul fogad el.

Az (1) bekezdés rendelkezésén a 2013-ban elfogadott változathoz képest lényeges módosításokat eszközölt a 2013. évi CCLII. törvény, mert az eredeti normaszöveg a saját részvényként szintén figyelembe veendő részvényekként nem a hazai és külföldi viszonylatban fennálló többségi befolyás alatt álló jogi személyek által tulajdonolt részvényeket jelölte meg, hanem azon jogi személyek által tulajdonolt részvényeket, amelyek a közvetlen vagy közvetett befolyása alatt állnak. Az ilyen részvényeket azonban csak a befolyás arányában kellett volna figyelembe venni.

A befolyás arányából származtatott saját részvénytulajdoni hányad a hatályba lépő módosult szabályozás szerint már nem kell, hogy kiszámításra kerüljön, mert eszerint csak a többségi befolyás számít, de ilyenkor az összes részvényt figyelembe kell venni, mint saját részvényt. Ugyanakkor a Ptk. ily módon már nem rendelkezik arról, hogy e többségi befolyás alatt közvetlen vagy közvetett befolyást kell-e érteni.

A közvetlen befolyás fogalmát a Tpt. nem definiálja, hiszen az a befolyás tényleges mértékével azonos. Viszont közvetett befolyás esetében a társaság egy köztes vállalkozás útján tulajdonol vállalkozást. Közvetett befolyás – Tpt. 5. § (1) bekezdésének 84. pontja értelmében – egy vállalkozás tulajdoni hányadának, illetőleg szavazati jogának a vállalkozásban tulajdoni részesedéssel, illetőleg szavazati joggal rendelkező más vállalkozás (köztes vállalkozás) tulajdoni hányadán, szavazati jogán keresztül történő gyakorlása.

Hangsúlyos, hogy a módosított szabályozás értelmében figyelembe kell venni minden hazai jogi személyt, de a külföldi jogi személyek közül csak a kft. és rt. formában működőket. Úgy szintén ki kell szorítani a szabályozás hatálya alól a hazai és külföldi természetes személyeket, valamint a jogi személyiséggel nem rendelkező jogalanyokat. A biztosítékként elfogadott részvények figyelembevételét szintén a módosítás írja elő.

A 3:222. § (2) bekezdése kimondja, hogy nem szerzhető saját részvény alapítás vagy az alaptőke felemelése során. Ilyenkor ugyanis a részvénytársaság az önmaga által kibocsátott részvényeken szerezne azonnali tulajdont, ami természetesen ellentmond a hatékony tőkeallokáció logikájának. E tiltó rendelkezés háttérében annak az önellentmondásnak a kizárása áll, hogy ilyen esetben a társaság önmagának szolgáltatna vagyoni hozzájárulást a részvény ellenértékeként, viszont így a társasági teljes vagyona nem növekedne az új részvények kibocsátása által, legfeljebb a tőkeszerkezet alakulhatna át, oly módon, hogy az alaptőke emelkedne az alaptőkén felüli vagyon terhére. Szintén nem szerzhető saját részvény olyan részvények tekintetében, melyek névértékének, illetve kibocsátási értékének teljes befizetése vagy rendelkezésre bocsátása nem történt meg. A tilalom indoka ebben az esetben is hasonló, vagyis a részvénytársaság ily módon olyan részvényeket tulajdonolna, amelyek értéke az alaptőkéből részlegesen vagy teljes egészében hiányzik.

A saját részvények ellenérték fejében történő megszerzésének feltétele, hogy a Ptk. 3:261-3:262. §-a alapján fennálljanak az osztalékfizetés feltételei. A saját részvények ellenértékének kifizetésére csak az osztalékként kifizethető vagyon terhére kerülhet sor.

A saját részvények megszerzésére főszabályként a közgyűlési felhatalmazás alapján kerülhet sor. Ebben az esetben sort kell keríteni a megszerzhető részvények fajtájának, osztályának, számának, névértékének, visszerthes megszerzés esetén pedig az ellenérték legmagasabb összegének meghatározására. A felhatalmazás tizennyolc hónapos időtartamra szól, mely a Ptk. rendelkezésének gyakorlati alkalmazásában természetesen ennél rövidebb időtartamú felhatalmazás lehetőségét is magában foglalja.

A felhatalmazáshoz kötött saját részvénytársaság megszerzés főszabálya alóli kivételt képez, amikor arra a részvénytársaságot súlyos, közvetlenül fenyegető károsodás elkerülése érdekében van szükség. A Ptk. 3:223. § (2) bekezdése nem ad egyértelmű választ arra, hogy mi minősül súlyos, közvetlenül fenyegető károsodásnak, de a vételi ajánlatra vonatkozó speciális szabályok (Tpt. 68-78. §) miatt e szabály nem alkalmazható nyilvános ajánlattétel esetén, mint védelmi eszköz. Ugyanakkor ebben az esetben is érvényesülnie kell a huszonöt százalékos korlátozásnak.

A 3:223. § (2) bekezdése egyértelműen állást foglal abban, hogy az ellenséges társaságfelvásárlás (hostile takeover) elleni védekezésre a benne foglalt rendelkezés nem alkalmazható. Amennyiben közgyűlési felhatalmazás nélkül tehetné, akkor a céltársaság igazgatósága hatékonyan védekezhetne az ajánlattevő nyilvános ajánlatával szemben a saját részvények vásárlásával. A társaság és a részvényesek érdekei azonban eltérőek lehetnek ilyen esetben, mert a saját részvénytársaság megszerzés a társaság vagyoni eszközeinek terhére megy végbe, és a társaság értékének a csökkenésére vezethet, ami természetesen a részvények értékének a csökkenését is eredményezi.

Amennyiben a társaság részvényeket a társaságot megillető követelés kiegyenlítését célzó bírósági eljárás keretében vagy átalakulás során szerzi meg, a visszaélések valószínűsége jóval csekélyebb a bírósági eljárás keretei között. A Ptk. ebben az esetben sem teszi szükségessé a közgyűlés felhatalmazását a saját részvények megszerzéséhez.

Az igazgatóság tájékoztatási kötelezettsége a közgyűlés irányában fennáll, tekintet nélkül arra, hogy a részvénytársaság megszerzésére az általános szabályok szerint felhatalmazás útján került sor, vagy a kivételek szerint felhatalmazás nélkül. A tájékoztatásnak ki kell terjednie a saját részvények megszerzésének indokára, a részvények számára, össznévértékére, alaptőkéhez viszonyított arányukra és a kifizetett ellenértékre.

II.9.1. A jogsértéssel megszerzett saját részvény

Ha a részvénytársaság saját részvényének megszerzése során jogszabályba ütköző módon járt el, köteles az így szerzett saját részvényt, vagy ha ezek mennyisége nem állapítható meg, akkor valamennyi saját részvényét a megszerzéstől számított egy éven belül az alaptőke leszállításával bevonni.

A jogszabályba ütköző módon szerzett részvényeket a megszerzéstől számított egy éven belül az alaptőke leszállításával be kell vonni. A Ptk. módosítja a 2006. évi Gt. 226. § (4) bekezdése szabályait azzal, hogy a jogszabályba ütköző módon szerzett saját részvények már nem idegeníthetők el. A korábbi szabályozásnál e rendelkezés annyiban is szigorúbb, hogy amennyiben a jogszabályba ütköző módon szerzett saját részvények aránya nem állapítható meg, úgy a részvénytársaság valamilyeni saját részvényét be kell vonni, és az alaptőkét csökkenteni kell a bevont részvények névértékével.

II.9.2. Részvényesi jogok gyakorlása saját részvénnyel

A saját részvény, hasonlóan más olyan társasági jogi absztrakciókhoz (például saját üzletrész – 3:174-3:175. §), mely a társaság önmaga felett gyakorolt tulajdonosi jogait jeleníti meg, alapvetően nem teszi lehetővé a tulajdonosi (részvényesi) joggyakorlást. Ennek az alapvető szabálynak gyakorlati alkalmazása szempontjából lényeges, hogy mi a teendő azokban az esetekben, mikor a közgyűlés határozatképessége, a jegyzési elsőbbségi jog gyakorlása, valamint az osztalékfizetés esetén a társaság saját részvényeket tulajdonol.

A közgyűlésen a saját részvények után nem gyakorolható szavazati jog, a közgyűlés határozatképessége szempontjából és a jegyzési (átvételi) elsőbbségi jog gyakorlásánál pedig figyelmen kívül kell hagyni a saját részvényeket.

A nyereség felosztása szempontjából a saját részvényekre eső osztalékot úgy kell tekinteni, mint olyan összeget, amely a többi részvényest illeti, vagyis részvényeik névértékének arányában ők részesednek belőle.

Semmis az alapszabály olyan rendelkezése, amely a saját részvény megszerzésének feltételeire vagy a saját részvénnyel gyakorolható jogokra vonatkozóan az e törvényben meghatározott szabályoknál a társaságra nézve enyhébb követelményeket ír elő.

A Ptk. új rendelkezésével megerősíti a 2006. évi Gt. szabályainak értelmezésével már korábban is kikövetkeztethető, de tételesen ez idáig hiányzó szabályt, miszerint az alapszabály rendelkezése a saját részvények megszerzésével és a saját részvényekhez kapcsolódó joggyakorlással összefüggésben nem állapíthat meg enyhébb szabályokat. Enyhébbnek számítana a 3:226. § alkalmazásában minden olyan követelmény, amely a társaságra nézve könnyebb, szélesebb körű vagy feltételektől mentesebb saját részvényt szerzést tenne lehetővé, illetve nagyobb arányú saját részvény-állomány megszerzését és tartását engedné, mint a Ptk. által meghatározott arány. Az enyhébb szabályozás jogkövetkezménye a semmisség, ugyanakkor az alapszabály tényleges tartalmának megítélése és a Ptk. szabályaival történő összevetése az enyhébb szabályok kérdésében már a bírói gyakorlat feladata.

II.10. Pénzügyi segítség részvénytársasághoz

Nyilvánosan működő részvénytársaság az általa kibocsátott részvények megszerzéséhez csak piaci feltételek mellett, osztalékfizetésre felhasználható vagyona terhére nyújthat harmadik személynek pénzügyi segítséget feltéve, hogy ehhez az igazgatóság előterjesztése alapján a közgyűlés legalább háromnegyedes szótöbbséggel meghozott határozatával hozzájárult.

Az előterjesztés tartalmazza a pénzügyi segítségnyújtás indokát, a kockázatokat, a lebonyolítás feltételeit, a részvények ellenértékét és a társaság által a pénzügyi segítségnyújtással elérhető előnyöket. Az előterjesztést az igazgatóság köteles a nyilvántartó bíróságnak benyújtani.

Stratégiai társaságirányítási célok indokolhatják, hogy egy részvénytársaság a saját maga által kibocsátott részvények megszerzéséhez harmadik személynek nyújtson pénzügyi segítséget. E vállalatirányítási szempontból sajátos helyzet több indokból is létrejöhet, de nagy számban előforduló, tipikus esete, amikor ellenséges társaságfelvásárlás (hostile takeover) esetén az igazgatóság az ellenséges felvásárlóval szemben egy szövetséges harmadik személy részvénytársaságát támogatja, hogy szükség

esetén összehangolt közgyűlési stratégiával védhessék meg személyügyi koncepciójukat és előterjesztéseiket az ellenséges ajánlattevőtől. Az angolszász szakmai terminológia ezt a védelmi stratégiát *white squire* (fehér gavallér) vagy *white knight* (fehér lovag) néven említi, utalva az érintett harmadik személy támogató hozzáállására.¹¹³ A társasági jogban ellentmondásos kérdés, hogy a jogalkotó mennyiben lehet támogató, illetve mennyiben lehet megengedő abban, hogy a részvénytársaság az ilyen tranzakciókban pénzügyi segítséget nyújtson harmadik személy számára, hiszen a költségek és a kockázatok végső soron a társasági értéket csökkentik.¹¹⁴

E tekintetben a Ptk. koncepcionális változtatást eszközöl a 2006. évi Gt. 229. §-a szabályaihoz képest abban a tekintetben, hogy nem tartja fent az abszolút tilalmat a pénzügyi segítség vonatkozásában a részvénytársaság részéről olyan harmadik személyek számára, melyek a részvénytársaság részvényeit szándékozzák megszerezni. A korábbi szabályozás minden ilyen irányú megállapodást semmisnek nyilvánított.

A Ptk. megengedi, hogy piaci feltételek mellett kerülhessen sor pénzügyi segítség nyújtására ebből a célból. A piaci feltételek tényleges tartalmát illetően a Ptk. nem ad iránymutatást. Ugyanakkor kiemeli, hogy ilyen pénzügyi segítség nyújtására csak nyilvánosan működő részvénytársaság jogosult, amiből egyenesen következik, hogy a zártkörűen működő társaságok vonatkozásában a Ptk. is fenntartja a 2006. évi Gt. általános tilalmát. Emellett, a forrásgazdálkodási szempontok sem engednek teljes szabadságot, mert a pénzügyi segítség folyósítása ilyen célra csak az osztalékfizetésre felhasználható vagyon terhére történhet.

A szigorú feltételek mellett szintén garanciális szempont a pénzügyi segítségről szóló határozathozatal Ptk.-ben rögzített rendje. A döntés a közgyűlés hatáskörébe tartozik és háromnegyedes minősített többséggel hozható meg, az előterjesztés joga pedig az igazgatóságot illeti.

3. A 3:227. § (2) bekezdését a 2013. évi CCLII. törvény módosító rendelkezései csatolták a 2013. évi V. törvény (Ptk.) eredeti normaszövegéhez, mely eredetileg csak az első bekezdést tartalmazta. E bekezdés által előírt követelmények két vonatkozásban szigorítanak a pénzügyi segélynyújtás szabályain. Egyik részről, meghatározza a vonatkozó (1) bekezdés szerinti igazgatósági előterjesztés kötelező tartalmi elemeit. Az előterjesztésnek eszerint tartalmaznia kell a pénzügyi segítségnyújtás indokát, a kockázatokat, a lebonyolítás feltételeit, a részvények ellenértékét és a társaság által a pénzügyi segítségnyújtással elérhető előnyöket. Másik részről, a törvényességi felügyeleti szempontok hatékonyabb érvényesítése érdekében az előterjesztést az igazgatóság köteles benyújtani a nyilván tartó bíróságnak is. A (2) bekezdés e tájékoztatási kötelezettség szempontjából nem állapít meg külön határidőt, valamint nem az előterjesztés alapján hozott közgyűlési határozatra, hanem magára az előterjesztésre vonatkozik.

II.11. Részvényfajták, részvényosztályok, részvénytársaságok

A részvényfajta, a részvényosztály és a részvénytársaság a részvények csoportosításának alapvető kategóriái.¹¹⁵ A Ptk. a részvényfajta szempontjából átveszi a 2006. évi Gt. által ismert öt nevesített részvényfajtát. Ezek az új szabályozás szerint is:

- a) a törzsrészvény;
 - b) az elsőbbségi részvény;
 - c) a dolgozói részvény;
 - d) a kamatozó részvény;
 - e) a visszaváltható részvény
- részvényfajtába tartoznak.

¹¹³ HALÁSZ Vendel – KECSKÉS András: *Társaságok a tőzsdén*. HVG-ORAC, Budapest, 2011. 474-475. old.

¹¹⁴ MOLNÁR Gábor Lajos: *Bevezetés az angol társasági jogba*. BIP, Budapest, 2002. 168-169. old.

¹¹⁵ NOCHTA Tibor: *Társasági jog*. DIALOF CAMPUS, Budapest-Pécs, 2011. 316. old.

Ugyanakkor a 2006. évi Gt.-től eltérően Ptk. 3:240. §-a már egyértelművé teszi a korábbi társasági jogi gyakorlat szerint sok vitás helyzetet előidéző kérdést, miszerint kibocsáthatók-e a jogszabályban felsoroltaktól eltérő részvényfajták. A Ptk. új szabályai alapján a részvénytársaságnak jogában áll a felsoroltaktól eltérő részvényfajtát (és részvényosztályt) kibocsátani, ennek egyetlen feltétele, hogy az alapszabályban meghatározásra kerüljön a kibocsátandó részvények által megtestesített tagsági jogok tartalma és mértéke.

A Ptk. szabályozási körében a részvényosztály fogalma az elsőbbségi részvényfajtán belül a részvények elsőbbséggel érintett részvényesi jogainak csoportosításához igazodik. A részvényosztályon belül eltérő tartalmú és mértékű tagsági jogokat megtestesítő részvények bocsáthatók ki (osztalékelsőbbség, jogutód nélküli megszűnés esetén a felosztásra kerülő vagyonból történő részesedés elsőbbsége, szavazatelsőbbség, vezető tisztségviselő és felügyelőbizottsági tag kijelölésére vonatkozó elsőbbség, elővásárlási jog).

A részvénytársaság teszi lehetővé, hogy egyazon részvényosztályon belül is sor kerülhessen eltérő tagsági jogokat megtestesítő részvények kibocsátására. Viszont egyazon részvénytársasághoz tartozó részvények esetén ugyanazon jogok kerülnek megtestesítésre, ugyanazon névérték mellett és a részvények előállításának módja is ugyanaz. Következésképpen a részvényosztályokon belül eltérő egyes részvénytársaságok már azonos mértékű és tartalmú tagsági jogot megtestesítő részvényekből állhatnak csak.

II.11.1. A törzsrészvény

A részvényesi demokrácia a tőkepiacok ideális működésének és likviditásának fontos követelménye, ami annál szélesebb terjedelemben valósul meg, minél kevesebb olyan részvény kerül kibocsátásra, amely tulajdonosa számára a többi részvénytől eltérő jogokat és kedvezőbb helyzetet biztosít, például vétőjogot, vagy többszörös szavazati jogot. A részvényesi demokrácia és a XIII. társasági jogi (take-over) irányelv¹¹⁶ által előírt egyenlő tőkepiaci játéktér csak a tőzsdéi társaságok esetén jut igazi szerephez, a zártkörűen működő társaságok szempontjából jelentőségük természetesen kisebb, noha nem lebecsülhető. A társasági jog részvényjogi szabályai ezért biztosítják, hogy a társaságok legalább a jogszabály által meghatározott mértékben olyan részvényeket bocsássonak ki, melyek nem tartoznak más, speciális jogosultságokat biztosító részvényfajtába. Ez a részvényfajta a törzsrészvény, melynek fogalmát a Ptk. 3:229. §-a is hasonlóan állapítja meg.

A törzsrészvény tehát a részvények legáltalánosabb fajtája, amelyhez képest a többi részvényfajta speciálisnak számít. Ennek megfelelően, a Ptk. a törzsrészvény fogalmáról negatív meghatározást ad, kimondva, hogy az olyan részvény, amely nem tartozik a többi részvényfajtába.

A Ptk. a 3:229. § (1) bekezdése megerősíti az új szabályozás nyitottságát az olyan részvényfajták kibocsátásával kapcsolatban, amelyek nem tartoznak a nevesített és felsorolt részvényfajták sorába, hiszen az elsőbbségi, a dolgozói, a kamatozó és a visszaváltható részvényfajták mellett külön említi meg az alapszabályban nevesített egyéb részvényfajtákat is.

A törzsrészvény általános jellegéhez igazodóan, a társaság által kibocsátott törzsrészvények összértékének mindenkor meg kell haladnia a részvénytársaság alaptőkéjének felét. Ez a szabály szavatol a törzsrészvények arányának túlsúlyáról, vagyis arról, hogy a többi részvényfajta kibocsátására, mint kivételre kerülhessen sor. Ezzel együtt természetesen nem arról van szó, hogy a kibocsátott törzsrészvényeknek együttesen nagyobb részvényesi befolyást kell garantálniuk, mint a többi (például elsőbbségi) részvényfajtának. Az alapszabály értelmében lehetőség van arra, hogy az összes törzsrészvény együttesen kisebb szavazati hányadot, alacsonyabb osztalékarány stb. biztosítson tulajdonosaiknak, mint az elsőbbségi részvények. Viszont arra tekintettel, hogy az alaptőke több mint felét a törzsrészvények testesítik meg, így a 3:229. § (3) bekezdés előírása a többi részvényfajta kibocsátásának mennyiségi korlátozását jelenti.

¹¹⁶ Lásd: *Az Európai Parlament és a Tanács 2004/25/EK irányelve a nyilvános vételi ajánlatról.*

II.11.2. Az elsőbbségi részvény

Elsőbbségi részvény az olyan részvény, amely tulajdonosának más részvényfajták tulajdonosaihoz képest előnyösebb helyzetet biztosít. Az értékpapírhoz kapcsolódó elsőbbségi jog tartalmában és mértékében az alapszabály előírásaihoz igazodik.

Amellett, hogy az elsőbbségi részvény fogalmát a Ptk. rögzíti, arról is rendelkezik, hogy kibocsátására kizárólag az alapszabály rendelkezése alapján kerülhessen sor, ráadásul az erre vonatkozó feltételek meghatározásával. E rendelkezés szükséges, mert az elsőbbségi részvény Ptk. által nyújtott fogalmi meghatározásából következően a tulajdonosát más részvényeseknél előnyösebb helyzetbe hozza. A 3:230. § (1) bekezdésből pontosan levezethető, hogy a társaság stratégiai és operatív döntéshozó szerveinek (közgyűlés, igazgatóság) határozata nem elégséges ahhoz, hogy az elsőbbségi részvény kibocsátásának feltételeit meghatározza. Másrészt az is kiderül, hogy a pontos feltételek meghatározása nélkül – tehát általánosságban – még az alapszabály sem rendelkezhet elsőbbségi részvényfajta kibocsátásának lehetőségéről.

A különböző elsőbbségi jogok közül egyidejűleg több is kombinálható, vagyis az elsőbbségi részvény a Ptk. 3:230. § (2) bekezdésében felsorolt elsőbbségi jogok közül egyidejűleg többet is megtestesíthet.

Jelentős változás a Ptk. vonatkozó szabályainak körében, hogy míg a 2006. évi Gt. csak az elsőbbségi jogok törvényben felsorolt eseteit ismerte el, addig a Ptk. szabályozási összefüggéseiből – különös tekintettel 3:329. § (1) bekezdésére – kikövetkeztethető, hogy az elsőbbségi részvény megtestesíthet olyan elsőbbségi esetet is, amely a jogszabályban nincs felsorolva. Természetesen az ilyen elsőbbségi jog pontos tartalmának, valamint gyakorlása feltételeinek világosan ki kell derülnie az alapszabály előírásaiból.

A Ptk. 3:230. § (3) bekezdése lényegében fenntartja a 2006. évi Gt. szabályait azzal, hogy lehetőséget biztosít olyan elsőbbségi részvényosztályba tartozó részvénytartó kibocsátására, melynek részvényei becserélhetők más elsőbbségi részvényosztályba tartozó részvényre, vagy törzs-részvényre.

Nem kínálja fel a Ptk. a 2006. évi Gt. 186. § (6) bekezdésében tett engedményét, amely arra vonatkozott, hogy külön törvényben meghatározott elsőbbségi részvény tekintetében el lehet térni az elsőbbségi részvényre vonatkozó rendelkezésektől. A Ptk. az engedmény megszüntetésével egyidejűleg a jogbiztonság szempontjait szolgálja, mert az eltérés pontos tartalmára és jellegére vonatkozóan a 2006. évi Gt. nem biztosított támpontot.

II.11.2.1. Osztalékelsőbbségi részvény

Az osztalékelsőbbséget biztosító részvény elnevezése tükrözi a benne foglalt elsőbbségi jog jellegét, és a Ptk. 3:231. § (1) bekezdésében alkalmazott meghatározást. A Ptk. az (1) bekezdésben csak kedvezőbb mértékről tesz említést, viszont a részvény elsőbbségi jellegéből adódóan kibocsátásának eredeti célja az is lehet, hogy a kifizetés sorrendjében biztosítson kedvezőbb pozíciót. Az osztalékelsőbbségi részvényben foglalt jog a Ptk. általános megfogalmazása szerint mindkét esetre kiterjedhet, tehát mind a kifizetés sorrendjében, mint az osztalék mértékében kedvezőbb helyzetet teremthet. Arra azonban nincs lehetőség, hogy a kedvezményes mértéket a részvénytársaság a felosztható nyereségen kívüli más források terhére fizesse ki a jogosultnak.

A Ptk., megváltoztatva a 2006. évi Gt. megközelítését, lehetőséget kínál, hogy a 3:321. § (2) bekezdése szerint meghatározott esetben a szavazati jog a következő üzleti évre vonatkozó éves beszámoló elfogadásáig korlátozás nélkül gyakorolható legyen, ha az osztalékelsőbbségi részvényhez kapcsolódó szavazati jogot az alapszabály korlátozza vagy kizárja.

A 2006. évi Gt. 187. § (2) bekezdése úgy rendelkezett, hogy ha az osztalékelsőbbséget biztosító részvények után az osztalék bármely okból nem került kifizetésre, akkor a következő évben más részvényfajtába, vagy részvényosztályba tartozó részvények után az osztalék csak akkor kerülhet

kifizetésre, ha az osztalékelsőbbbségi részvények után járó elmaradt osztalék kifizetésre került. Ezt a garanciális rendelkezést a Ptk. 3:231. §-a már nem tartja fent.

II.11.2.2. Szavazatelsőbbbségi részvény

A szavazatelsőbbbségi jogot biztosító részvény alapján a részvényes az alapszabályban meghatározott mértékű többszörös szavazati jogot gyakorolhat. Nyilvánosan működő részvénytársaságnál az egy részvényhez kapcsolódó szavazati jog nem haladhatja meg a részvény névértékéhez igazodó szavazati jog tízszeresét; az alapszabály ettől eltérő rendelkezése semmis.

Vétójogot biztosító szavazatelsőbbbségi részvény alapján az ilyen részvénnel rendelkező, jelen lévő részvényesek egyszerű szótöbbségének igenlő szavazata mellett – ha a szavazatelsőbbbséget biztosító részvényből egy részvény került kibocsátásra, az e részvénnel rendelkező részvényes igenlő szavazatával – hozható meg a közgyűlési határozat.

A szavazatelsőbbbségi részvény nagyobb szavazati hányadot biztosít, mint a részvény névértéke szerint járó szavazati hányad, vagy vétójoggal ruházza fel az elsőbbségi részvényest. A részvényesi demokrácia komoly korlátozása lehet, ha a társaság irányítási rendszerében a szavazatok túlnyomó többségét a részvények kisebbsége testesíti meg. Ebben az esetben jelentősen csökkenhet a nyilvánosan működő részvénytársaságok ellenséges felvásárlásának esélye is. Az ajánlattevő célja ugyanis a részvények többségének megszerzése, de nem tud kontrollt gyakorolni a társaság felett, ha a részvények többsége nem reprezentálja a szavazatok többségét. Habár a XIII. társasági jogi (takeover) irányelv 11. cikke ilyen esetekre nézve rendelkezik az áttörés szabályairól, de Tpt. 76/A-B-C. §-ainak értelmében a céltársaság alapszabálya rendelkezik e szabályok alkalmazásáról.

A Ptk. 3:232. § (1) bekezdése szerint a szavazati elsőbbséget biztosító részvény alapján a részvényes az alapszabályban meghatározott mértékű többszörös szavazati jogot gyakorolhat. A szavazatok elsőbbségének kérdése nem veti fel azokat a kérdéseket, amelyeket az osztalékelsőbbbség felvet. Ennek megfelelően csak a szavazat mértékében és nem a leadott szavazatok sorrendjében illetti meg a kedvezmény a jogosultat. A Ptk. a kedvezmény mértékét a névérték szerint megillető szavazati jog tízszeresében maximálja, de csak nyilvánosan működő részvénytársaság esetén. A rendelkezésből az következik, hogy zártkörűen működő részvénytársaságok esetén ennél nagyobb mértékben biztosítható szavazati kedvezmény. A Ptk. ezzel változtat a 2006. évi Gt. koncepcióján, amely a limitet mind nyilvános, mind zártkörű társaságok esetén fenntartotta.

A Ptk. a vétójogot biztosító szavazatelsőbbbségi részvény esetében nem igazodik a vétójog szó szerinti jelentéséhez, hanem döntéshozatali jogot garantál az elsőbbségi részvényesek tulajdonosainak. Nem arról van tehát szó, hogy a vétójogot biztosító elsőbbségi részvények tulajdonosai a számukra sérelmes közgyűlési határozatnak ellent mondvá leszavazhatják a többi részvényest, hanem arról, hogy egymás közötti többséggel hozhatnak közgyűlési határozatot.

II.11.2.3. Vezető tisztségviselő, felügyelőbizottsági tag kijelölésére vonatkozó elsőbbségi részvény

A vezető tisztségviselő, felügyelőbizottsági tag kijelölésére vonatkozó elsőbbségi részvény biztosítja annak lehetőségét, hogy az elsőbbségi részvények tulajdonosai az igazgatóság egy vagy több tagját az alapszabályban foglaltak szerint kijelöljék. Ez az elsőbbségi részvény eredetileg az angol-szász társasági jogból származik és azt a célt szolgálja, hogy a társaság stratégiai és operatív irányítási rendszerében gyakorolt részvényesi befolyás mértéke szükség esetén elválhasson a részvények névértéke által megtestesített szavazati jog mértékétől. Ugyanakkor nem bocsátható ki ilyen elsőbbségi részvény abban az esetben, ha az igazgatóság jogkörét vezérigazgató gyakorolja. A Ptk. általános hatállyal tiltja meg, hogy nyilvánosan működő részvénytársaság ilyen elsőbbségi részvényt bocsásson ki. Ebből következik, hogy kibocsátása csak zártkörűen működő részvénytársaság esetén lehetséges.

Amennyiben az alapszabályban meghatározott eljárási rendben és határidőn belül nem kerül sor kijelölésre, úgy a jog az általános szabályok szerint visszaszáll az erre egyébként jogosult társasági szervre. A jog gyakorlásának elmulasztása nem felelősségkeletkeztető tényező és következményt sem von maga után.¹¹⁷

Az elsőbbségi részvényesek a kijelöléshez hasonlóan visszahívhatják a kijelölt tisztségviselőt. Amennyiben az alapszabályban a visszahívási okok meghatározásra kerülnek, úgy a vezető tisztségviselő visszahívása az elsőbbségi részvényeseknek nem csak joga, hanem kötelessége is. Elmulasztása esetén e jog az erre egyébként jogosult társasági szervet illeti meg. A jog gyakorlásának elmulasztása nem felelősségkeletkeztető tényező és következményt sem von maga után. Noha a 3:233. § (1) bekezdésből logikusan következik, a Ptk. mégis kiemeli, hogy a visszahívott vezető tisztségviselő helyére is az elsőbbségi részvényesek nevezhetnek ki vezető tisztségviselőt.

A Ptk. 3:233. § (5) bekezdésének utaló szabály biztosítja, hogy az elsőbbségi részvények tulajdonosai felügyelőbizottsági tagok esetén ugyanazokat a jogokat gyakorolhassák, mint amelyeket a 3:233. § (1)-(3) bekezdése igazgatósági tagok esetében biztosít. A (4) bekezdésre, vagyis a vezérigazgató kijelölésének tilalmára az utaló szabály értelemszerűen nem utal vissza.

II.11.2.4. Elővásárlási jogot biztosító részvény

A zártkörűen működő részvénytársaság alapszabálya rendelkezhet olyan részvényosztály kibocsátásáról, amelynek alapján a részvényest a részvénytársaság által kibocsátott, pénzszolgáltatás ellenében átruházni kívánt részvényekre elővásárlási jog illeti meg.

Ha a részvényes az átruházási szándék és a kapott vételi ajánlat feltételeinek közlésétől számított 15 napon belül nem nyilatkozik, úgy kell tekinteni, hogy elővásárlási jogával nem kíván élni.

Az elővásárlási jogot biztosító részvény alapján a részvényest elővásárlási jog illeti meg a részvénytársaság által kibocsátott, pénzszolgáltatás ellenében átruházni kívánt részvényekre. A jogosult elsőbbségi részvényes más részvényeseket és harmadik személyeket egyaránt megelőzve vásárolhatja meg a részvényt, amennyiben a részvény tulajdonosa úgy dönt, hogy elidegeníti azt. A Ptk. csak zártkörűen működő részvénytársaságok esetében engedi elővásárlási jogot biztosító részvény kibocsátását, mert a nyilvánosan működő részvénytársaságok működési körében elsődleges jogpolitikai cél a minél szélesebb körű részvényesi demokrácia. Ezt a célt a törzsrészvények minél nagyobb aránya és minél szélesebb körű, korlátozásoktól mentes forgalma garantálja. Amennyiben a részvénytársaság bármely részvényesének szándékában áll átruházni részvényeit, úgy azt csak az elővásárlási jog kedvezményezettjének tudomásával teheti meg. A 3:234. § szerinti határidő-mulasztás esetén úgy kell tekinteni, hogy az elsőbbségi részvényes nem kívánt a jogával élni.

II.11.2.5. Nyilvánosan működő részvénytársaság elsőbbségi részvényei

Ha a zártkörűen működő részvénytársaság nyilvánosan működő részvénytársasággá kíván alakulni, a vezető tisztségviselő vagy felügyelőbizottsági tag kijelölésére vonatkozó, illetve az elővásárlási jogot biztosító elsőbbségi részvényeit, valamint az olyan elsőbbségi részvényeit, amelyek osztlékelsőbbiségre, illetve likvidációs hányadhoz fűződő elsőbbségre vonatkozó jogosultságon kívül együttesen egyéb elsőbbségi jogokat testesítenek meg, a tőzsdei bevezetést megelőzően át kell alakítani a nyilvánosan működő részvénytársaságok által is kibocsátható elsőbbségi részvénné vagy törzsrészvénné.

A Ptk. a 2006. évi Gt.-től eltérően kimondja azt a – szabályozás tartalmi összefüggéseiből egyébként is logikusan következő – szabályt, hogy zártkörű részvénytársaságból nyilvános részvénytársasággá történő átalakulása esetén, még az átalakulást megelőzően át kell alakítani az elsőbbségi részvényeket olyan elsőbbségi részvénné, amelyeket nyilvánosan működő részvénytársaság is kibocsáthat, illetőleg törzsrészvénné.

¹¹⁷ Vö.: NOCHTA Tibor: *A magánjogi felelősség útjai a társasági jogban*. DIALOG CAMPUS, Budapest-Pécs, 2005. 87-89. old.

II.11.3. Dolgozói részvény kibocsátása

Dolgozói részvényt a társaság azzal a céllal bocsát ki, hogy azt a társaság munkavállalói ingyenesen vagy kedvezményesen szerezhessék meg. A dolgozók számára biztosított kedvezmény a részvényesek vagyoni hozzájárulásából adódik, mert a dolgozói részvények kibocsátásával történő alaptőke-emelés részben vagy egészben a társaság alaptőkéen felüli vagyonából történik. Ez biztosítja, hogy a munkavállalók mindenképpen névérték alatt szerezhessék meg a dolgozói részvényeket. A társaság számára a dolgozók által szolgáltatott – többnyire legfeljebb jelképes – vagyoni hozzájárulás nem allokál valós forrásokat. A dolgozói részvény-kibocsátás gazdasági előnye abban mutatkozhat meg, hogy érdekeltté teszi a munkavállalókat a társasági értéknövekedésben, azáltal, hogy tulajdonosi jogokat biztosít számukra.

A Ptk. 3:236. § (1) bekezdése értelmében dolgozói részvény megszerzésére a társaság teljes, illetve részmunkaidőben foglalkoztatott munkavállalóinak van lehetősége, kedvezményesen, a részvény névértékénél alacsonyabb áron, vagy ingyenesen. Dolgozói részvényt nem lehet a névértéke feletti áron kibocsátani, sőt a Ptk. megfogalmazása világossá teszi, hogy még névértékén sem. E részvényfajta gyakorlati alkalmazásában azonban ez annyit tesz, hogy jelképes áron kerül kibocsátásra a munkavállalók számára. A dolgozói részvények csak korlátozott terjedelemben hozhatók forgalomba, ami azt jelenti, hogy az alaptőke felemelésének esetén legfeljebb a felemelt alaptőke 15%-ának erejéig.

A részvényesi joggyakorlás szempontjából a dolgozói részvény esetében nincs eltérés a általános szabályoktól, tehát gyakorolható utána szavazati jog és osztalékra jogosít.

A dolgozói részvényhez osztalékelsőbbbségi jog kapcsolható. Az osztalékelsőbbbséget biztosító elsőbbségi részvények tulajdonosai azonban megelőzik az osztalékelsőbbbséget biztosító dolgozói részvények tulajdonosait, mert ez utóbbiak a jogaikat csak az előbbieket követően gyakorolhatják.

A 2006. évi Gt. szabályozásához képest a Ptk. már nem rendelkezik arról, hogy az alapszabály lehetővé teheti a dolgozói részvények megszerzését a munkavállalók egyes csoportjai számára. Ezzel együtt az alapszabály ilyen irányú rendelkezése nem kizárt, a társasági jog általános diszpozitivitása vetületében.

II.11.4. A dolgozói részvény átruházása és öröklése

A dolgozói részvény korlátozottan forgalomképes jellege gazdasági rendeltetéséből következik. Amennyiben az ilyen értékpapír is szabadon átruházható lenne, nem töltené be elsődleges célját: a munkavállalói motivációt tulajdonosi (tagsági) jogok biztosításán keresztül. Ennek oka, hogy a dolgozó a részvény elidegenítésével egyidejűleg már nem lenne érdekelt a társaság és ebből következően a részvény további értéknövekedésében. Emiatt fontos szempont, hogy ha a dolgozói részvény átruházásra kerül, úgy az munkavállalóra történjen.

A dolgozói részvények korlátozottan forgalomképes jellegét a Ptk. pontosan körülhatárolja. Átruházása érvényesen a részvénytársaság más munkavállalóira (és volt munkavállalóira) lehetséges. Azoknak a munkavállalóknak, akiknek a munkaviszonya megszűnik, a munkaviszony megszűnésétől számított 6 hónap elteltét követő első közgyűlésig van lehetőségük részvényeik átruházásáról határozni. A dolgozói részvény tulajdonosának halála esetén az örökös a Ptk. 3:237. § (3) bekezdésében meghatározott esetekben meghatározott időpontoktól számított 6 hónapot követő első közgyűlésig határozhat a részvények átruházásáról.

Amennyiben a munkaviszony megszűnését, vagy a munkavállaló halálát követően a részvény átruházására a Ptk. 3:237. § (2) – (3) bekezdése szerint nem kerül sor, úgy a részvénytársaság a közgyűlésen határozhat a dolgozói részvény bevonásáról vagy arról, hogy a dolgozói részvényt más részvényfajttá átalakítva értékesíti. A munkavállalót, vagy örökösét ilyenkor a részvény névértéke illeti meg.

II.11.5. Kamatozó részvény

A kamatozó részvény tulajdonosát alapszabályban rögzített mértékű kamat illeti meg. Kamatozó részvény, hasonlóan a többi speciális részvényfajtahoz, csak limitáltan, az alaptőke 10%-át meg nem haladó mértékig bocsátható kis. Ellentétben az osztalékfizetés szabályaival, amelyről a közgyűlés határoz, a kamatot ki kell fizetni a jogosultnak, amennyiben a társaság vagyoni helyzete lehetővé teszi. A Ptk. szabályozása szerint – követve a 2006. évi Gt. megközelítését – kamat is csak az adózott eredmény terhére, illetve a szabad eredménytartalékkal kiegészített tárgyévi adózott eredmény terhére fizethető. A kamat számítására az alapszabályban meghatározott módon kerülhet sor. Amennyiben a társaság saját tőkéje az alaptőke alá süllyedne, úgy a részvényesnek kamat nem fizethető. E rendelkezések célja, hogy a kamatfizetés szabályainak használatával a gyakorlatban ne legyen lehetőség az osztalékfizetés szabályainak kijátszására. Nincs ugyanakkor egységes álláspont abban a kérdésben, hogy az osztalékhoz vagy a kamathoz fűződő jog élvez-e elsőbbséget abban az esetben, ha a részvénytársaság forrásai elégtelenek mindkettő kifizetéséhez. A kamat költségként elszámolható jellege arra enged következtetni, hogy kifizetése megelőzi az osztalék kifizetését.¹¹⁸

II.11.6. A visszaváltható részvény

A visszaváltható részvény a részvényes, vagy a részvénytársaság számára, vagy akár egyidejűleg mindkét fél számára biztosíthat a részvényen fennálló magánjogi hatalmasságot, így a részvénytársaság számára vételi, a részvényes számára eladási jogot. A Ptk. jelentősen rugalmasabbá tette a visszaváltható részvény szabályait, összehasonlítva a 2006. évi Gt. szabályaihoz képest. A Ptk. a 2006. évi Gt. által engedélyezett 10%-os kibocsátási limitet 20%-ra növeli, és az alapszabálynak nem kell meghatározni a vételi és eladási joggyakorlás pontos feltételeit sem. Ugyanakkor a részvényfajta kibocsátásának eljárási feltételei is rugalmasabbá váltak, hiszen a Ptk. nem köti közgyűlési határozathoz. A visszaváltott részvényeket a társaságnak az alaptőke kötelező leszállításának szabályai szerint be kell vonnia. A részvények bevonásával egyidejűleg a társaságot már nem terheli a cégbírósághoz történő soron kívül bejelentés kötelezettsége sem. A Ptk. megközelítése arra enged következtetni, hogy a társasági jog a visszaváltható részvény kibocsátása útján történő ideiglenes tőkeemelésnek nagyobb teret kíván nyitni a gazdasági életben.

A visszaváltható részvény kibocsátásával együtt járó alaptőke emelés gazdasági természetű, hogy a részvényes vagyoni forrásai időlegesen kerülnek a társasághoz. Emiatt az ilyen alaptőke emelés csak átmeneti forrásösszpontosítást tesz lehetővé, de egyértelműen elkülöníthető a hitelviszonytól, még akkor is, ha a gyakorlatban első látásra hasonlóan tűnhetnek. Hitelviszony esetén ugyanis nem az átmenetileg fennálló tagsági jog képezi a rendelkezésre bocsátott források fedezetét. A hitelviszony gazdasági természetére tekintettel megállapítható, hogy a hitel fedezete nem kapcsolódik közvetlenül a társaság eredményeihez, így a hitelező érdekei is elkülönülnek a társaság érdekeitől. A visszaváltható részvény tulajdonosának gazdasági érdekei ezzel szemben teljes mértékben a társaság érdekeivel azonosak.

II.11.7. Egyéb részvényfajták

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

¹¹⁸ *Az új Ptk. magyarázata II/VI. Polgári jog – A jogi személy.* HVG-ORAC, Budapest, 2013. Szerk.: SÁRKÖZY Tamás. 257-258. old.

A Ptk. részvényjogi szabályaiból kikövetkeztethető, de a 3:240. § által külön nevesített lehetőség, hogy kibocsátható más részvényfajta, vagy részvényosztály, a törvényben meghatározottakon kívül.

Ez a rendelkezés a társasági kodifikáció folyamatában többször felmerült vitapontot egyértelműen döntötte el. Az alapszabálynak meg kell határoznia a részvények által megtestesített tagsági jogok pontos tartalmát és mértékét, de e követelmények teljesülése esetén a kibocsátás lehetséges.

II.11.8. Részvényutalvány

A részvénytársaság alapításának, illetve az alaptőke felemelésének a nyilvántartásba való bejegyzése előtt a vagyoni hozzájárulást teljesítő személy kérésére a társaság olyan okiratot állít ki, amely tartalmazza a jogosult nevét, valamint a teljesített vagyoni hozzájárulás összegét, és az ellenkező bizonyításáig igazolja az okiratban meghatározott személynek a részvénytársasággal szemben fennálló jogait és kötelességeit.

A részvényutalvány olyan okirat, amely az ellenkező bizonyításáig igazolja, hogy a megjelölt személy részt vett a tőkeemelésben és igazolja a társasággal szemben fennálló jogait és kötelességeit. Kiállítása a társaság számára vagyoni hozzájárulást teljesítő személy kérésére történik.

II.11.9. Az ideiglenes részvény

Ideiglenes részvény csak akkor bocsátható ki, ha már sor került a társaság alapításának vagy az alaptőke felemelésének nyilvántartásba történő bejegyzésére, valamint sor került a részvények névértéke legalább 25%-ának, illetve az apport egészének rendelkezésre bocsátására. Ellentétben a részvényutalvánnyal, az ideiglenes részvény értékpapír, kiállítása kötelező, nem kérelemre történik. Emellett a kiállítása semmis, ha megelőzi a nyilvántartásba vételt, vagy a ténylegesen teljesített vagyoni hozzájárulást meghaladó mértékben történt.

Az ideiglenes részvény átruházása a társasággal szemben akkor hatályosul, ha a tulajdonosát a részvénykönyvbe bejegyezték. A korábbi magyar társasági jogi kodifikáció során vitás kérdés volt, hogy a bejegyzés általános érvényességi feltétel (az 1997. évi Gt. megfogalmazása erre utalt), illetőleg a társasággal szembeni hatályosság feltétele. A Ptk. szövegéből egyértelműen kiderül, hogy az utóbbiról van szó.

A részvényekre vonatkozó általános szabályokhoz hasonlóan az ideiglenes részvény is nyomdai úton, illetőleg dematerializált formában állítható elő. Az ideiglenes részvény előállításának formája nem kötött ahhoz, hogy a részvényt milyen formában állítják elő. Dematerializált formában történő előállítás esetén akkor írható jóvá az értékpapírszámlán, ha a részvényes az alapszabály szerint teljesíti vagyoni hozzájárulását, vagy annak első részletét. Az ideiglenes részvényen fel kell tüntetni a részvényes által az ideiglenes részvény kibocsátásáig befizetett összeget, tekintet nélkül az előállítás módjától. A részvényes általi teljesített további vagyoni hozzájárulást a részvényes kérésére kell feltüntetni, vagy az ideiglenes részvényt érvénytelenné kell nyilvánítani, és új ideiglenes részvényt kibocsátani.

Az ideiglenes részvény útján történő részvényesi joggyakorlás a teljesített vagyoni hozzájárulás mértékével azonos arányban gyakorolható. A Ptk. rendelkezése természetesen csak azokra a részvényesi jogokra utal, melyek arányosíthatók, de a többi részvényesi jog teljes terjedelmében gyakorolható. Elsőbbségi részvény által megtestesített jog az ideiglenes részvény alapján mindaddig nem gyakorolható, amíg nem kerül sor a teljes vagyoni hozzájárulás teljesítésére. Az elsőbbségi részvényt ebben az időszakban a törzsrészvényesekkel azonos jogok illetik meg, tehát a korlátozás csak az elsőbbségi jog tartalmára terjed ki.

A részvényes készfizető kezesként felel a részvénytársaság irányában az általa átvenni vállalt vagy jegyzett részvényekre teljesítendő vagyoni hozzájárulásból eredő tartozásokért. Többszöri átruházás esetén ez a felelősség egyetemlegesen kiterjed valamennyi volt részvényesre.

A részvények kiállításával egy időben az igazgatóságnak időtűzés mellett fel kell szólítania a részvényeseket a nyomdai úton előállított ideiglenes részvények benyújtására és a nyomdai úton kiállított részvénye átvételére. A határidőben be nem nyújtott ideiglenes részvényeket a társaság az igazgatóság határozatával nyilvánítja érvénytelennek. A nyomdai úton előállított részvények kiadására és a dematerializált részvényeknek a részvényes értékpapírszámláján való jóváírására akkor kerülhet sor, ha már megtörtént az ideiglenes részvény benyújtása, vagy az ideiglenes részvény érvénytelenné nyilvánítása. Az ideiglenes részvény dematerializált formában történt előállítás esetén a részvények előállításakor az ügyvezetés jár el kötelezően az ideiglenes részvények központi értékpapírszámlákról történő törlése érdekében.

II.11.10. Részvénykönyv

A részvénykönyv a részvényesek nyilvántartására szolgáló, nyilvános lajstrom, melyet a részvénytársaság vezet.¹¹⁹ A részvénytársasági dokumentáció fontos elemeként a 3:245. §-ban felsorolt adatok nyilvántartása útján a részvényesek adatait és a tulajdonukban álló részvények sorozatonkénti darabszámát tartalmazza. A részvénykönyv hitelesíti a részvényesi minőséget, a részvényest megillető részvények mennyiségét és az általuk megtestesített tulajdoni hányadot. Részvényen és a részvénykönyvben egyidejűleg nyilvántartott adat módosulása esetén a részvénykönyvi bejegyzést a változásnak megfelelően módosítani kell. A részvénykönyvet az igazgatóság vezeti, az igazgatósági tagok egymással egyetemlegesen felelnek azért, hogy az abban szereplő adatok megfelelnek a valóságnak, illetőleg azért is, hogy valamennyi jogszabály által megkövetelt adat szerepel benne. A részvénykönyv vezetése megbízás útján is ellátható.

A részvénytársaság azt ismeri el részvényesnek, akit a részvénykönyvbe bejegyeztek. A bejegyzés ténye a 3:246. § (2) bekezdése alapján csak alakilag igazolja a részvényesi minőséget, és nem a tulajdonosi minőség igazolására szolgál. Ebből következik, hogy a részvény tekintetében a rendelkezési jog természetesen akkor is gyakorolható, ha a tulajdonos nincs bejegyezve a részvénykönyvben. Ezzel ellentétben a tagsági jogok (szavazat, osztalék stb.) nem gyakorolhatók a bejegyzés elmaradása esetében. Ugyanakkor a részvénykönyvből még nem törölt – akár rosszhiszeműen eljáró – korábbi tulajdonos gyakorolhatja a tagsági jogokat, a bejegyzés elmaradásából származó jogkövetkezmények pedig nem a részvénytársaság és a részvényes, hanem az átruházásban érintett részvényesek egymás közötti jogviszonyában jelentkeznek.

A részvénykönyvbe való bejegyzés és törlés felőli döntés joga a részvényest illeti meg és a részvényes kérelme alapján történik meg. A bejegyzés megtagadható, ha részvényes a részvényét jogellenesen, vagy az alapszabállyal ellentétesen szerezte.

A részvénykönyvből törölt adatoknak a Ptk. rendelkezései értelmében továbbra is megállapíthatónak kell maradniuk, hasonlóan a 2006. évi Gt. szabályaihoz. E rendelkezés háttérében elsősorban a pénzmosás elleni fellépéssel összefüggő jogpolitikai szempontok állnak.

A Ptk. külön kiemeli, hogy a részvénykönyv vezetésére vonatkozó határozatok társasági határozatnak minősülnek.

A részvénykönyvbe bárki betekinthez. A betekintés lehetőségét a részvénytársaság vagy a részvénykönyvvezetésével megbízott személy a székhelyén munkaidőben folyamatosan biztosítani köteles.

Akire vonatkozóan a részvénykönyv fennálló vagy törölt adatot tartalmaz, a részvénykönyv rá vonatkozó részéről a részvénykönyv vezetőjétől másolatot igényelhet. A másolatot 5 napon belül, ingyenesen kell kiadni a jogosultnak.

A részvénytársaságok működésének jellegzetessége a transzparencia magasabb szintje, mely a részvénykönyv vonatkozásában is érvényesül. A Ptk. 3:248. § rendelkezései szerint a részvénykönyv

¹¹⁹ *A gazdasági társaságok nagy kézikönyve*, COMPLEX, Budapest, 2008. Szerk.: KISFALUDI András – SZABÓ Marianna. 1150. old.

nyilvános, abba bárki betekinhet, tehát az említett transzparencia átfogó, a piaci szereplők teljes körét felöleli. Másolatot igényelhet a vonatkozó részéről, akire nézve a részvénykönyv fennálló vagy törölt adatot tartalmaz.

A nyilvánosan működő részvénytársaságnál a társaság kezdeményezésére történő tulajdonosi megfeleltetés esetén a részvénykönyv vezetője a részvénykönyvben szereplő, a tulajdonosi megfeleltetés időpontjában hatályos valamennyi adatot törli, és ezzel egyidejűleg a tulajdonosi megfeleltetés eredményének megfelelő adatokat a részvénykönyvbe bejegyzi.

A tulajdonosi megfeleltetés olyan eljárás, mely a nyilvánosan működő részvénytársaság részvénykönyvében szereplő adatokat felcseréli más forrásokból származó, megfelelő új adatokkal. A Tpt. 5. § (1) bekezdése 127. pontjának fogalom meghatározása szerint a tulajdonosi megfeleltetés a központi értéktár által az értékpapírszámla-vezetők közreműködésével végzett, a dematerializált részvény tulajdonosának azonosítását szolgáló eljárás. A Tpt. meghatározásból és a gyakorlati szempontok figyelembevételéből egyaránt logikusan következik, hogy a tulajdonosi megfeleltetés csak dematerializált részvényeknél lehetséges.

II.12. A részvénytársaság alapítása

A 2006. évi Gt. rendelkezéseire képest koncepcionális jelentőségű változást vitt véghez a Ptk. 3:249. §-a, amikor a részvénytársaság alapítására nézve megtiltotta a részvényesek és az alaptőke nyilvános felhívás útján történő gyűjtését. A rendelkezés a gyakorlatban egyenértékű a nyilvános alapítás tilalmával, ezért részvénytársaságot csak zártkörű formában lehet alapítani. Ebből következik, hogy az alapítók a részvénytársaság által kibocsátott részvényeket teljes egészében maguk veszik át. A rendelkezés deklarált célja a befektetők védelme, annak érdekében, hogy a nyilvános működés lehetősége már csak azoknak a részvénytársaságoknak álljon nyitva, amelyek valós gazdasági eredményeket tudnak felmutatni, és részvényeiket a szabályozott piacra bevezetik. A nyilvános alapítás, amely a 2006. évi Gt. szabályai szerint nem ütközött akadályba, nagy kockázatot jelenthet az alapítók előre meg nem határozott körére, akik vagyoni hozzájárulásukat egy induló vállalkozás rendelkezésére bocsátják anélkül, hogy gazdasági működőképességéről meggyőződhetnének. Azzal az elvitathatatlan előnyével együtt, hogy a nyilvános alapítás már a társaság létrejöttével egyidejűleg lehetőséget ad a vagyoni források szélesebb körből származó allokációjára, ugyanúgy a befektetők szélesebb körű, akár tömeges megkárosításához is vezethet.

A zártkörű alapítás szempontjából az értékpapír (részvény) forgalomba hozatala a Tpt. 14. § (1) bekezdése rendelkezései szerint akkor számít zártkörű forgalomba hozatalnak, ha:

- a) az értékpapírt kizárólag minősített befektetők részére ajánlják fel;
- b) az értékpapírt minősített befektetőnek nem minősülő, tagállamonként százötvennél kevesebb személy részére ajánlják fel;
- c) az értékpapírt kizárólag olyan befektetők részére ajánlják fel, akik egyenként legalább száz-ezer euró vagy annak megfelelő értékben vásárolnak a felajánlott értékpapírokból;
- d) az értékpapír névértéke legalább százezer euró vagy annak megfelelő összeg; vagy
- e) az összes forgalomba hozott értékpapír uniós szinten számított kibocsátási értéke az ajánlattételtől számított tizenkét hónapon belül nem haladja meg a százezer eurót vagy az annak megfelelő összeget;
- f) a részvénytársaság szövetkezet átalakulásával jön létre, és a részvényeket kizárólag az átalakuló szövetkezet tagjainak, üzletrész tulajdonosainak ajánlják fel.

II.12.1. Zártkörű forgalomba hozatal

A Tpt. 14. § (2) bekezdése rendelkezései szerint a már zártkörűen forgalomba hozott értékpapír esetében zártkörű forgalomba hozatalnak minősül az is, ha:

- a) a kibocsátó korábban már kibocsátott részvényekkel azonos fajtájú, illetve azonos osztályba tartozó, azokat helyettesítő részvényeket bocsát ki, és az ilyen új részvények kibocsátása nem jelenti a kibocsátott alaptőke növelését;
- b) az értékpapírt részvénytársaságban, nyilvános vételi ajánlat keretében történő befolyásszerzéssel kapcsolatban ellenértékként ajánlják fel;
- c) az értékpapírt a társaságok egyesülésével vagy szétválásával kapcsolatosan ellenértékként ajánlják fel;
- d) a részvénytársaság a részvényeseinek ingyenesen juttat az alaptőkén felüli vagyon terhére részvényeket vagy osztalékként ezekkel azonos fajtájú, illetve azonos osztályba tartozó részvényeket juttat, mint amelyre tekintettel az osztalékfizetés történik;
- e) az értékpapírt a kibocsátó, illetőleg kapcsolt vállalkozása bármelyikük munkavállalójának, vezető tisztségviselőjének, felügyelőbizottsági tagjának, illetve volt munkavállalójának, vezető tisztségviselőjének és felügyelőbizottsági tagjának ajánlja fel, értékesíti, illetőleg juttatja, ha a kibocsátó valamely értékpapírja valamely szabályozott piacra már be van vezetve.

A Tpt. 16. §-a rendelkezései alapján, értékpapír zártkörű forgalomba hozatala során a kibocsátó, illetve a forgalmazó köteles biztosítani, hogy minden befektető ugyanazokat a lényeges, a kibocsátó piaci, gazdasági, pénzügyi, jogi helyzetének és várható alakulásuknak, valamint az értékpapírhoz kapcsolódó jogoknak a befektetők részéről történő megalapozott megítéléséhez szükséges információkat megkapja, ideértve azokat az információkat is, amelyek a befektetőkkel személyesen folytatott megbeszélések keretében merültek fel.

Végül, a Tpt. 17. §-a szerint, értékpapír zártkörű forgalomba hozatalát a forgalomba hozatali eljárás lezárását követő 15 napon belül a kibocsátó köteles a Felügyeletnek bejelenteni. Ha valamely értékpapírt nem a nyilvános forgalomba hozatalra vonatkozó szabályok szerint hoztak forgalomba, a Felügyelet a kibocsátótól vagy az ajánlattevőtől kért rendkívüli adatszolgáltatás keretében ellenőrizheti, hogy a forgalomba hozatal a 14. §-ban foglaltak szerint zártkörű forgalomba hozatalnak minősült-e. Semmis az értékpapír adásvételére kötött szerződés, ha az értékpapírt nem a nyilvános forgalomba hozatalra vonatkozó szabályok szerint hozták forgalomba és a forgalomba hozatal nem felelt meg a zártkörű forgalomba hozatal feltételeinek. A befektetőknek okozott kárért a kibocsátó és a forgalmazó egyetemlegesen felel. Zártkörű forgalomba hozattal kapcsolatban készített bármely írásos dokumentumban feltűnő módon fel kell tüntetni a forgalomba hozatal zártkörű voltát.

II.12.2. A részvénytársaság létesítő okirata

Az alapszabály a részvénytársaságok létesítő dokumentuma. A zártkörűen és nyilvánosan működő részvénytársaságok jelentősen eltérnek egymástól, ennek megfelelően a zártkörű formációk esetén az alapszabály kontraktuális vetülete kerül előtérbe, míg nyilvános részvénytársaságok esetében az érdekartikuláció garanciális jellege erősödik.

A Ptk. leegyszerűsíti azt a terminológiai kérdéskört, amely elválasztotta egymástól az alapító okiratot (zártkörű alapítás), alapítási tervezetet és alapszabályt (nyilvános alapítás) és az új szabályozás már csak alapszabályról rendelkezik a részvénytársaságok esetében; még az egyszemélyes részvénytársaságok esetében is.

A Ptk. az alapszabály tekintetében 3:251. § (1) bekezdésében felsorolja, hogy a létesítő okiratra vonatkozó általános tartalmi elemeken túlmenően mit kell még kötelezően tartalmaznia az alapszabálynak. Az alapítással összefüggő legfontosabb kérdések eszerint három kategóriába sorolhatók: a részvények alapítók általi átvétele és az erre irányuló kötelezettségvállalás, valamint a részvények

megoszlása az alapítók között; az alapításkor kibocsátandó részvények száma, névértéke és kibocsátáskori értéke, valamint előállításuk módja; a közgyűlés összehívásának és a szavazati jog gyakorlásának módja. E három kategória az alapítói minőség, a részvényjog és a részvényesi joggyakorlás szempontjából fontos. Ezen felül az alapszabály kötelező tartalmi eleme az első könyvvizsgáló személyének megjelölése is.

A Ptk. 3:251. § (2) bekezdése felsorolja, hogy az alapítók egymás közötti kontraktuális alapszabályi rendelkezései milyen tárgykörökre eshetnek. A társasági jog diszpozitív jellegéből adódóan az alapszabályi rendelkezések köre természetesen jóval tágabb lehet. Miután pedig a Ptk. 3:329. § (1) bekezdésére tekintettel a részvénytársaságok olyan elsőbbségi részvényeket is kibocsáthatnak, melyek esetében az elsőbbségi jog tartalma eltér a törvényben felsorolt elsőbbségi részvények által megtestesített jogosultságoktól, különösen lényeges, hogy rendelkezzenek az ilyen elsőbbségi jog pontos tartalmáról is. Erre utal a 3:251. § (2) bekezdés b) pontja is, amely az egyes részvényfajtákhoz, részvényosztályokhoz, illetve részvénytársaságokhoz kapcsolódó jogokról való rendelkezés jelentőségét hangsúlyozza.

II.12.3. A nem pénzbeli hozzájárulás

A Ptk. megváltoztatja a 2006. évi Gt. megközelítését az apport mértékének tekintetben. Amíg a 2006. évi Gt. nem írt elő a pénzbeli és nem pénzbeli hozzájárulás tekintetében semmilyen kötelező arányt, addig a Ptk. kimondja, hogy a pénzbeli hozzájárulás aránya nem lehet kevesebb az alaptőke harminc százalékánál [3:212. § (3) bekezdés]. A Ptk. ugyanakkor általánosságban fenntartja az apport tárgyának tekintetében a 2006. évi Gt. szabályozási szemléletét, melyről általános érvennyel mondható el, hogy a befektetőknek nagyobb mozgásteret enged, mint a megelőző társasági törvények korlátozásai.

A nem pénzbeli hozzájárulás szolgáltatásának esetén az alapszabályhoz mellékelni kell a könyvvizsgáló vagy szakértői jelentést az apport értékéről. A jelentésnek nyilatkozatot kell tartalmazni arra vonatkozóan, hogy az apport értéke egyensúlyban van az ellenértékként átadott részvények számával és névértékével. Az ilyen jelentést meg kell küldeni a cégbíróságnak is, és közzé kell tenni a Cégbizonylatban. Ugyanakkor nem szükséges ilyen jelentést mellékelni akkor, ha az apportot szolgáltató részvényesnek a szolgáltatás időpontjához képest három hónapnál nem régebbi könyvvizsgáló által ellenőrzött beszámolója alapján megállapítható az apport értéke, illetve tőzsdén jegyzett árral rendelkező apport esetében sem.

A Ptk. ez irányú intézkedése nem tartalmaz pontos iránymutatást arra nézve, hogy a társaság cégbíróság általi bejegyzése megtagadható-e akkor, ha a jelentésben a könyvvizsgáló értékelés egyensúlytalanságot állapít meg az apport és az átadott részvények értéke tekintetében. Mindazonáltal a Ptk. szabályozásának értelme szerint az ilyen egyensúly szükségesnek tűnik a bejegyzéshez, még akkor is, ha nincs olyan kifejezett rendelkezés, amely tiltaná a könyvvizsgálói vagy szakértői jelentés által aránytalannak nyilvánított apport elfogadását. Ezzel egyidejűleg a hitelezővédelmi szempontok és az apporttal összefüggő felelősségi szabályok kontextusában a bejegyzéshez szükségesnek tűnik az arányosság.

II.12.4. A részvénytársaság nyilvántartásba vétele

Hitelező- és befektetővédelmi megfontolásból, a cégbíróság általi nyilvántartásba vételre a részvénytársaságok esetében annak függvényében kerülhet sor, hogy a részvénytársaság ez irányú kérelme benyújtásáig a pénzbeli és nem pénzbeli hozzájárulás a Ptk. által előírt arányban befizetésre, illetőleg rendelkezésre bocsátásra került-e. Ez az arány a pénzbeli hozzájárulás esetén az alapítók által az alapszabályban átvenni vállalt részvények névértékének, illetve kibocsátási értékének huszonöt százalékát jelenti. Apport esetén a teljes értéket rendelkezésre kell bocsátani a bejegyzésig, de kivételt jelent, ha az apport aránya kevesebb, mint az alaptőke 25%-a.

A részvények névértéke viszonylatában fennmaradó pénzbeli hozzájárulás teljesítésére egy év áll rendelkezésre, míg az apport rendelkezésre bocsátására három év. Az apport szolgáltatásának határideje természetesen csak akkor három év, ha azt nem kell a bejegyzésig teljes egészében szolgáltatni.

A Ptk. ugyanakkor külön rendelkezik a teljesítési határidők kogens jellegéről, vagyis semmis az olyan alapszabályi rendelkezés, amely a felsoroltaknál későbbi határidőket ír elő. A jogbiztonság szempontjából lényeges, hogy a 3:252. § (3) bekezdés ezt külön kiemeli, de összhangban áll a 3:4. § (3) bekezdés b) pontjával is, amelyből önmagában is kiolvasható, hogy e határidők nem diszpozitívák, mert az azoktól való eltérés nyilvánvalóan aggályos lenne hitelezővédelmi szempontból.

II.13. Részvényesi jogok és kötelezettségek

A Ptk. 3:253. §-ának rendelkezése a részvényesek közötti egyenlőség (részvényesi demokrácia) védelme érdekében fekteti le az azonos részvénytartásban tartozó részvényekkel rendelkező részvényesek közötti hátrányos megkülönböztetés tilalmát a részvényesi jogok gyakorlásának tekintetében. Az ilyen megkülönböztetést tartalmazó alapszabályi rendelkezés ebből adódóan semmis.

A részvényesi minőség igazolása a részvényesi jogok gyakorlásának alapját jelenti. A joggyakorlás alapja a részvénykönyvbe történő bejegyzés, mely a Ptk. 3:254. § (1) bekezdése értelmében a részvény bemutatása, vagy a részvény letétbe helyezése igazolása, illetve tulajdonosi igazolás alapján válik lehetségessé. A részvény bemutatása ugyanakkor nem ad alapot a bejegyzésre akkor, ha a forgalmányi láncból kiderül, hogy a tulajdonos jogellenesen jutott az értékpapírokhoz.¹²⁰ Letéti igazolást nyomdai úton előállított részvényről állít ki az értékpapírletét kezelő, amely lehetővé teszi, hogy a tulajdonos részvényesi jogainak gyakorlásával egyidejűleg is letétben tarthassa. Dematerializált részvények esetében az értékpapírszámla vezetője állít ki tulajdonosi igazolást.

A Ptk. 3:254. § (4) bekezdése taxatíve sorolja fel, hogy milyen adatokat kell tartalmaznia a letéti és a tulajdonosi igazolásnak. Eszerint tartalmaznia kell a részvénytársaság cégnevét, a részvényfajtaját, a részvény darabszámát, az értékpapír letéti számla vagy értékszámra vezetőjének cégnevét és cégszerű aláírását, a részvényes nevét, lakóhelyét vagy székhelyét.

A letéti és tulajdonosi igazolás érvényessége a közgyűlés (vagy a megismételt közgyűlés) napjáig tart.

Amennyiben az értékpapírszámla-vezető az értékpapírszámlán a részvényre vonatkozó változást vezet át, úgy ezzel egyidejűleg vissza kell vonnia a részvényre vonatkozó tulajdonosi igazolást. Ugyanígy, ha az értékpapírletét-kezelő a részvényt a tulajdonos (vagy képviselője) rendelkezésére bocsátja, ezzel egyidejűleg köteles a letéti igazolást visszavonni.

Nyilvánosan működő részvénytársaság esetén a tulajdonosi igazolást szükségtelenné teheti, ha a jogosultság megállapítására tulajdonosi megfeleltetés útján kerül sor. A Tpt. 5. § (1) bekezdése 127. pontja fogalom meghatározása szerint, a tulajdonosi megfeleltetés a központi értéktár által az értékpapírszámla-vezetők közreműködésével végzett, a dematerializált részvény tulajdonosának azonosítását szolgáló eljárás.

A Ptk. külön rendelkezik a részvényesi jogok képviselő útján történő gyakorlásának lehetőségéről, ugyanakkor a vezető tisztségviselőket, a felügyelőbizottság tagjait és a könyvvizsgálót kizárja a képviselőket ellátó személyek köréből. A szabályozás szemléletmódja visszatükrözi a menedzsment és a tulajdonosok között információs aszimmetriát és esetleges érdekkülönbözöttséget, ugyanis a társaság vezető tisztségviselői és ellenőrző szervei a társaság működésével kapcsolatos belső információk birtokában vannak, melyek a részvényesek előtt adott esetben nem nyilvánosak. Emellett professzionális döntéshozatali eljárásuk nézőpontja a részvényesekétől lényegesen eltérhet.

¹²⁰ *A gazdasági társaságok nagy kézikönyve*. COMPLEX, Budapest, 2008. Szerk.: KISFALUDI András – Szabó Marianna. 1154. old. Lásd még: *Az új Ptk. magyarázata II/VI. Polgári jog – A jogi személy*, HVG-ORAC, Budapest 2013. Szerk.: SÁRKÖZY Tamás. 277. old.

A Ptk. a leadott szavazatok és a megtett nyilatkozatok vonatkozásában semmisségi okként jelöli meg, ha a részvényt több képviselő képviseli és az általuk leadott szavazatok vagy az általuk tett nyilatkozatok egymástól eltérőek.

Részvényesi meghatalmazott bízható meg azzal, hogy a részvényesi jogokat saját nevével gyakorolja a részvénytársasággal szemben. Ugyanakkor részvényesi meghatalmazotti jogállása jellege eltér a Ptk. 3:255. § (1) bekezdésében megjelölt képviselőjétől. A részvényesi meghatalmazotti minőség ugyanis bizományi jellegű jogviszonyon alapul, míg a képviselői minőség megbízási jogviszonyon. A részvényesi meghatalmazott joggyakorlása a részvénykönyvbe történő bejegyzés után válik lehetségessé, míg a képviselő esetében erre nincs szükség.

A közgyűlésen való részvétellel összefüggő részvényesi jogokat, mint a részvétel, a felvilágosítás kérése, észrevétel- és indítványtételi, valamint szavazati jog, a Ptk. 3:257. §-ában deklarálja. E jogosultságok a gyakorlatban csak szűk terjedelemben korlátozhatók és az alapszabályban érvényesen nem zárhatók ki. Ugyanakkor a felvilágosításhoz való jog a részvényes oldaláról kiegészül az ahhoz kapcsolódó titoktartási kötelezettséggel.

A Ptk. általánosan fogalmaz, amikor kimondja, hogy az igazgatóság a részvényes kérésére köteles a napirendi pont tárgyalásához szükséges tájékoztatást megadni. A részvényesi információs jogosultságot a Ptk. 3:258. § (1) bekezdése egyértelműen korlátozza a napirendi pont tárgyához szükséges információk körére, sőt a jog gyakorlását időben is korlátozza a közgyűlés előtt legalább 8 nappal benyújtott írásbeli kérelmekre. Nehezebb gyakorlati problémát vet fel, hogy hol húzódik meg a tájékoztatási kötelezettség korlátja abban az esetben, ha a részvényes tájékoztatáshoz való joga ütközik a társaság üzleti titkaihoz fűződő érdekeivel (tehát a társasági érdekekkel). A társasági érdekeit ugyanis az igazgatóság abban az esetben sem veszélyeztetheti, ha ezzel egyidejűleg jogszabályban előírt tájékoztatási kötelezettségének tesz eleget. Az igazgatósági beszámoló és a felügyelőbizottsági jelentés lényeges adatait a közgyűlést megelőzően legalább 15 napon belül kell a részvényesek tudomására hozni.

A részvényesek tájékoztatáshoz való joga nem korlátozható és nem zárható ki az alapszabályban, amennyiben erre mégis sor kerül úgy az alapszabály ez irányú rendelkezése semmis.

A Ptk. a napirend kiegészítésére vonatkozó jogot a részvénytársaságokra nézve külön szabályozza a 3:259. §-ban. E szabályozás koncepciója szerint a napirend kiegészítésének joga részvénytársaságok esetén a részvényesek kisebbségének automatikusan gyakorolható jogosultsága, pontosabban erre irányuló javaslatukat elfogadottnak kell tekinteni akkor, ha az megfelel a jogszabályban előírt formai feltételeknek. Az (1) bekezdés értelmében a zártkörűen működő részvénytársaságok esetén a kisebbségi jogok automatikus gyakorlásának általános feltétele, vagyis a szavazatok legalább 5%-os hányada jogosítja a tagokat arra, hogy a napirend kiegészítésére olyan javaslatot tehessenek, melyet egyúttal napirendre tűzöttnek kell tekinteni. Ezzel kapcsolatban csak két alaki feltételt jelöl meg a Ptk. Egyrészt, hogy a napirend részletességére vonatkozó szabályok e kiegészítő javaslatra nézve is irányadók. Másik részről, hogy a közgyűlési meghívó kézhezvételétől számított 8 napon belül e javaslatot a tagokkal és az igazgatósággal közölni kell.

A (2) bekezdés értelmében nyilvánosan működő részvénytársaságok esetén a szavazatok legalább egy százalékával rendelkező részvényesek tehetnek a napirend kiegészítésére vonatkozó javaslatot, vagy napirendi ponttal kapcsolatos határozattervezetet úgy, hogy arról az igazgatóság automatikusan vegyen fel hirdetményt, és e hirdetményben megjelölt kérdést napirendre tűzöttnek kelljen tekinteni. A Ptk. ebben az esetben is csak alaki feltételeket támaszt. A napirend kiegészítésére vonatkozó javaslatnak a napirendre vonatkozó általános részletességi szabályoknak kell megfelelni. Emellett akár a napirend kiegészítésére vonatkozó javaslatról van szó, akár napirendi ponttal kapcsolatos határozattervezetről, azt közölni kell az igazgatósággal a közgyűlés összehívásáról szóló hirdetmény megjelenésétől számított 8 napon belül.

A (3) bekezdés garanciális rendelkezése biztosítja a kisebbségi részvényeseknek, hogy az (1) és (2) bekezdésben biztosított jogok gyakorlását az alapszabály ne köthesse szigorúbb feltételekhez. Ez egyrészt azt jelenti, hogy az alapszabályban nem lehet megállapítani a Ptk. által megjelölnél

magasabb szavazati arányt, mint e jogok gyakorlásának feltételét. Másik részről nem lehet e jogosultságok gyakorlására rövidebb határidőt előírni, mint a Ptk. által előírt határidő. Ha az alapszabály mégis így tenne, úgy e rendelkezés semmis.

A Ptk. 3:260. § (1) bekezdése deklaratív rendelkezés, mert bár általánosságban kimondja, hogy a részvény névértékével azonos arányú szavazati jogot biztosít, mégis az ettől eltérő esetek köréből csak azokat nyilvánítja semmisnek, amelyek a kívül esnek a jogszabály által meghatározott esetek körén. A 3:260. § (1) bekezdés által rögzített alapelv tulajdonképpen az „egy részvény, egy szavazat” elve, amely a valós befektetői és részvényesi demokrácia alapja, ugyanakkor az európai társasági jogi rendszerek által legtöbbször csak általánosan kinyilvánított (speciális szabályokkal áttörhető) szabály. A Ptk. szabályozási körében az érvényes kivételeket a szavazatelsőbbiséget megtestesítő elsőbbségi részvények jelentik, amelyek az elsőbbségi jog tényleges tartalmától függően testesíthetnek meg többszörös – de nyilvánosan működő részvénytársaságok esetén legfeljebb tízszeres – szavazati jogot.

A Ptk. 3:260. § (2) bekezdése a szavazati jog gyakorlásával kapcsolatban rögzít garanciális feltételt, előírva, hogy a részvényes csak akkor élhet ezzel a jogával, ha vagyoni hozzájárulását már teljesítette. A Ptk. egyértelműen kategorizál, amikor e rendelkezést a szavazáshoz való jog körében helyezi el, ebből ugyanis világosan kiderül, hogy más jogosultságok gyakorlásában a (2) bekezdés által meghatározott feltétel a részvényest nem befolyásolja. Ekképpen az sem tiltható meg a vagyoni hozzájárulás elmaradásának okán, hogy a részvényes a közgyűlésen részt vegyen. Ugyanakkor a 3:260. § (2) bekezdése által előírt szankció a vagyoni hozzájárulás elmaradásának természetesen nem az egyetlen jogkövetkezménye. Így természetesen a gazdasági társaságok közös szabályaival összhangban a 3:98. § rendelkezésének megfelelően a vagyoni hozzájárulás teljesítésének elmulasztása végső soron a tagsági jogviszony megszűnését vonja maga után.

A Ptk. 3:261. §-a meghatározza azokat a feltételeket, amelyek alapján a társaság kifizetést teljesíthet részvényeseinek, a társasági tagsági jogviszonyuk alapján. Ez természetesen azt jelenti, hogy nem tartozik e rendelkezés hatálya alá semmilyen kifizetés, ami nem a tagsági jogviszony alapján történik (például betéti kamat, biztosítási díj, nyugdíj stb.) Vonatkozik ellenben a rendelkezés az osztalékra, amely a tagsági jogviszony alapján történő kifizetések egyik leglényegesebb fajtája.

Az (1) bekezdés általánosságban rögzíti a tagsági jogviszony alapján történő kifizetések feltételeit (ide nem értve az alaptőke leszállításának az esetét). Eszerint a kifizetést csak a tárgyévi adózott eredményből, illetve a szabad eredménytartalékkal kiegészített tárgyévi adózott eredményből lehet teljesíteni. Hitelezővédelmi megfontolásból természetesen akkor sem kerülhet sor kifizetésre, ha a részvénytársaság saját tőkéje nem éri el vagy a kifizetés következtében nem érné el a részvénytársaság alaptőkéjét, vagy ha a kifizetés veszélyeztetné a társaság fizetőképességét.

A (2) bekezdés egyértelművé teszi, hogy kifizetésnek minősülnek nem csak a pénzbeli, hanem a nem pénzbeli vagyoni juttatások is. Nem tartozik viszont a kifizetések körébe e rendelkezés szerint a dolgozói részvény, melynek bár fogalmi ismérve, a (2) bekezdés mégis kiemeli, hogy kedvezményesen vagy ingyenesen jut a munkavállalóhoz. Az alaptőke felemelése az alaptőkén felüli vagyonból is történhet. Ilyen esetben a társaság ingyenesen juttathat az új alaptőkehányadot megtestesítő részvényeket a részvényeseknek, de ezek a részvények is kivételt képeznek a (2) bekezdés által meghatározott kifizetések köréből.

A (3) bekezdés általános érvennyel tiltja, hogy a részvényesek számára részvényeik után kamat fizetésére kerüljön sor, de e rendelkezés vonatkozásában természetesen kivételt képeznek a kamatozó részvények, amelyeknek lényegi eleme, hogy a részvényest kamatra jogosítják. Lényeges ugyanakkor, hogy a (3) bekezdés a részvények után fizetett (és nem más jogosultság után járó) kamat kifizetését tiltja a részvényesnek.

Kisebbségvédelmi és hitelezővédelmi szempontból egyaránt garanciális a (4) bekezdés által biztosított jogosultság, amely biztosítja, hogy meghatározott kifizetést követően egy éves jogvesztő határidőn belül kínálkozik lehetőség e kifizetés jogszerűségének könyvvizsgáló által történő megvizsgálására. A könyvvizsgálót a nyilvántartó bíróság jelöl ki a részvényesek (tagok) vagy a hitelezők

kérelmére. Azok a részvényesek jogosultak kérelmezni a vizsgálatot, akik zártkörűen működő részvénytársaság esetén a szavazatok öt, nyilvánosan működő részvénytársaság esetén a szavazatok egy százalékával rendelkeznek. A hitelezők közül azok kérelmezhetik a vizsgálatot, akiknek a kifizetés időpontjában még nem esedékes követelése eléri az alaptőke tíz százalékát.

Az (5) bekezdés előírja az (1) bekezdés alapján jogszerűtlenül teljesített kifizetések visszafizetésének kötelezettségét. Lényeges ugyanakkor, hogy a visszafizetés feltételeként megjelöli, hogy azt a részvénytársaság felszólítására kell teljesíteni, és hogy a kifizetés (1) bekezdés szerinti jogszerűtlen jellegéről a részvényes tudott (vagy tudnia kellett volna).

A (6) bekezdés az egész 261. § előírásait kiterjeszti a nem tagsági jogviszonyon alapuló kifizetésekre, de csak azokra, amelyek a felelős társasági gazdálkodás követelményeivel nem egyeztethetők össze. Problémás lehet ugyanakkor igazolni a gyakorlatban, hogy meghatározott kifizetés prudens gazdasági megfontolás, vagy észszerű kockázatvállalási szempontok alapján történt-e.

Az osztalék olyan kifizetés, amely tagsági jogviszonyon alapul, így nyilvánvalóan csak akkor fizethető ki, ha általánosságban is fennállnak az ilyen kifizetések 3:261. § szerinti feltételei. Ugyanakkor a 3:262. § külön is rendelkezik az osztalékfizetés speciális szabályairól.

Az (1) bekezdés meghatározza, hogy csak a felosztható eredményből fizethető osztalék, mely a részvényest nem automatikusan illeti meg, hanem a közgyűlés határozatának függvényében. Az osztalék a részvényest a részvény névértékének arányában illeti, de természetesen ettől az elsőbbségi részvények által megtestesített osztalékelsőbbségi jogok eltérést biztosíthatnak. Osztalékra az a részvényes jogosult, aki a közgyűlési határozat időpontjában szerepel a részvénykönyvben. Noha az osztalék teljesítésére lehetőség kínálkozik nem pénzbeli juttatás formájában is, a Ptk. szerint erre csak az alapszabályi engedély esetén kerülhet sor. Ennek hiányában tehát az ilyen döntés nem tartozik a közgyűlés kompetenciájába. Az (1) bekezdés, hasonlóan a szavazati jog gyakorlásának szabályaihoz, rögzíti, hogy osztalékra csak a befizetett vagyoni hozzájárulás alapján jogosult a részvényes. A körülményes megfogalmazás ellenére a gyakorlatban ez természetesen azt jelenti, hogy csak azok után a részvények után teljesíthető osztalék, amelyeknek névértékét vagy kibocsátási értéket már teljes egészében befizették.

A (2) bekezdés, tekintettel az egyes elsőbbségi részvényosztályok által megtestesített osztalékelsőbbségi jogok védelmére, külön kimondja, hogy a teljes (1) bekezdés alkalmazására csak e jogok figyelembevételével kerülhet sor. Az osztalékelsőbbséget biztosító jogosultságok figyelembevételének e (2) bekezdésből is kiolvasható feltétele, hogy azoknak a tartalmát az alapszabályban pontosan meg kell határozni.

II.13.1. Osztalékkelőleg

A közgyűlés vagy az alapszabály felhatalmazása alapján az igazgatóság két, egymást követő beszámoló elfogadása közötti időszakban osztalékkelőleg fizetéséről határozhat, ha:

- a) a közbenső mérleg alapján megállapítható, hogy a társaság rendelkezik osztalék fizetéséhez szükséges fedezettel;
- b) a kifizetés nem haladja meg az utolsó beszámoló szerinti üzleti év könyveinek lezárása óta keletkezett eredménynek a megállapított, illetve a szabad eredménytartalékkal kiegészített összegét; és
- c) a társaságnak a helyesbített saját tőkéje a kifizetés folytán nem csökken az alaptőke összege alá.

Osztalékkelőleg fizetéséről az igazgatóság javaslata alapján lehet határozni. Ha a társaságnál felügyelőbizottság működik, az igazgatóság javaslatához a felügyelőbizottság jóváhagyása szükséges.

Ha az osztalékkelőleg kifizetését követően elkészülő éves beszámolóból az állapítható meg, hogy osztalékfizetésre nincs lehetőség, az osztalékkelőleget a részvényesek a társaság felhívására kötelesek visszafizetni.

Az osztalékelőleg a részvényes javára történő kifizetés, mely megelőzi az osztalékfizetést, így a kifizetésével egyidejűleg függőben maradhat annak kérdése, hogy a társaság végül osztalék fizetésére alkalmas helyzetben lesz-e. Osztalékelőleg fizetéséről két beszámoló elfogadása közötti időszakban a Ptk. 3:263. § (1) bekezdése szerint az igazgatóság határozhat, azonban erre csak a közgyűlés vagy az alapszabály felhatalmazása alapján kerülhet sor.

Emellett az (1) bekezdés a)-c) pontokban további feltételeket rögzít, melyek garanciális követelmények, hogy a társaság vagyoni helyzetét a kifizetés ne veszélyeztesse. Ennek körében lényeges, hogy a közbenső mérleg alapján megállapítható legyen, hogy a társaság rendelkezik osztalék fizetéséhez szükséges fedezettel. Emellett csak az utolsó beszámoló szerinti üzleti év könyveinek lezárása után keletkezett eredményekből fizethető osztalékelőleg (illetve a társaság szabad eredménytartalékából). Végül, a társaság ily módon helyesbített saját tőkéje a kifizetés eredményeként nem csökkenhet az alaptőke összege alá.

Mivel az osztalékelőleg kifizetés megelőzi az osztalékfizetést előfordul, hogy később kiderül, mégsem állnak fenn az osztalékfizetés feltételei. A (3) bekezdés értelmében az osztalékelőleg ilyenkor visszakövetelhető, pontosabban a részvényes a társaság felhívására köteles azt visszafizetni. Jelentős különbség tehát az osztalék és az osztalékelőleg között, ez utóbbi visszakövetelhető jellege.¹²¹

II.13.2. A vagyonszerzés feltételei

A Ptk. 3:264. §-a garanciális jellegű szabályokat tartalmaz a részvénytársaság és a részvényes közötti vagyonátruházási szerződés vonatkozásában. A rendelkezés célja, hogy a társasági vagyon részvényesre történő átruházása ne csökkenthesse a társaság vagyonát, és ne veszélyeztethesse más részvényesek érdekeit. E korlátozások körét a Ptk. olyan nyilvános részvénytársaságokra határozza meg, amelyek működése a bejegyzést követően még nem érte el a két éves terminust. Szintén meghatározásra kerül, habár csak a (4) bekezdésben, hogy a 264. § alkalmazásában csak az minősül részvényesnek, aki a nyilvánosan működő részvénytársasággá alakulásról szóló határozat meghozatalának időpontjában a társaság részvényese, valamint a nyilvánosan működő részvénytársaság bejegyzését követően az a részvényes, aki a szavazati jogok legalább tíz százalékával rendelkezik.

Amennyiben vagyonátruházással járó szerződés esetén a társaság által teljesítendő ellenszolgáltatás elérné az alaptőke egytizedét, úgy az (1) bekezdés értelmében a szerződéskötéshez a közgyűlés előzetes jóváhagyó határozata szükséges. A Ptk. ennek során megfelelően alkalmazni rendeli a nem pénzbeli vagyoni hozzájárulás szabályait azzal, hogy a könyvvizsgálói vagy szakértői jelentést közzé kell tenni.

Amennyiben a társasággal a részvényes, illetve közeli hozzátartozója, továbbá olyan személy köt szerződést, amelyben a részvényes többségi befolyással rendelkezik, úgy szintén szükséges a közgyűlés előzetes jóváhagyó határozata.

A (3) bekezdés megállapítja azon kivételek körét, amikor nincs szükség a közgyűlés előzetes jóváhagyó határozatára. Ezeknek az eseteknek a köre a társaság tevékenységi körébe tartozó szokásos nagyságrendű szerződésekre, a hatósági határozattal és hatósági árverés útján történő tulajdonszerzésre, valamint a tőzsdei ügyletekre terjed ki.

Semmis az alapszabály olyan rendelkezése, amely a társaság által teljesített kifizetésekre az e fejezetben foglaltaknál a részvényesekre nézve kedvezőbb szabályokat állapít meg.

A 3:4. § általános diszpozitívítási klauzulájára tekintettel a 3:265. § garanciális szabálya rendelkezik arról, hogy semmis minden olyan alapszabályi rendelkezés, amely a társaság által teljesített kifizetésekre a részvényesek tekintetében kedvezőbb szabályokat állapít meg, mint a Ptk. XXXIV. Fejezetében foglalt rendelkezések.

¹²¹ *Az új Ptk. magyarázata II/VI. Polgári jog – A jogi személy.* HVG-ORAC, Budapest 2013. Szerk.: SÁRKÖZY Tamás, 285. old.

II.13.3. Kisebbségi jogok gyakorlása

A Ptk. 3:266. §-a a nyilvánosan működő részvénytársaságok működési körében a kisebbségi jogok gyakorlásának általános feltételét a kisebbség javára módosítja. A 3:103-106. § rendelkezéseihez képest, amelyek limitét 5%-ban határozzák meg, a 3:266. § a nyilvánosan működő részvénytársaságok körére nézve ezt 1%-ra módosítja. A rendelkezés indoka, hogy a nyilvánosan működő részvénytársaságok esetén a részvényesek (tagok) száma jóval magasabb, mint más gazdasági társaságok esetén, viszont a részvényesek közötti kapcsolat jellege távolabbi, ami összehangolt kisebbségi tagi fellépésnek is kevesebb teret enged.

II.13.4. A részvényes kötelezettségei

A Ptk. 3:267. § (1) bekezdése a részvényes kötelezettségét abban jelöli meg, hogy a köteles az általa átvett, illetve jegyzett részvények névértékének, illetve kibocsátási értékének megfelelő vagyoni hozzájárulást a részvénytársaság rendelkezésére bocsátani. Ezt akkor kell megtennie, amikor az igazgatóság az alapszabályban meghatározott feltételek szerint erre felszólítja. Ugyanakkor a felszólítást megelőzően is jogában áll eleget tenni e kötelezettségének.

Amennyiben a részvényes tagsági jogviszonya amiatt szűnik meg, mert nem teljesíti vagyoni hozzájárulását, úgy elképzelhető, hogy az átvenni vállalt, vagy jegyzett részvények után a vagyoni hozzájárulást más teljesíti. Abban az esetben viszont, ha erre sem kerül sor, csökkenteni kell az alaptőkét a részvényes által vállalt vagyoni hozzájárulás mértékével. A (4) bekezdés kissé pontatlanul késedelembe esett részvényesről beszél, pedig a tagsági jogviszony ebben az esetben már megszűnik. E rendelkezés szerint az olyan részvényesnek, akinek a tagsági jogviszonya azért szűnik meg, mert vagyoni hozzájárulását nem teljesíti határidőre, már teljesített vagyoni hozzájárulásának már teljesített része az alaptőke leszállítását követően jár vissza, illetve akkor, ha a helyébe lépő részvényes a vagyoni hozzájárulását teljesíti.

II.14. A részvénytársaság szervezete

II.14.1. A közgyűlés

A részvénytársaság legfőbb szerve a közgyűlés, azonban a közgyűlésre vonatkozó speciális szabályok vonatkozásában figyelemmel kell lenni arra, hogy a jogi személyek általános szabályai rendelkeznek a jogi személyek szervezetére és képviselőre vonatkozó általános szabályokról. E szabályozási körben a közgyűlés döntéshozó szervnek minősül (3:16-3:20. §). Emellett a gazdasági társaságok közös szabályai meghatározzák a legfőbb szerv működését, amely a gazdasági társaságok döntéshozó szervei (3:109-3:111. §). A közgyűlés így a társaságok legfőbb szerveinek egy fajtája, melynek külön szabályait tartalmazzák a Ptk. vonatkozó szabályai a részvénytársaság szervezetének vonatkozásában.

A Ptk. 3:268. §-a külön kiemeli, hogy a nyilvánosan működő részvénytársaságok esetében a vezető tisztségviselők, felügyelőbizottsági tagok, valamint vezető állású munkavállalók hosszú távú díjazásának és ösztönzési rendszerének irányelveit a közgyűlés határozza meg. A rendelkezés összhangban áll a nemzetközi szabályozás tendenciáival, amely a 2002-t követő globális vállalati javadalmazási botránysorozatra reflektál. A nemzetközi szabályozási tendenciák egymástól eltérő mélységben szabályozhatják a nyilvánosan működő részvénytársaságok javadalmazási gyakorlatának részvényesi (közgyűlési) kontrollját. Ebben a tekintetben a fő kérdés, hogy a javadalmazás és a motivációs rendszer meghatározása a menedzsment és az igazgatóság feladata-e, vagy pedig a részvényesi közgyűlésé. Európában Svájc 2013-ban népszavazáson foglalt állást az utóbbi megoldás mellett, mely a nemzetközi gyakorlatban a „say on pay” nevet viseli, és évenkénti közgyűlési szavazást jelent a

javadalmazásról. Az Európai Unió ajánlásaival 2004/913/EK és 2009/385/EK foglalta össze a javadalmazás legjobb gyakorlatára vonatkozó alapelveket. A Ptk. szabályozási körében a kizárólagos részvényesi döntéshozatal e tárgyban csak a nyilvánosan működő részvénytársaságokra vonatkozik és csak az irányelvek meghatározásában. Ez azt jelenti, hogy a kizárólagos döntéshozatali mechanizmus a Ptk. 3:268. § (2) bekezdése értelmében nem javadalmazásra és az egyes kifizetésekre, hanem a javadalmazási politikára terjed ki.

A Ptk. 3:268. § (3) bekezdése kivételt tesz a nyilvánosan működő részvénytársaságok esetében a 3:20. § rendelkezése alól, ugyanis ez utóbbi által felkínált lehetőséget, miszerint a létesítő okirat felhatalmazása alapján a tagok ülés tartása nélkül is határozhatnak, nyilvánosan működő részvénytársaságok esetében kizárja.

A 2006. évi Gt. 231. § (2) bekezdésével összehasonlítva, a Ptk. nem tartalmazza a kizárólagos közgyűlés hatáskörök felsorolását. Ez a változás az új szabályozás javára válik, tekintettel arra, hogy a Gt. korábbi terjedős szabályozása nem minősült taxatív felsorolásnak, és az alapszabály a kizárólagos hatáskörök számát egyébként is gyarapíthatta.

II.14.1.1. A közgyűlés összehívásának általános szabályai

A közgyűlés érvényesen meghívó útján hívható össze, amelyet annak elküldésével vagy közzétételével kell a meghívottakhoz juttatni. A Ptk. 3:17. § (2) bekezdése rendelkezik általánosságban a jogi személy döntéshozó szervét összehívó meghívó kötelező tartalmi elemeiről, amelyhez képest a 3:269. § a részvénytársaság közgyűlésének esetében további kötelező tartalmi elemeket rögzít.

Ezzel összhangban meg kell határozni a közgyűlés megtartásának módját, tekintettel arra, hogy a Ptk. 3:280-3:281. §-a konferencia-közgyűlés megtartását is lehetővé teszi elektronikus hírközlő eszközök igénybevételeivel.

A meghívóban szerepelnie kell a szavazati jog gyakorlásához szükséges – az alapszabályban előírt – feltételeknek, például a részvényesi minőség igazolása módjának.

Fel kell tüntetni a meghívóban, hogy a közgyűlés határozatképtelensége esetén a megismételt közgyűlést hol és milyen időpontban tarja meg a részvénytársaság.

II.14.1.2. A közgyűlés kötelező összehívásának esetei

A Ptk. 3:270. § (1) bekezdése rendelkezik a közgyűlés igazgatóság általi kötelező összehívásáról. Erre akkor van szükség, ha a 3:270. § (2) bekezdése által felsorolt esetek valamelyike az igazgatóság bármely tagjának tudtára jut. Ezeknek az eseteknek közös jellemzője, hogy közgyűlési intézkedést vagy határozathozatalt igényelnek. A felsorolt esetek befektető- és hitelezővédelmi szempontból aggályos jellege indokoltá teszi, hogy az igazgatóság ilyenkor a felügyelőbizottságot is köteles értesíteni. Ugyanakkor zártkörűen működő részvénytársaságok esetében – tekintettel arra, hogy nyilvánosan működő társaságok esetében ennek lehetősége a Ptk. 3:268. § (3) bekezdésére figyelemmel kizárt – lehetséges, hogy az igazgatóság a megjelölt esetekben közgyűlés tartása nélkül kezdeményezzen határozathozatalt. Ebben a tekintetben 2006. évi Gt. szabályaitól eltérő megoldásról van szó, mert annak 245. § (1) bekezdése ilyenkor csak a közgyűlés összehívását engedélyezte.

Az alaptőke csökkenése, a saját tőke törvényi minimum alá csökkenése és a fizetéseképtelenséggel, valamint a vagyon fedezeti elégtelenségével kapcsolatos esetköröket, amelyeket a Ptk. 270. § (2) bekezdése a közgyűlés szabályai között határoz meg, a 2006. évi Gt. 245. § (1) bekezdése még az igazgatóságra vonatkozó szabályok között helyezte el, bár a tartalmukon lényegében nem változtatt. (Az igazgatóságnak a tartalmilag lényegében azonos esetekben a Gt. szabályainak alapján is a közgyűlést kellett összehívnia a szükséges intézkedések megtételének céljából.)

A részvényeseknek a Ptk. 3:270. § (1) bekezdésében megjelölt esetekben kötelessége olyan határozatot hozniuk (akár közgyűlésen, akár annak tartása nélkül), amely alkalmas az ilyen esetek megszüntetésére. A törvény nem határozza meg konkrétan, hogy milyen megoldásra kell gondolni, de a

3:270. § (1) bekezdésében megjelölt okok gazdasági természetére tekintettel olyanok képzelhetők el, amelyek a részvénytársaság tőkéjének helyreállítását, emelését szolgálják. E törvényi követelmény szempontjából nem is lényeges melyik lehetséges megoldás kerül alkalmazásra (például tőkeemelés új részvények kibocsátásával, tőkeemelés névérték feletti kibocsátással, tőkeemelés az alaptőkén felüli vagyon terhére stb.), sokkal inkább az, hogy az a törvényben meghatározott okot megszüntesse.

Amennyiben az ok megszüntetésére nem kerül sor, a döntési alternatíva a társaság egyesülése, szétválás, átalakulás, vagy jogutód nélküli megszűnése lehet. Természetesen ezeknek a megoldásoknak a hátterében is a 3:270. § (1) bekezdésében szereplő okok valamelyikének megszüntetése áll, tekintettel arra, hogy az alaptőke minimális összegének helyreállítása, illetőleg a vagyonvesztés következményeinek kivédése lehetséges a működési forma megváltoztatása vagy fúzió, illetve szétválás útján is. Amennyiben más megoldás nincs, a társaságjogutód nélküli megszüntetése marad az egyetlen alternatíva.

Amennyiben a 270. § (1) bekezdés a) pontja szerint meghatározott eset a közgyűlés befejezését követő 3 hónapon belül változatlanul fennáll, vagyis, amikor a részvénytársaság saját tőkéje veszteség következtében továbbra is az alaptőke kétharmadára csökkent, az alaptőkét mindenképpen le kell szállítani. Természetesen itt is figyelemmel kell lenni arra, hogy az alaptőke nem szállítható annak minimális összege alá és arra is, hogy a leszállításnak olyan mértékűnek kell lenni, hogy a megmaradt saját tőke eleget tegyen a törvényi előírásoknak.

II.14.1.3. A közgyűlés összehívásának speciális szabályai zártkörűen működő részvénytársaságnál

A zártkörűen működő részvénytársaságoknak általánosságban kevesebb tagjuk (részvényesük) van, mint a nyilvánosan működő részvénytársaságoknak, emiatt a közgyűlés összehívása esetükben könnyebb feladat. Ennek köszönhető, hogy a közgyűlés összehívásának speciális szabályait a Ptk. 3:271. §-a és 3:272. §-a elválasztja egymástól. Zártkörűen működő részvénytársaságok esetében a közgyűlés összehívása meghívó útján történik, 15 nappal annak kezdőnapját megelőzően. A közgyűlés meghívó küldése útján történő összehívása a zártkörűen működő részvénytársaságok személyegyesítő jellegét erősíti, ellentétben a közzétételi úton történő összehívással. A nyilvánosan működő részvénytársaságok esetén a közgyűlés meghívó útján történő összehívása az igazgatóságra megoldhatatlan adminisztratív terhet róna, de elvárható a zártkörűen működő társaságok esetén. Nem kizárólag azért, mert kevesebb részvényest kell meghívni, de azért is, mert a részvények tulajdonosai is ritkábban változnak. Azoknak a részvényeseknek, akik úgy kívánják, a meghívót elektronikus úton kell megküldeni.

II.14.1.4. A közgyűlés összehívásának speciális szabályai nyilvánosan működő részvénytársaságnál

A nyilvánosan működő részvénytársaságok közgyűlésének összehívása – tekintettel a részvényesek nagyobb számára – több időt vesz igénybe. A Ptk. ilyen esetben 30 nappal a közgyűlés kezdőnapját megelőzően teszi kötelezővé a meghívó közzétételét. Ellentétben a zártkörűen működő társaságokra vonatkozó szabállyal, melynek értelmében a tagok a számukra küldött meghívó útján értesíthetők, a nyilvánosan működő társaságok esetében a meghívót a társaság honlapján kell közzétenni. Ez a megoldás felel meg a nyilvános – és Ptk. szabályozási körében ezzel együtt szükségszerűen tőzsdei – társaságok gyorsan változó tulajdonosi struktúrájának, a részvényesek nagy számának, valamint annak a körülménynek, hogy a tőzsdei társaságok működésére vonatkozó információk a nyilvánosság számára is jelentősek. A fentiekből kiderül, hogy a Ptk. módosította a 2006. évi Gt. 303. § (1) bekezdésének rendelkezését, amely az alapszabály rendelkezésétől tette függővé, hogy a meghívó közzétételére a nyomtatott sajtó, vagy a társaság honlapja útján kerüljön sor, esetleg a két megoldás egyidejű alkalmazásával. Míg a Gt. vonatkozó szabályainak értelmezése szerint az összehívás módja alapvetően alapszabályi rendelkezéstől függött, addig a Ptk. szabályai szerint az alapszabály ez irányú rendelkezése csak kiegészítheti a honlapon történő közzététel kötelezettségét a nyomtatott sajtó útján történő közzététel lehetőségével. Az új szabály konzekvensebb a réginél, mert a nyomtatott

sajtó szerepe a nyilvánosságban a 2006-os szabályozás hatályosulásának időszakához képest visszatorzulóban van, a társaságok hivatalos honlapjai pedig egyre nagyobb látogatottságot érnek el, és a működésre vonatkozó információk tekintetében biztosabb igazodási pontot kínálnak. A 2013. évi CCLII. törvény egyes törvényeknek az új Polgári Törvénykönyv hatálybalépésével összefüggő módosításáról átdolgozva az eredeti normaszöveget, az (1) bekezdéshez csatolta, hogy a közgyűlésre szóló meghívónak tartalmaznia kell a napirend kiegészítésére való jog gyakorlásának feltételeit is, továbbá fel kell tüntetnie a határozattervezetek és a közgyűlés elé terjesztendő dokumentumok eredeti és teljes terjedelmű szövege elérhetőségének helyét. A Ptk. eredeti normaszövege e többlet-kritériumokat nem tartalmazta.

Külön esetét képezi a közgyűlések összehívásának, ha arra ellenséges társaságfelvásárlás (hostile takeover) miatt, vagy pedig annak sikeres lefolyása miatt kerül sor. Ezért a nyilvános vételi ajánlattal kapcsolatos részvényesi állásfoglalás okából összehívott, illetve a sikeres nyilvános vételi ajánlatot követően a befolyásszerző által összehívott közgyűlést 15 napon belül kell összehívni. A rendelkezés háttérében meghúzódó indok a befolyásszerző érdekeinek védelme, amely a nyilvános vételi ajánlat eredményességének függvényében az egyenlő piaci játéktér (level playingfield) védelme is. A nyilvános vételi ajánlat útján végbemenő vállalatfelvásárlás jellege szerint ellenséges felvásárlás, a részvénytársaságot (céltársaságot) irányító hivatalban lévő menedzsment azonban lépési előnyben lehet az ellenséges felvásárlóval (befolyásszerzővel) szemben és eredményesen alkalmazhat védekező eszközöket az eredményes ajánlattétellel szemben. Emiatt módosítja a Ptk. a közgyűlés összehívására rendelkezésre álló időkeretet a befolyásszerző javára, akár a részvényesi véleményezés, akár a már eredményes ajánlattétel utáni közgyűlés megtartása a cél.

II.14.1.5. Részvétel a közgyűlésen

Mind zártkörűen, mind pedig nyilvánosan működő részvénytársaságok esetében azok a részvényesek és részvényesi meghatalmazottak vehetnek részt a közgyűlésen, akiket a részvénykönyvbe a közgyűlés megkezdése előtt bejegyezték. Ugyanakkor különbséget tesz a Ptk. 3:273. § (1) és (2) bekezdése a bejegyzés legkésőbbi lehetséges időpontja tekintetében. Zártkörűen működő részvénytársaság esetében az alapszabály tartalmazhat ez irányú rendelkezést, de e legkésőbbi időpontot nem lehet a közgyűlés kezdő napját megelőző második munkanapnál korábban meghatározni. Az ettől eltérő alapszabályi rendelkezés semmis. Amennyiben a zártkörűen működő részvénytársaság alapszabálya nem rendelkezik e tárgyban, úgy a részvénykönyvbe történő bejegyzésre akár a közgyűlés megkezdéséig is sor kerülhet.

Nyilvánosan működő részvénytársaságok esetében a Ptk. kimondja, hogy a részvénykönyvbe történő bejegyzésre legkésőbb a közgyűlés kezdőnapját megelőző második munkanapon sort kell keríteni. Semmis az alapszabály ettől eltérő rendelkezése, ami azt jelenti, hogy ennél korábbi időpont nem határozható meg határidőként, később pedig már nem kerülhet sor a bejegyzésre.

A részvényesi jogok gyakorlásának jogosultja a részvénykönyvbe – annak lezárásának időpontjában – bejegyzett személy, amit nem változtat meg, ha a részvény átruházásra kerül a közgyűlés előtt. A részvényesi jogok gyakorlása, valamint a közgyűlésen való részvétel joga ennek megfelelően az átruházást követően is azt a személyt illeti, akinek a nevét a részvénykönyv tartalmazza.

Nem képezte a Ptk. eredeti normaszövegének a részét, hanem a 2013. évi CCLII. törvény módosító rendelkezései kapcsolták hozzá a 3:273. § (4) bekezdést. Ennek értelmében szűkül a nyilvánosan működő részvénytársaság joga ahhoz, hogy az alapszabály által megengedett postai úton gyakorolt szavazati jog gyakorlását feltételekhez kösse. Csak olyan feltétel szabható érvényesen, amely a részvényes személyazonosságának megállapítására szolgál.

A közgyűlési dokumentáció két legfontosabb, a Ptk. által nevesített eleme a jelenléti ív (3:274. §) és a jegyzőkönyv (3:278. §). A jelenléti ív a közgyűlés során a megjelent részvényesek (illetve képviselőik) nevét, lakóhelyét, székhelyét, részvényeik számát, valamint az őket megillető szavazatok számát és a közgyűlés időtartama alatt a személyükben bekövetkezett változást tartalmazó

dokumentum. Vezetésének célja, hogy rögzítse a határozatképeség, valamint a határozathozatali eljárás szempontjából lényeges adatokat. A jelenléti ívet a közgyűlés elnöke és a jegyzőkönyvvezető hitelesíti aláírásával. A közgyűlés elnöke és a jegyzőkönyvvezetés nem állandó társasági tisztségviselő jogviszony, hanem a legfőbb szerv meghatározott ülésének levezetésére irányuló feladatokat ellátó tisztségviselők.

Tekintettel a Ptk. belső szabályozási logikájára, a jogi személyekre vonatkozó általános szabályozásból kiderül (3:18. § (1) bekezdés), hogy a döntéshozó szerv (így a közgyűlés is) akkor határozatképes, ha azon részt vesz a leadható szavazatok több mint felét képviselő szavazásra jogosult személy.

A megismételt közgyűlés határozatképesége szempontjából már nincs ilyen követelmény, így az a jelenlévők által képviselt szavazati jog mértékétől függetlenül is határozatképes, ha azt a Ptk. 3:275. § (1) bekezdése által előírt határidőn belül hívják össze. A Ptk. szabályozása külön kizárja annak lehetőségét, hogy az alapszabály eltérjen a törvény által előírt határidőktől. A határidő nem lehet rövidebb 3 napnál (zártkörűen működő részvénytársaság esetén) és 10 napnál (nyilvánosan működő részvénytársaság esetén), valamint egyik esetben sem lehet hosszabb 21 napnál. A Ptk. által meghatározott időkeretek garantálják, hogy a megismételt közgyűlésen a részvényesek (és képviselőik) azon hányada is megjelenhessen (és ennek előfeltételeként értesülhessen a közgyűlés megismétlésének körülményéről), akik a közgyűlésen eredetileg nem jelentek meg.

A közgyűlés egy alkalommal, legfeljebb 30 napra felfüggeszthető, de ebben az esetben a közgyűlés folytatása – ellentétben a megismételt közgyűléssel – nem számít új közgyűlésnek. Ennek megfelelően nem változnak a határozatképeségre vonatkozó előírások sem azokhoz képest, mint amelyek az eredetileg megkezdett közgyűlésre vonatkoztak. A Ptk. 3:275. § (3) bekezdése ugyanakkor e szabálytól csak a nyilvánosan működő részvénytársaságok esetén tiltja meg az eltérést az alapszabályban. A jogértelmezés szempontjából ellentmondásos helyzetet teremt, hogy e rendelkezés tartalmából kiolvasható, hogy zártkörűen működő részvénytársaságok esetében az alapszabály eltérést kínálhat. Erre utal a zártkörű működés sajátosságainak megfelelően a tagok alacsonyabb létszáma. Ugyanakkor a Ptk. 3:18. § (1) bekezdése kimondja, hogy a határozatképeségi szabályt határozatonként külön vizsgálni kell. A megoldást az jelentheti, ha a Ptk. diszpozitivitást deklaráló 3:4. § (2) bekezdésével összhangban értelmezzük a kérdést. Kétséges lehet ugyan, hogy a 3:4. § (3) bekezdésében felsorolt érdekek védelme (érintettek védelme) kiterjed-e erre az esetre vagy sem, de mivel a 3:275. § (3) bekezdés csak a nyilvánosan működő részvénytársaságok esetén specifikálja a jogalkotói aggályokat, ezért alapos okkal következtethető, hogy a jogalkotói szándék nyitva hagyja a döntést a zártkörűen működő részvénytársaságok alapszabálya számára.

Mivel a felfüggesztett közgyűlés folytatása nem számít új közgyűlésnek, nem kell újra alkalmazni az összehívásra, valamint a tisztségviselők megválasztására vonatkozó szabályokat sem. A közgyűlés folytatására sor kerülhet a felfüggesztéséről szóló határozatban megjelölt időpontban, azoknak a tisztségviselőknek a közreműködésével, akiket eredetileg a felfüggesztett közgyűlésen megválasztottak. Az ő távolmaradásuk esetén viszont sor kerül az új tisztségviselők megválasztására.

II.14.1.6. A határozathoz szükséges többség

Miután a jogi személyek általános szabályai között a Ptk. 3:19. § (3) bekezdése lefekteti, hogy a döntéshozó szerv egyszerű többséggel hozza a határozatait, ezért a részvénytársaságra vonatkozó szabályok körében a határozathoz szükséges többség szabályait a 3:276. § már csak abban a terjedelemben szabályozza, ahol nem elégséges az egyszerű többség, hanem minősített többség szükséges. Az alapszabályban ennek ellenére meg lehet jelölni más esetköröket, melyek ilyen irányú rendelkezés esetén minősített többséget követelnek. Nem rendelkezhet viszont érvényesen az alapszabály arról, hogy a 3:276. § (1) bekezdésében felsorolt esetek a Ptk. által meghatározott minősített többségnél kisebb aránnyal (például egyszerű többséggel) kerüljenek elfogadásra.

A társaság működését jelentősen megnehezítheti, ha a döntéshozatali mechanizmus során egyetlen cél eléréséhez több – minősített többséghez kötött – közgyűlési határozatot kell meghozni. Elvi

lehetősége annak is fennállna ebben az esetben, hogy egymással ellentétes tartalmú határozatok szülessenek, például hiányozna a részvényesi szándék végrehajtásához szükséges határozat. A Ptk. emiatt rendelkezik úgy, hogy amennyiben alapszabályt módosító közgyűlési határozat születik az alaptőke leszállításáról vagy felemeléséről, a társaság tőkájének meghatározásáról, úgy nincs szükség külön közgyűlési határozatra az alapszabály módosításáról, hanem a határozat elfogadásával ez megadottnak tekintendő.

Nyilvánosan működő részvénytársaság esetén (amely a Ptk. szabályozási körében szükségszerűen a tőzsdei működést is jelenti) aránytalan nehézséget jelenthetne a létesítő okirat módosításához szükséges egyhangú határozathozatalra vonatkozó rendelkezés fenntartása, hiszen a részvényesek magas száma miatt a gyakorlatban akár kivitelezhetetlenné is válhat valamennyi szavazat megszerzése. A rendelkezés kissé feleslegesnek is tűnik, mert a Ptk. rendelkezéseiből sehol sem olvasható ki, hogy előírna egyhangú döntéshozatalt. Értelmet nyerhet viszont a szabály azokban az esetekben, ha a cél az ilyen irányú alapszabályi rendelkezés feloldása az alkalmazásán keresztül.

A közgyűlés határozata előtt az érintett részvénytársaságok részvényeseinek előzetes hozzájárulása szükséges abban az esetben, ha a részvénytársasághoz kapcsolódó jogot kíván hátrányosan módosítani a szóban forgó határozat. A részvénytársasághoz kapcsolódó jog hátrányos módosítása bármely fennálló jog ez irányú változását jelenti, és nem azt, hogy a határozat összességében hogyan módosítaná a részvényes pozícióját, például a fennálló jog megvonása vagy korlátozása mellett más jogosultságok nyújtásával, bővítésével.¹²² A mérlegelés és az előzetes hozzájárulás minden esetben az érintett részvénytársaságok részvényeseinek joga, gyakorlásának módjáról pedig az alapszabályban kell rendelkezni. A hozzájárulás hiányában nem hozható határozat a részvénytársasághoz kapcsolódó jogok korlátozásáról.

Az alapszabályban meghatározott módon történő hozzájárulás tekintetében a Ptk. nem rendelkezik az olyan rendelkezéseket, amelyek a szavazati jogot korlátoznák vagy kizárnák. Ebből az következik, hogy az érintett részvénytársaságok részvényesei minden esetben szavazhatnak az alapszabályban meghatározott előzetes eljárásban – kivételt csak a saját részvények jelentenek.

A Ptk. nyilvánosan működő részvénytársaságok esetében külön rendelkezik arról, hogy semmis az olyan alapszabályi rendelkezés, amely eltér a 3:277. § (1) bekezdés tartalmától. A zártkörűen működő részvénytársaságok esetében az alapszabály rendelkezhet eltérően is.

II.14.1.7. Jegyzőkönyv

A Ptk. 3:278. §-a előírja, hogy a közgyűlésről kötelező jegyzőkönyvet készíteni és rendelkezik a jegyzőkönyv kötelező tartalmi elemeiről is. A közgyűlés elnökének és a jegyzőkönyv vezetőjének aláírásán túl, a jegyzőkönyvet hitelesítenie kell egy erre a célra megválasztott, jelen lévő részvényesnek. A jegyzőkönyvet a részvénytársaság igazgatósága saját dokumentumai között köteles elhelyezni és megőrizni, a jelenléti ívvel együtt. A rendelkezés indokolt, mert a későbbiekben az igazgatóság bármely részvényes kérésére köteles kiadni a jegyzőkönyv másolatát vagy kivonatát.

A 2006. évi Gt. szabályaihoz képest változást jelent, hogy csak a nyilvánosan működő részvénytársaságok kötelesek a jegyzőkönyvet és a jelenléti ívet a nyilvántartó bíróságnak eljuttatni, a zártkörűen működők nem. Ezzel egyidejűleg megszüntette a Ptk. a jegyzőkönyvi kivonat benyújtásának lehetőségét, vagyis a 2006. évi Gt. szabályaitól eltérően a teljes jegyzőkönyvet el kell juttatni a nyilvántartó bírósághoz.

¹²² *Az új Ptk. magyarázata II/VI. Polgári jog – A jogi személy.* HVG-ORAC, Budapest 2013. Szerk.: SÁRKÖZY Tamás, 303-304. old.

II.14.1.8. Határozatok nyilvánosságra hozatala

A nyilvánosan működő részvénytársaság a közgyűlésen hozott határozatokat köteles nyilvánosságra hozni.

A nyilvánosan működő részvénytársaságok esetében a Ptk. nagyobb mértékű transzparenciát és szélesebb körű közzétételi kötelezettséget ír elő, mint zártkörűen működő társaságok esetében. Ennek megfelelően a közgyűlési határozatok nyilvános közzététele kötelező. Általános közzétételi kötelezettségnek a társaság honlapján történő közzététel tekinthető.

Figyelemmel a nyilvános működés tőkepiaci jogi vetületeire, a Ptk. által rögzített közgyűlési határozatokra vonatkozó közzétételi kötelezettség mellett, a Tpt. 34. § (4) bekezdése az értékpapírok nyilvános forgalomba hozatala kapcsán a kibocsátási tájékoztató közzétételének helyeként jelöli meg a következőket:

- a) legalább egy országos terjesztésű napilap;
- b) a kibocsátó és – ha van – a forgalmazó honlapja;
- c) annak a szabályozott piacnak, illetve multilaterális kereskedési rendszernek a honlapja, amelyen az értékpapírral kereskednek; vagy
- d) a Felügyelet honlapja, ha a Felügyelet nyújt ilyen szolgáltatást az e törvény szerinti közzétételi kötelezettség teljesítése céljából.

II.14.1.9. Konferencia-közgyűlés feltételei

A Ptk. 3:111. § (2) bekezdése általános lehetőséget teremt, hogy a legfőbb szerv ülésén a tag elektronikus hírközlő eszközök segítségével gyakorolja jogait, de azzal a feltétellel, ha a létesítő okirat biztosítja, hogy a tagok azonosítása, valamint közöttük a kölcsönös és korlátozásmentes kommunikáció biztosítva legyen. Ebből következik, hogy részvénytársaságok esetében csak akkor lehet konferencia-közgyűlést tartani, ha az alapszabály egyik részről biztosítja ennek lehetőségét, másik részről megállapítja szabályait.

A 3:280. § rendelkezik arról, hogy a részvénytársaság alapszabályának ez irányú rendelkezése esetén milyen szabályoknak kell érvényesülnie. Azokat a részvényeseket, akik a 3:280. § (1) bekezdése szerinti határidőben nem jelzik személyes részvételi szándékukat, úgy kell tekinteni, mint akik a közgyűlésen elektronikus hírközlő eszközök útján kívánnak részt venni.

A konferencia-közgyűléssel kapcsolatban felmerülő költségek nem terhelhetik a részvényeseket. Olyan működési és irányítási költségnek tekinthető, amelynek viselésére a Ptk. 3:280. § (2) bekezdése egyértelműen magát a társaságot kötelezi.

Kisebbségvédelmi szempontból lényeges kikötés, hogy amennyiben a szavazatok legalább 5%-ával együttesen rendelkező részvényesek ezt kérik, úgy nem tartható konferencia-közgyűlés. A kisebbségi joggyakorlás biztosítékainak más eseteihez hasonlóan (például 3:57. §, 3:103-106. §) a Ptk. ebben az esetben is az 5%-os együttes szavazati arányt határozza meg, ugyanakkor előírja, hogy a tiltakozást írásban kell benyújtani, a meghívó kézhezvételét követő 5 napon belül.

II.14.1.10. Konferencia-közgyűlés lebonyolítása

A konferencia-közgyűlés megnyitása előtt a közgyűlésen közvetlen személyes jelenléttel részt venni kívánó részvényesek részvényesi jogosultságát a részvénykönyv adatai alapján ellenőrizni kell. Alapszabályban vagy annak felhatalmazása alapján közgyűlési határozatban kell rendelkezni arról, hogy a közgyűlésen telekommunikációs kapcsolat útján részt vevő részvényesek személyazonossága miként ellenőrizendő, rendelkezni kell továbbá a szavazás módjáról és eredményének hiteles megállapításáról, a közgyűlés tisztségviselőinek megválasztásáról, valamint a részvényest megillető felszólalási és javaslattételi jog gyakorlásának feltételeiről.

A konferencia-közgyűlésen elhangzottakat és a hozott határozatokat hiteles módon úgy kell rögzíteni, hogy azok utóbb is ellenőrizhetőek legyenek. Ha a közgyűlésen elhangzottakról felvétel készült, a felvétel alapján jegyzőkönyvet kell készíteni, amelyet az igazgatóság hitelesít.

A konferencia-közgyűlés lebonyolítására vonatkozó szabályok változatlanul hagyják a részvénykönyv szerepét, amelynek adatai ebben az esetben is a részvényesi joggyakorlás alapját képezik. Ugyanakkor az alapszabályban (vagy alapszabályi felhatalmazáson alapuló közgyűlési határozatban) külön kell rendelkezni arról, hogy azoknak a részvényeseknek, akik elektronikus hírközlő eszközök útján vesznek részt a közgyűlésen, személyazonosságának ellenőrzése és részvényesi joggyakorlása miként történik.

A konferencia-közgyűlés esetén is fennáll a közgyűlési cselekmények és határozatok dokumentációjának követelménye, így az ott elhangzottakat és az ott született határozatokat hiteles és ellenőrizhető módon kell rögzíteni. A jegyzőkönyv készítésének feladata a konferencia-közgyűlés esetében is fennáll, abban az esetben is, ha az ott elhangzottakról felvétel készül. Ilyenkor a felvétel alapján kell jegyzőkönyvet készíteni, melyet az igazgatóságnak kell hitelesíteni – eltérően a Ptk. 3:278. § (2) bekezdésének a jegyzőkönyvre vonatkozó általános szabályaitól, melyek értelmében ezt az e célra megválasztott részvényes teszi.

II.14.2. Az ügyvezetés

II.14.2.1. Az igazgatóság összetétele, eljárása

A részvénytársaság esetében az ügyvezető szerv elnevezése igazgatóság (kivéve a nyilvánosan működő részvénytársaság egyszintű irányítási modellje esetén, ahol igazgatótanács működik.) A Ptk. 3:282. § (1) bekezdése az igazgatóság tagjainak számát három főben jelöli meg, de a 3:4. § diszpozitív klauzulája értelmében ettől felfelé természetesen el lehet térni. Külön kiemeli viszont a Ptk., hogy semmis az alapszabály rendelkezése, ha háromnál kevesebb tagú igazgatóság működését írja elő. Ez a koncepció szakít a 2006. évi Gt. szabályozási koncepciójával, ahol pontosan meghatározásra került, hogy részvénytársaság igazgatósága háromtól tizenegy tagot számlálhat. A Ptk. szabályai alapján éppen ezért nincs is korlátozva, hogy az igazgatóság legfeljebb hány főből állhat. Tekintettel azonban arra, hogy a vállalatirányítás hazai és nemzetközi gyakorlatában a tíz-tizenkettő feletti taglétszám felett működő igazgatóságok már túlméretezettnek számítanak, a vállalatirányítás gyakorlatán nem sokat változtat a szabályozás ilyen irányú módosítása. A túlzottan sok tagból álló igazgatóság (vagy igazgatótanács) munkája a gyakorlatban nehezebb lehet, az időbeli keretek kisebb teret engednek az egyes tagok szerepvállalásának, a testület összehívása, határozatképesége akadályokba ütközhet és a tagok nagyobb számára tekintettel, a társaság forrásait jobban megterhelheti az igazgatósági tagok összesített kompenzációjának mértéke. E szempontokra tekintettel, a gyakorlatban még akkor is érdemes átgondolni a nagy taglétszámmal működő igazgatósági struktúra alkalmazását, ha annak egyébként törvényi akadálya az új szabályozás tükrében nincsen.¹²³

A Ptk. szabályozási koncepciója ebben a tekintetben az angol társasági jog megoldásához közelít, ahol a társasági törvény szintén csak arról rendelkezik, hogy a részvénytársaság élén legalább két fő áll és a legjobb üzleti gyakorlatra vonatkozó (az értéktőzsde által implementált) ajánlások töltik ki valós tartalommal a jogszabályi kereteket.

A Ptk. 3:283. § (3) bekezdése értelmében az igazgatóság testületi szerv, ekként gyakorolja jogait és feladatait. Az eredeti normaszöveghez a 2013. évi CCLII. törvény hozzákapcsolta azt a rendelkezést is, hogy az igazgatóság tagjai képviseleti jogának korlátozása, megosztása, és nyilatkozatának feltételhez vagy jóváhagyáshoz kötése relatíve hatálytalan harmadik személyekkel szemben.

¹²³ Lásd: *OECD Principles of Corporate Governance*. 24. old.

Az igazgatóság elnökét maga választja az igazgatóság tagjai közül. Mivel az igazgatósági jogkörök és feladatkörök gyakorlása testületi jelleggel történik, ehhez igazodik a döntéshozatali eljárás is, melynek értelmében, mint testület, az igazgatóság döntéseit a jelen lévő tagok szótöbbségével hozza. Garanciális jellegű szabály, hogy semmis az alapszabály rendelkezése, ha ennél alacsonyabb arányt állapít meg. A nemzetközi vállalatirányítási gyakorlatból a magyar társasági jogba is beépült szabályról van szó, mely szavatolja, hogy az igazgatóságon belüli szűkebb személyi kör nem befolyásolhassa közvetlenül a döntéshozatalt. Ezt az alapelvet rögzíti a nyilvánosan működő társaságok gyakorlatában a UK Corporate Governance Code (B.1) és a (Deutscher Corporate Governance Kodex 4.2.1) ajánlása is.

II.14.2.2. Igazgatóság jogait gyakorló vezérigazgató

Zártkörűen működő részvénytársaság alapszabályának rendelkezése esetén az igazgatóság jogait vezető tisztségviselőként vezérigazgató gyakorolja.

Egyedül zártkörűen működő részvénytársaságok esetében nyílik lehetőség arra, hogy az alapszabály rendelkezése alapján egy személy – a vezérigazgató – gyakorolhassa az igazgatóság jogait, mint vezető tisztségviselő. A Ptk. ezzel fenntartotta a 2006. évi Gt. által már biztosított lehetőséget. E vezető tisztségviselői minőségben társasági jogi jogviszonyról van szó, nem alkalmazottként betöltött (munkajogi értelemben vett) igazgatói/vezetői minőségről.

A rendelkezés által biztosított lehetőség alapja, hogy a zártkörűen működő részvénytársaságok a nyilvánosan működőknél rendszerint egyszerűbb szervezeti és irányítási keretekkel rendelkeznek, kevesebb tagjuk (részvényesük) van és alacsonyabb tőkével működnek. A társaság irányítása ebből adódóan nem feltétlenül igényel testületi vezetést, a zártkörű tulajdonosi szerkezet aktívabb közreműködése pedig a menedzsmenten belüli hatalommegosztást sem teszi oly mértékben szükségessé, mint a nyilvánosan működő társaságok igazgatósága (és igazgatótanácsa esetén). E kérdés szempontjából megfelelő jogszabályi garancia, hogy egyszemélyi irányítás csak a részvényesek szándéka (alapszabályi rendelkezés) alapján jöhet létre.

II.14.2.3. Jelentés előterjesztése

Az igazgatóság által előterjesztett jelentés a befektető védelem és a tulajdonosi kontroll eszköze, amely szavatolja, hogy a részvényesek és a belső ellenőrzési funkciókért felelős felügyelőbizottság tagjai legalább a Ptk.-ban meghatározott időközönként (évente egyszer, illetve három havonta) tájékoztatást kapjanak a menedzsmenttől a társaság vagyoni helyzetéről és üzletpolitikájáról. Az évenkénti jelentési kötelezettség a közgyűlés felé azért nélkülözhetetlen, mert ennek hiányában a részvényesek nem nyerhetnének kellő tájékoztatást a mérleg elfogadásához és a nyereség felosztásáról történő határozathozatalhoz. A felügyelőbizottság tájékoztatása ennél gyakrabban, háromhavonta történik, ami a tulajdonosi kontroll intenzitásának érdekében fontos, bár az ehhez szükséges adatok a menedzsmenttől érkeznek. A nemzetközi vállalatirányítási gyakorlat megerősíti a rendelkezés jelentőségét, tekintettel arra, hogy a tőzsdei működés viszonylatában az angol UK Corporate Governance Code (C.1.1) és a Deutscher Corporate Governance Kodex (7.1.1) rendelkezése ugyanezt az ajánlást teszi a jegyzett társaságoknak.

Az alapszabály kötelezővé teheti, hogy az előírt (egy éves és három hónapos) időközönkénti jelentésnél gyakrabban készítsen jelentést az igazgatóság. Semmis viszont az alapszabály azon rendelkezése, amely a jelentési kötelezettséget kizárja, vagy korlátozza. A rendelkezés alkalmazása szempontjából természetesen korlátozásnak, mégpedig időbeli korlátozásnak minősül az is, ha az alapszabály rendelkezése a Ptk. által előírt időközöknél ritkábban írja elő a jelentés elkészítésének kötelezettségét.

II.14.2.4. Nyilvánosan működő részvénytársaságok egységes irányítási rendszerben

Hasonlóan a 2006. évi Gt.-hez, a Ptk. is specifikálja a nyilvánosan működő részvénytársaságokra vonatkozó irányítási szabályokat. A szabályozás tartalma nem változott meg. Habár a Gt. 308. § külön kiemelte, hogy a nyilvánosan működő részvénytársaság esetén nem állhat vezérigazgató a társaság élén, és nem működhet ügydöntő felügyelőbizottság sem, a Ptk. 3:285. §-ban ezt nem szükséges külön kiemelni: a 3:283. § eleve megjelöli a zártkörű működési formát a vezérigazgatói irányítás feltételeként, a 3:290. § (2) bekezdés pedig kizárja az ügydöntő felügyelőbizottság lehetőségét nyilvános működés esetére.

Ezzel szemben a Ptk. szabályozása szerint a nyilvánosan működő részvénytársaságoknak lehetősége van arra, hogy egyszintű (egységes, monista) irányítási modellel működjenek. A Ptk. ezzel fenntartja a 2006. évi Gt. által megteremtett lehetőséget arra nézve, hogy a részvényesek az angolszász típusú irányítási gyakorlatot kövessék. Szemben a kontinentális Európa kétszintű vállalatirányítási gyakorlatával, mely az irányító és ellenőrző funkciók testületi szétválasztásán alapul (igazgatóság/felügyelőbizottság), az angolszász egyszintű gyakorlat esetén csak egyetlen testület működik (az igazgatótanács), melynek működési keretei egyaránt kiterjednek az irányítási és ellenőrzési funkciókra.

Az egyszintű irányítási modell alkalmazásáról az alapszabálynak kell döntenie. A tulajdonosok többségének vállalatirányítási felfogása ekképpen 2006-ot követően már előnyben részesíthette az angolszász gyakorlatot. 2006-ot megelőzően viszont az angolszász vállalatirányítási megoldás a gyakorlatban nem tudta valós tartalommal kitölteni a jogszabály által kötelezővé tett felügyelőbizottság működését. Amennyiben az egyszintű irányítási modell alkalmazásáról rendelkezik az alapszabály, úgy a Ptk. előírja, hogy az igazgatótanács lássa el mind az igazgatóság, mind a felügyelőbizottság törvényben meghatározott feladatait. Előírja továbbá az igazgatótanácsra nézve az igazgatóságra vonatkozó szabályok megfelelő alkalmazását is.

A kétszintű irányítási modell esetében a felügyeleti funkciót és a társaság érdekeinek elsődlegességén alapuló szemléletet az igazgatótanács független, nem ügyvezető tagjai töltik be. Az ülésezés és a határozathozatali eljárás keretein belül ők testesítik meg a kritikai, külső nézőpontot is. A belső ellenőrzés személyi keretei viszont nem adnak lehetőséget munkavállalói részvételre, mert a független tagok nem lehetnek a társaság munkavállalói.

Az egyszintű irányítási gyakorlat jelentősége az európai vállalatirányítási gyakorlatban is megmutatkozik, így a Bizottság 2005/162/EK ajánlásában, mely a jegyzett társaságok ügyvezető igazgatóinak szerepére is kiterjed.

II.14.2.5. Az igazgatótanács összetétele

Az igazgatótanács legalább öt tagból áll (semmis tehát az olyan alapszabályi rendelkezés, amely ennél kevesebb tagot jelöl meg), több tagja azonban természetesen lehet a testületnek a 3:4. § diszpozitív klauzulája miatt, hiszen a Ptk. ezt külön nem tiltja. Külön tiltja viszont, hogy ötnél kevesebb tagot számláló igazgatótanács működjön, tehát ugyanaz a szabályszerűség érvényesül, mint az igazgatóság esetében. Mivel azonban az igazgatótanács nem csak irányító, hanem funkciót is ellátó testület, tagjainak minimális száma (öt) több mint az igazgatóságé (három).¹²⁴ Az optimális igazgatótanács létszám tekintetében a Budapesti Értéktőzsde Felelős társaságirányítási ajánlása 2.4.2 rendelkezése javasolja: „Javasolt, hogy az igazgatóság/igazgatótanács és a felügyelőbizottság tagjainak számát úgy határozzák meg, hogy a testületek a társaságirányítási és ellenőrzési funkciót a lehető legeredményesebben tudják ellátni. Az igazgatóság / igazgatótanács létszámának és összetételének megállapításakor a cél a megfelelő szakmai színvonal, a független tagok arányának és a költségek szintjének optimalizálása.” A rendelkezést gyakorlati alkalmazhatósága szempontjából megerősíti az angolszász vállalatirányítási tapasztalat is: a UK Corporate Governance Code B.1 rendelkezése ugyanis javasolja, hogy az

¹²⁴ KECSKÉS András: *Felelős társaságirányítás (Corporate Governance)*. HVG-ORAC, Budapest, 2011. 273-210. old.

igazgatótanácsnak elég nagyoknak kell lennie, hogy a társaság ügyvitelét ellássa, de nem lehet akkora, hogy az akadály legyen az ügyvitel szempontjából.

Az igazgatótanács az elnökét maga választja a tagjai közül. Tekintettel azonban a társasági jog diszpozitivitására és arra, hogy a Ptk. kifejezett tilalmat nem állít, nincs akadálya annak, hogy az igazgatótanács elnökét a közgyűlés válassza meg, az alapszabály ilyen irányú rendelkezése esetén. Ezt a jogalkotói szándékot látszik megerősíteni a korábbi szabályozás, a 2006. évi Gt. 309. § (1) bekezdésének hasonló tartalma is, mely ezt a lehetőséget külön rendelkezésben biztosította.

A Ptk. 3:286. § (2) bekezdése előírja, hogy az igazgatótanács tagjai többségének független tagnak kell lennie, ugyanakkor a függetlenség fogalmát a 3:287. §-ban rögzíti. Az ennél alacsonyabb arányt előíró alapszabályi rendelkezés semmis, de a 3:286. § (3) bekezdés mégis meghatároz egy esetet, mely kivételt képezhet: ha a társaság elismert vállalatcsoporthoz tartozó ellenőrzött társaság. Ilyen esetben a szabályozás azért megengedőbb, mert a gyakorlatban előfordulhat, hogy az önálló társasági érdekek egy része törvényesen szorul háttérbe a konszernérdekek mögött, így a társasági érdekek kritikai szempontú revíziója is veszít a jelentőségéből. A Bizottság 2005/162/EK ajánlása a független tagok arányának meghatározását tagállami feladattá teszi, abban támpontot nem ad, sőt kifejezetten megemlíti, hogy azt közösségi szinten nem kell pontosan előírni. A UK Corporate Governance Code a jegyzett társaságok igazgatótanácsában előírja, hogy az igazgatótanács legalább felének független tagokból kell állnia (eltérést csak kisebb társaságok esetén enged, de esetükben is legalább két független tagnak kell lennie).

II.14.2.6. Az igazgatótanács tagjainak függetlensége

A Ptk. 287. §-a rendelkezik az igazgatótanácsi tagok függetlenségének kritériumairól. Egyik részről az (1) bekezdés meghatározza, hogy a tag mikor független, másik részről a (2) bekezdés a)-h) pontban sorol fel olyan eseteket, amelyek a függetlenséget kizárják.¹²⁵

Az igazgatótanács-tagok függetlenségének jelentősége a nemzetközi és európai vállalatirányítási gyakorlatban is leképződik. A 287. § tartalma levezethető a Bizottság 2005/162/EK ajánlásából is, mely szerint „függetlenségen a lényeges összeférhetlenség hiánya értendő.” A UK Corporate Governance Code (B.1.1) rendelkezése azonban a nyilvános társaságok irányítási rendszerének viszonylatában felsorolás szerűen állít példákat azokról a körülményekről, melyek az igazgatói függetlenség ellen hatnak. Ennek a megoldásnak a Közösségi gyakorlat szintjén történő elfogadottságára utal a 2005/162/EK ajánlás is, amely rávilágít, hogy a legtöbb EU tagállam rendelkezik vállalatirányítási Ptk.-szel, amelyek a függetlenséget a leggyakrabban úgy értelmezik, mint a társaság vezetésével, ellenőrző befolyást gyakorló részvényeseivel, vagy magával a társasággal való szoros kapcsolatok hiányát. Az ajánlás azonban javasolja, hogy a tagállami szabályozás ismertessen példálózó jellegű felsorolást [és így tesz a Ptk. 287. § (2) bekezdése] arról, hogy milyen szituációk, kapcsolatok/körülmények eredményezhetnek összeférhetlenséget. Az ajánlás arra is utal, hogy a függetlenség meghatározása alapvetően az igazgatótanács feladata és a függetlenségi kritériumok alkalmazása során a tartalmi és nem a formai elemek a meghatározók. A 2005/162/EK ajánlás alapján arra következtethetünk, hogy a Ptk. 287. § (2) bekezdésének felsorolása sem taxatív, hanem példálózó jellegű. A Budapesti Értéktőzsde Felelős társaságirányítási ajánlása (2.4.2) vonatkozó javaslata szerint pedig „a nem operatív tagok számát úgy kell megállapítani, hogy biztosítva legyen, hogy véleményük, döntésük lényegesen befolyásolhassa az igazgatóság/igazgatótanács testületként meghozott döntését. (Operatív tagnak minősül az a személy, aki a társasággal, vagy a társaság leányvállalatának minősülő társasággal munkaviszonyban áll.)”

A Ptk. 287. § (3) bekezdése külön utal arra, hogy a függetlenség szempontjainak meghatározása során az alapszabály nem tartalmazhat enyhébb követelményeket, mint a Ptk. rendelkezései, pontosabban semmiesek az ilyen rendelkezések és érvényesen eltérni csak a szigorúbb megoldások irányában lehet.

¹²⁵ OECD Principles of Corporate Governance. 25. old.

II.14.2.7. Munkavállalói részvétel az igazgatótanácsban

A munkavállalói részvétel a társaság belső felügyelő szervében nem valósulhat meg olyan nyilvánosan működő részvénytársaságok esetében, amelyek az egyszintű irányítási modell alkalmazzák, mert az ilyen társaságoknak nincs felügyelőbizottsága, az igazgatótanácsban kialakított felügyeleti rezsimnek, viszont lényegi vonása, hogy az ellenőrző funkciót betöltő tagok (független tagok) nem lehetnek munkavállalók.¹²⁶

A Ptk. emiatt írja elő, hogy a részvételből eredő jogok gyakorlásának módjáról az igazgatótanácsnak és az üzemi tanácsnak kell megállapodnia. A megállapodásra a szerződések általános szabályai vonatkoznak. Ez a megoldás azonban csak a megállapodás létrejötte esetén jelent garanciát. Nem rendelkezik viszont a Ptk. arról, hogy milyen pontos következménnyel jár a megállapodás elmaradása. Mivel azonban a megállapodás hiányában a társaság működése nem felel meg a jogszabályoknak, a munkavállalói részvételi jogok megóvása érdekében törvényességi felügyeleti eljárás kezdeményezhető.

II.14.2.8. Felelős társaságirányítási jelentés

A 2006. évi Gt. 312. §-a szerint is köteles volt a részvénytársaság igazgatósága az éves rendes közgyűlés elé terjeszteni a felelős társaságirányítási jelentést (corporate governance report), melyben bemutatásra kerül a társaság irányítási gyakorlata. A Gt. ugyanakkor azokra a nyilvánosan működő részvénytársaságokra nézve állította fel ezt a szabályt, amelyek részvényei a Budapesti Értéktőzsdére kerültek bevezetésre. Ezzel szemben a Ptk. rendelkezéséből kiderül, hogy minden olyan – a hatálya alá tartozó – nyilvános részvénytársaságra nézve előírja a 3:289. §-ban foglalt kötelezettséget, amelyet tőzsdére bevezettek, tekintet nélkül a bevezetés helyére. Ez azt jelenti, hogy a megfelelő társaságirányítási gyakorlat bemutatása szempontjából a 3:289. § alkalmazásában a társaságnak nem a Budapesti Értéktőzsde Felelős társaságirányítási ajánlásához kell igazodnia, hanem annak a tőzsdének az ajánlásaihoz (például UK Corporate Governance Code, Deutscher Corporate Governance Kodex, stb.) ahol részvényeit bevezették.

A jelentést az éves közgyűlésen kell előterjeszteni, az elfogadásáról pedig maga a közgyűlés dönt. A részvénytársaság honlapján a határozatot és az elfogadott jelentést egyaránt közzé kell tenni.

A Ptk. 3:289. § (3) bekezdése kifejezetten megtiltja az alapszabályban történő eltérést a jelentés tekintetében, amennyiben az mégis úgy rendelkezne, az ilyen rendelkezés semmis.

II.14.3. Felügyelőbizottság, auditbizottság, könyvvizsgáló

II.14.3.1. A részvénytársaság felügyelőbizottsága

A részvénytársaságok felügyelőbizottsága tekintetében is háromszintű szabályozást léptet hatályba a Ptk., hiszen a jogi személyekre vonatkozó általános szabályok között (3:26-3:28. §), a gazdasági társaságok közös szabályai között (3:119-3:128. §), legvégül a részvénytársaságra vonatkozó speciális szabályok között (3:290. §) találhatók az irányadó rendelkezések.

A Ptk. nyilvánosan működő részvénytársaságok esetén kötelezővé teszi, kivételt csak az egységes irányítási rendszer jelenthet. A felügyelőbizottság kötelező létesítésének indoka, hogy a plurális részvényesi struktúrával, esetenként magas közkézhányaddal működő tőzsdei társaságokban a kisrészvényesek térben, időben elkülönülnek egymástól és a társaság napi üzletvitelének helyétől is. Kisrészvényesi pozíciójuk és adott esetben a kellő szakértelem hiánya tovább nehezítheti számukra, hogy a menedzsment felett hathatós kontrollt gyakorolhassanak. Emiatt a kétszintű vállalatirányítási rendszerben egyedül a felügyelőbizottság alkalmas arra, hogy érdekeiket megfelelően védje és hatékonyan ellássa a tulajdonosi ellenőrzés feladatát.

¹²⁶ KECSKÉS András: *Felelős társaságirányítás (Corporate Governance)*. HVG-ORAC, Budapest, 2011. 277-282. old.

Ugyanakkor a 3:290. § kiemeli, hogy a független tagok arányára és a függetlenségre vonatkozó szabályokat a kétszintű irányítási rendszer esetén a felügyelőbizottságra kell megfelelően alkalmazni. Ennek köszönhetően irányadók a 3:286. § és 3:287. § szabályai, összhangban a Közösségi szabályozással, a Bizottság 2005/162/EK ajánlásával, amely nem csak a társaságok nem ügyvezető igazgatóinak, de felügyelőbizottsági tagjainak szerepéről is szól.

A Ptk. 3:290. § (2) bekezdése a nyilvánosan működő társaságok teljes körére vonatkozóan kizárja az ügydöntő felügyelőbizottság alkalmazását. Ezzel a tilalommal a jogalkotó a felügyelőbizottság szerepét egyértelművé teszi, kifejezve, hogy nyilvános működés esetén csak ellenőrző funkciót gyakorolhat, amely garanciális okokból nem keveredhet össze az irányítási funkciókkal. Ezzel a rendelkezéssel a Ptk. egyben az igazgatóság tekintélyét és döntési kompetenciakörének teljességét is óvja, mely nyilvános működés esetében ily módon nem korlátozható.

A zártkörűen működő részvénytársaságnál általános esetben nem kötelező létrehozni a felügyelőbizottságot (kivéve természetesen, ha azt a jogi személyekre vagy a gazdasági társaságokra vonatkozó általános szabályok indokolják). Kisebbségvédelmi okokból azonban a 3:290. § (3) bekezdése úgy rendelkezik, hogy a kisebbségi jogok gyakorlásának általános társasági jogi kvótáját megegyezően, a szavazati jogok legalább öt százalékaival rendelkező részvényesek kérelmére kötelező felügyelőbizottság létesítése.

A 3:290. § (4) bekezdése külön utal arra, hogy az alapszabály rendelkezései nem térhetnek el a részvénytársaság felügyelőbizottságára vonatkozó törvényi szabályoktól. Amennyiben erre mégis sor kerül, úgy az ilyen rendelkezés semmis.

II.14.3.2. Auditbizottság

Az igazgatósági/igazgatótanácsi bizottságok (board committee) működtetése befektetővédelmi okokból a 2002-es globális vállalati botránysorozatot követően (Enron, Worldcom, Parmalat) követően a nemzetközi vállalatirányítási normák szerves részévé vált. Az Egyesült Államokban a 2002-es Sarbanes-Oxley törvény rendelkezett az audit, javadalmazási és kinevezési bizottságok szerepéről, de Európában a Közösségi szintű szabályozás, vagyis a 2005/162/EK ajánlás szintén kiemeli jelentőségüket. Emellett valamennyi értéktőzsde ajánlása is beszámol szükségességükről, úgy mint a UK Corporate Governance Code (A.1.2, B.1, C.3) rendelkezései és a Deutscher Corporate Governance Kodex (5.3) rendelkezései. E bizottságok – köztük az auditbizottság – funkciója, hogy saját területükön megfelelő szakértelem és kompetenciák birtokában és megfelelő összetételben segítsék az igazgatóság/igazgatótanács munkáját. Tagjaik az igazgatóság/igazgatótanács vagy a felügyelőbizottság tagjaiból kerülnek kiválasztásra – a nemzetközi szabályozási tendenciákkal összhangban – általában független tagokból.¹²⁷

A Ptk. külön nevesíti az auditbizottság létrehozásának kötelezettségét a nyilvánosan működő részvénytársaságok esetében, de ezzel párhuzamosan természetesen más (kinevezési, javadalmazási stb.) bizottságok is létrehozhatók. A 2005/162/EK ajánlás (10) bekezdése ezt a lehetőséget külön is javasolja, mikor úgy fogalmaz: „Az igazgatóság (felügyelőbizottság) rendelkezik azzal a felhatalmazással, hogy meghatározza azon bizottságok számát és felépítését, amelyeket szükségesnek tart saját munkájának megkönnyítéséhez...” Az auditbizottság a felügyelőbizottságot, illetve az igazgatótanácsot a pénzügyi beszámolórendszer ellenőrzésében, a könyvvizsgáló kiválasztásában és a könyvvizsgálóval való együttműködésben segíti.

A Ptk. 3:291. § (2) bekezdése úgy rendelkezik, hogy az auditbizottságot a közgyűlés választja, a felügyelőbizottság vagy az igazgatótanács független tagjai közül. A nemzetközi szabályozási tendenciával összhangban a Ptk. is úgy rendelkezik, hogy az auditbizottság legalább egy tagjának számviteli vagy könyvvizsgálói szakképesítéssel kell rendelkeznie. Az auditbizottság a 3:291. § (4) bekezdése értelmében három tagból áll, melytől felfelé el lehet térni, semmis viszont az alapszabály olyan rendelkezése, amely háromnál kevesebb tagú auditbizottság felállítását írja elő.

¹²⁷ OECD Principles of Corporate Governance. 55. old.

A 3:291. § (3) bekezdése megtiltja, hogy az alapszabály rendelkezései eltérjenek a Ptk. auditbizottságra vonatkozó szabályaitól. Amennyiben ezt mégis megteszik, úgy az ilyen rendelkezés semmis.

II.14.3.3. Könyvvizsgáló

Hasonlóan a felügyelőbizottságra vonatkozó szabályokhoz a könyvvizsgálóra vonatkozó szabályok tekintetében is három szintű szabályozást léptet hatályba a Ptk., a jogi személyek általános szabályai (3:38. §), a gazdasági társaságok általános szabályai (3:129-3:131. §) és a részvénytársaságokra vonatkozó speciális szabályok (3:292. §) között. A Ptk. a részvénytársaságokra vonatkozóan általánosan kötelezővé teszi ugyan a könyvvizsgáló működését, azonban csak a nyilvánosan működő részvénytársaságok esetében zárja ki, hogy az alapszabály eltérhessen ettől a rendelkezéstől. Amennyiben ezt mégis megteszi, úgy az ilyen rendelkezés semmis.¹²⁸

II.15. Az alaptőke felemelése

Az alaptőke felemelése során a társaság alapszabályában meghatározott alaptőke emelkedik meg, amelynek gazdasági funkciója a részvénytársaság vagyonnövekedésének kifejezése. Ez lényeges lehet a további működés növekvő tőkeigényeinek biztosítása szempontjából, mert a cégjegyzékben is követhető alaptőke megemelése a társaság hitelképességét javíthatja, a már meglévő hitelezők bizalmát elősegítheti. A Ptk. a 3:293. §-ban az alaptőke emelés általános szabályairól rendelkezik.

Az alaptőke felemelése közgyűlési hatáskör, ugyanakkor a közgyűlés az igazgatóságot is felhatalmazhatja e jogkör gyakorlásával (3:294. § (1) bekezdés), ez esetben viszont meg kell határozni a legmagasabb összeget, amelyre az igazgatóság az alaptőkét még felemelheti, valamint azt az időtartamot (legfeljebb öt év) amely alatt ezt megteheti. Az alaptőke felemelésével kapcsolatos döntéshozatalt a Ptk. azzal is megkönnyíti, hogy a 3:276. § (2) bekezdése szerint, amennyiben az alapszabály módosítására az alaptőke felemeléséről vagy leszállításáról hozott közgyűlési határozat végrehajtásával összefüggésben, az alaptőke nagyságának meghatározása céljából kerül sor, a közgyűlésnek az alapszabály módosítására vonatkozó jóváhagyó határozata az alaptőke felemelésével vagy leszállításával összefüggő közgyűlési határozat elfogadásával megadottnak tekintendő. Ebben az esetben tehát az alapszabály módosításának nehézségei nem képezhetik az alaptőke megemelésének akadályát.

A 2006. évi Gt. 250. § (2) bekezdésében foglaltakkal összhangban, a Ptk. 3:293. § (2) bekezdése is a tőkeemeléssel érintett részvényesek beleegyezéséhez köti a tőkeemeléstről történő határozathozatalt. Az érintett részvényesek hozzájárulása a határozat érvényességének feltétele, mert az ilyen határozat jelentősen befolyásolhatja a meglévő (például elsőbbségi) részvényesek helyzetét. A Ptk. kiemeli, hogy a külön hozzájárulásra az alapszabályban meghatározott módon kell sort keríteni, de az érintett részvényesek garanciális jogosultsága, hogy ebben az esetben nem alkalmazhatóak a részvényhez fűződő szavazati jog korlátozásának vagy kizárásának szabályai. Az alapszabály e (2) bekezdésben foglalt rendelkezéstől érvényesen nem is térhet el, ha pedig mégis megtenné, az ilyen rendelkezés semmis.

¹²⁸ MOLNÁR Gábor Lajos: *Bevezetés az angol társasági jogba*. BIP, Budapest, 2002. 286-287. old.

II.15.1. Az igazgatóság felhatalmazása alaptőke-emelésre

Az alaptőke feemelésének gyakorlati könnyítése céljából a Ptk., egyezően a 2006. évi Gt. 252. §-ában foglaltakkal, úgy rendelkezik, hogy a 3:294. § (1) és (2) bekezdésben foglaltak szerint a közgyűlés felhatalmazhatja az igazgatóságot az alaptőke feemelésére. Noha a Ptk. külön nem emeli ki, de a felhatalmazás tekintetében természetesen a rendelkezés hatálya alá esik mindenki, aki az igazgatóság jogkörében jár el, így az igazgatótanács és a vezérigazgató is. A felhatalmazás az igazgatóságot felhatalmazza, hogy döntsön azokban az alaptőke feemelésével kapcsolatos egyéb kérdésekben is, melyek a Ptk. vagy az alapszabály szerint a közgyűlés hatáskörébe tartoznak. Ebbe a körbe még – kizárólag az alaptőke feemelésével összefüggésben álló – alapszabály módosításról való döntések is beletartoznak. A 2006. évi Gt. 252. § (1) bekezdése még élt azzal a – nyilvánvalóan felesleges – kikötéssel, hogy a felhatalmazásra csak akkor kerülhet sor, ha az alapszabály nem zárja ki. A Ptk. ezt értelemszerűen elhagyja, hiszen amennyiben a felhatalmazás megadása és az alapszabály módosítása egyaránt közgyűlési hatáskör, így elviekben a két döntés viszonylatában egységes szándéknak kell fennállnia. Ezt látszik alátámasztani, hogy az 1997. évi Gt. 246. § (1) bekezdése még az alapszabály rendelkezési körébe utalta az igazgatóság felhatalmazását. Így az 1997-es és a 2006-os szabályozás közötti változás az alapszabályi rendelkezés és a közgyűlési határozati forma felcserélhető jellegére utal. A társasági jogi szabályozás diszpozitív jellegéből adódóan ugyanakkor az alapszabály most is szabadon rendelkezhet a 2006. évi Gt. által nevesített tilalomról.

A 2006. évi Gt. 252. § (3) bekezdése a felhatalmazásról hozott határozat közzétételét is megkövetelte, mégpedig a határozat meghozatalát követő 30 napon belül, a Cégbizonylatban. Ezzel szemben a Ptk. hasonló közzételési kötelezettségről nem rendelkezik, ami érthető, ha figyelembe vesszük, hogy a társaság külső jogviszonyai szempontjából az alaptőke emelése nem érintheti hátrányosan a hitelezői érdekeket.

II.15.2. Alaptőke-emelés új részvények forgalomba hozatalával

Amikor új részvények kerülnek forgalomba hozatalra, a részvénytársaság új vagyoni eszközökhöz jut, ráadásul ezek nem csak a már meglévő részvényesektől származhatnak, hanem kívülállók is szolgáltatják őket. A Ptk. nem emeli ki külön, hogy az új részvények zártkörűen és nyilvánosan kerülhetnek forgalomba hozatalra (ezt a 2006. évi Gt. 254. § (1) bekezdése megtette.) Ezzel szemben nyilvános részvény kibocsátásra, eltérően a 2006. évi Gt. szabályaitól, már csak a tőzsdei társaságok esetében kínálkozik lehetőség, mint ahogy a zártkörű működési forma megváltoztatása is csak a részvények szabályozott piacra történő bevezetésével mehet végbe.

A forgalomba hozatal szempontjából természetesen nem a Ptk., hanem a Tpt. tartalmaz részletes szabályozást, így figyelemmel kell lenni a Tpt. 14. § zártkörű forgalomba hozatalra vonatkozó szabályokra, valamint a 20-61. § szabályaira a nyilvános forgalomba hozatalról és a tájékoztatási kötelezettségről.

A Ptk. a tényleges gazdasági működőképesség szempontjából garanciális rendelkezést hoz, amikor kimondja, hogy csak abban az esetben kerülhet sor alaptőke-emelésre új részvények kibocsátása útján, ha a korábban forgalomba hozott összes részvény névértékét, illetve kibocsátási értékét befizették, valamint az apportot a részvénytársaság rendelkezésére bocsátották.

A Ptk. 3:296. § (1) bekezdése meghatározza, hogy az alaptőke új részvények kibocsátása útján történő feemelése során az erről szóló közgyűlési határozatban mit kell pontosan meghatározni. Ugyan-ezek a szabályok irányadók az igazgatóság alaptőke-emelést elrendelő határozatra történő felhatalmazása esetén az igazgatósági (igazgatótanács/vezérigazgatói) határozatra is.

A 3:296. § (2) bekezdése előírása a zártkörű forgalomba hozatal jellegéből adódik. Mivel a zártkörű alapítás és forgalomba hozatal során egyaránt előre meghatározott körben kerül sor valamennyi részvény átvételére, így ebben az esetben is meg kell jelölni a határozatban, hogy kik azok a személyek,

akiket a közgyűlés feljogosít a részvények átvételére. A (3) bekezdése rendelkezéseivel összhangban, csak olyan személy jelölhető meg a határozatban, aki kötelezettséget vállalt és erről nyilatkozatot tett. A Ptk. általánosan fogalmaz, amikor úgy rendelkezik, hogy a részvénytársaság a kötelezettségvállaló nyilatkozatban foglaltaktól nem térhet el. Ez azonban csak azt jelenti, hogy nem fogadhat el a nyilatkozatban vállalt apporttól eltérő szolgáltatást, vagy magasabb arányú befizetést. Nem köti viszont a közgyűlést, hogy a tőkeemelésben részt venni kívánó személy kötelezettségvállalási nyilatkozatot tett, és akár ilyen esetben is eltekinthet kijelölésétől, vagy a nyilatkozatban vállalt aránynál alacsonyabb arányú jegyzésre is korlátozhatja. Ugyanakkor meg kell jelölni a határozatban az egyes személyek által átvehető részvények pontos számát. Figyelemmel kell lenni arra, hogy a jegyzési elsőbbségre jogosultak elsőbbséget élveznek, így a közgyűlési határozatban szereplő személyek nem biztos, hogy élhetnek is a tőkeemelésben való részvétel és a részvényjegyzés jogával.

A Ptk. 3:296. § 4 (bekezdése) a nem pénzbeli vagyoni hozzájárulás értékelésére és az annak értékéért viselt felelősségre vonatkozó szabályokat rendeli alkalmazni a vagyoni hozzájárulások teljesítésének vonatkozásában. A 2006. évi Gt. vonatkozó szabálya (253. §) általánosabban, az alapítás szabályait rendelte megfelelően alkalmazni. A szabályozás változásában tehát a Ptk. az alkalmazandó szabályok szűkebb körét jelölte meg.

A 2006. évi Gt. 256. § (2) bekezdése úgy rendelkezett, hogy az alaptőke-emelésről szóló határozatot a keltétől számított 30 napon belül közzé kell tenni a Céglapban, a közzétételről pedig az igazgatóságnak kellett gondoskodnia. Változás a korábbi szabályozáshoz képest, hogy a Ptk. ezt már nem írja elő, de figyelemmel a 3:296. § (5) bekezdésre a nyilvánosan működő részvénytársaság esetén könyvvizsgálói vagy szakértői jelentést kell közzétenni az apport értékeléséről.

II.15.2.1. Az elsőbbségi jogok gyakorlása

A Ptk. a részvénytársaságok közgyűlésének általánosságban biztosítja a jogot, hogy az alapszabályban meghatározott feltételek szerint jegyzési jogot biztosító kötvények kibocsátásáról hozzon határozatot. A kötvények az alaptőke új részvények forgalomba hozatalával történő felemelése esetén a zártkörű forgalomba hozatalnál a részvények átvételére, nyilvános forgalomba hozatalnál jegyzési elsőbbségre jogosítják a kötvényeseket.

Pénzbeli hozzájárulással történő alaptőke-emelés esetében meg kell határozni a részvényesek, valamint az átváltoztatható, illetve jegyzési jogot biztosító kötvények tulajdonosai által gyakorolható elsőbbségi jog gyakorlásának sorrendjét és a jog gyakorlására rendelkezésre álló időtartamot (legalább 15 nap) az alapszabályban. Lényeges, hogy nem pénzbeli hozzájárulás esetében nem lehet alkalmazni a jegyzési elsőbbség szabályait, mert az apport személyhez rendelt vagyoni szolgáltatás (más az apportot nem szolgáltatathatja, sőt maga az apport is lehet kizárólagosan egyedi jellegű, például iparjogvédelmi oltalom alá eső kategória használata stb.)

Az alapszabályban kell rendelkezni arról, hogy az elsőbbségi jogosultakat a részvénytársaság hogyan tájékoztatja a 3:297. § (4) bekezdésében foglalt információkról.

Az alaptőke-emelés kétszintű folyamat, mely általános esetben két közgyűlésen megy végbe. Az első közgyűlésen elhatározás születik a tőkeemelésről, de a második közgyűlésen csak a (közgyűlés által) kijelölt személyek kötelezettségvállalása után születik határozat az alaptőke-emeléshez kapcsolódó alapszabályi rendelkezések módosításáról. Tekintettel arra, hogy a Ptk. a részvénytársaságokra vonatkozó alaptőke-emelési szabályokat nem választja szét zártkörű és nyilvános kibocsátásra vonatkozó külön szabályokra, a 3:298. § által kínált lehetőség (miszerint az alaptőke-emelésről ténylegesen határozó második közgyűlés elkerülhető) általánosságban indokolt, de természetesen minél plurálisabb tulajdonosi struktúra jellemez egy részvénytársaságot, annál lényegesebb a lehetőség gyakorlati alkalmazása, mert a közgyűlés megtartása annál nehezebb lehet.

Figyelemmel tehát a Ptk. 3:298. § (1) bekezdésének rendelkezésére, elkerülhető, hogy a második közgyűlés megtartásra kerüljön, oly módon, hogy az első közgyűlés feltételesen határoz az alapszabály módosításáról. Erre akkor kerülhet sor, ha a részvények átvételére jogosult személyek időben

tesznek nyilatkozatot a részvények átvételéről (zártkörű forgalomba hozatal esetén), illetve ha a részvényjegyzés eredményesen megy végbe (nyilvános kibocsátás esetén). A Ptk. egységes szabályozási koncepciójából adódóan az (1) bekezdés külön nevesíti e két esetet, így nincs szükség külön szabályokra a zártkörű és a nyilvános forgalomba hozatal tekintetében.

Amennyiben a feltételes alapszabály módosításra nem kerül sor, vagy az alaptőke emelés során olyan kérdésben kell határozni, amelyre a feltételes alapszabály módosítása nem tartalmaz megfelelő rendelkezést, úgy a második közgyűlés nem kerülhet el. A tőkeemelésről való tényleges döntést a második közgyűlésnek ebben az esetben a 3:298. § (3) bekezdése szerinti határidő lejártáig meg kell hoznia.

A Ptk. 3:298. § (3) bekezdése kiemeli, hogy az alaptőke felemelésével forgalomba hozott új részvények első ízben az alaptőke-emelés bejegyzésének üzleti éve után járó osztalékra jogosítják a tulajdonosaikat. Az eltérés a rendelkezés diszpozitív jellegéből adódóan nem kizárt.

II.15.2.2. Alaptőke-emelés megghiúsulása

Az alaptőke-emelés megghiúsulásáról akkor beszélünk, ha az alaptőke-emelést elhatározó közgyűlési határozatban kijelölt személyek a részvények átvételére nem vállaltak kötelezettséget, illetve nem került sor megfelelő arányban a részvények lejegyzésére. A Ptk. 3: 299. § (1) bekezdése meghatározza a megghiúsuláshoz szükséges deficit mértékét, ami akkor valósul meg, ha a tervezett összeg (illetve legkisebb összeg) nem áll össze az átvételi kötelezettségvállalással érintett, vagy lejegyzett részvények névértékéből, illetve kibocsátáskori értékéből. Tekintettel arra, hogy a Ptk. a zártkörű és a nyilvános forgalomba hozatalt egységesen szabályozza, az (1) bekezdés külön nevesíti a részvények átvételére irányuló kötelezettségvállalás elégtelenségét és a jegyzési eljárás sikertelenségét is.

A megghiúsult alaptőke-emelést a részvénytársaságot nyilvántartó cégbíróságnál kell bejelenteni a Ptk. 3:299. § (2) bekezdése szerinti határidő lejártáig.

II.15.3. Alaptőke-emelés az alaptőkén felüli vagyon terhére

Az alaptőkén felüli vagyon terhére történő alaptőke – emelés olyan zártkörű tőkeemelési mód, amelynek során az alaptőke-emelkedést megtestesítő részvények (ha kibocsátásra kerül sor) a társaság már meglévő részvényeseit illetik, részvényeik névértékének arányában. Ha nem új részvények kibocsátása útján megy végbe az alaptőke-emelés, akkor a részvényesek részvényeinek névértéke emelkedik meg. Az alaptőkén felüli vagyon terhére történő alaptőke-emelés esetében vagy az alaptőkén felüli vagyonnal, vagy annak egy részével emelkedik meg a társaság alaptőkéje. Új vagyoni eszközök szolgáltatására új befektetők által nem kerül sor. Az alaptőke-emelésnek ezt az esetét tehát tőkeszerkezeti átalakulásként foghatjuk fel. A Ptk. 3:300. §-ának rendelkezésére figyelemmel azonban akkor kerülhet csak sor az alaptőke-emelésre az alaptőkén felüli vagyon terhére, ha az előző üzleti évre vonatkozó beszámoló mérlege vagy a tárgyévi közbenső mérleg szerint a társaság rendelkezik olyan alaptőkén felüli vagyonnal, amely alaptőke-emelésre fordítható. Az alaptőkén felüli vagyon mértékét a beszámoló vagy a közbenső mérleg igazolja. Lényeges, hogy az így megemelt alaptőke nem haladhatja meg a helyesbített saját tőke összegét.

Tekintettel arra, hogy az alaptőke-emelés hogyan jelenik meg a részvényesek által tulajdonolt részvények vonatkozásában, a Ptk. 3:301. § (1) bekezdése előírja, hogy a közgyűlési határozatnak módosítania kell az alapszabályt [a 3:276. § (2) bekezdésére figyelemmel a hozzájárulás megadottnak tekintendő a tőkeemelésről szóló határozat elfogadásával] és meg kell határoznia, hogy az alaptőke-emelés új részvények kibocsátásával történik-e, vagy a részvények felülbélyegzése/kicserélése útján.

A Ptk. szabályaiból kiderül, hogy az alaptőkén felüli vagyon terhére történő tőkeemelés egy lépésben történő folyamat (ellentétben az újonnan forgalomba hozott részvények útján történő alaptőke-emeléssel).

A Ptk. 3:301. § (2) bekezdése, amely biztosítja, hogy az alaptőkét megtestesítő részvények a részvénytársaság részvényeseit ellenérték nélkül, részvényeik névértékének arányában illetik meg, garanciális szabály. Nehéz megítélni azonban, hogy ez kógens vagy diszpozitív szabály-e, tekintettel arra, hogy a Ptk. 3:4. § (3) bekezdése az eltérést csak arra az esetre tiltaná, ha a kisebbségi részvényesek jogai sérülnének egy esetlegesen eltérő alapszabályi rendelkezés által, eltérést tiltó törvényi kitélt pedig a 3:301. § (2) bekezdés nem tartalmaz. Ebből adódóan meg kell állapítanunk, hogy a szabály – a kisebbségi érdekek esetleges sérelmétől eltekintve – még úgy is diszpozitívnak tekintendő a Ptk. alapján, ha az attól való eltérés egyébként jelentős tulajdonosi érdeksérelmet okozhat.

II.15.3.1. Alaptőke-emelés dolgozói részvények forgalomba hozatalával

A dolgozói részvény a részvénytársaság munkavállalóinak motivációját célzó értékpapír, melynek kedvezményes megszerzésére az által nyílik lehetőség, hogy a társaság tulajdonosai (részvényesei) gazdasági engedményt tesznek a munkavállalók javára és a részvények kibocsátásának teljes vagy részleges ellenértékét a társaság alaptőkéen felül vagyonaából teljesítik, a részvényeket viszont a munkavállalók veszik át ellenérték nélkül, vagy kedvezményes feltételekkel. Természetesen alaptőke-emeléssel jár a dolgozói részvények kibocsátása is, csak a tőkeemelés forrása térhet el, annak függvényében, hogy a munkavállaló teljesít-e (kedvezményes) vagyoni hozzájárulást, vagy sem. A gyakorlatban számos példa van arra, hogy a munkavállalók csak jelképes ellenérték fejében jutnak hozzá a részvényeikhez.

A Ptk. 3:302. § (2) bekezdése úgy rendelkezik, hogy a dolgozói részvények forgalomba hozatalával történő tőkeemelés esetében az új részvények zártkörű forgalomba hozatalával kapcsolatos szabályokat, illetőleg az alaptőkéen felüli vagyon terhére történő tőkeemelés szabályait kell megfelelően alkalmazni. E (2) bekezdés által alkalmazni rendelt szabályokat természetesen a 3:236. § szabályaival összhangban kell alkalmazni.

II.15.3.2. Alaptőke-emelés átváltoztatható kötvények részvénné alakításával

A Ptk. 3:303. §-át koncepcionálisan átalakította a 2013. évi CCLII. törvény által eszközölt módosítása, mivel az eredetileg csak az átváltoztatható kötvényekről rendelkezett, de a módosított normaszöveg az átváltozó kötvényekre is kiterjed. Az átváltoztatható és az átváltozó kötvény (hasonlóan a többi kötvényhez), olyan értékpapír, amely hitelviszonyt testesít meg. A társaság forgalomba hozhatja zártkörűen és nyilvánosan egyaránt. Az átváltoztatható és az átváltozó kötvény lényege, hogy azt a kötvényes kérésére részvénné kell alakítani (átváltoztatható) vagy meghatározott feltétel mellett részvénné alakul (átváltozó). Ez utóbbi kitélt a 2013. évi CCLII. törvény által eszközölt módosítás a (3) bekezdésben külön kiemeli. Amikor a részvénytársaság átváltoztatható vagy átváltozó kötvényt bocsát ki, akkor amiatt kell határozni feltételes alaptőke-emelésről a Ptk. 3:303. § (1) bekezdés rendelkezésével összhangban, mert az alaptőke-emelésre ebben az esetben annak függvényében kerül sor, hogy a részvényes él-e az átalakítás jogával. Átváltoztatható vagy átváltozó kötvény legfeljebb a részvénytársaság alaptőkéjének a felével megegyező névértékben hozható forgalomba.

Az átváltoztatható kötvények forgalomba hozatalával együtt járó feltételes alaptőke-emelésről szóló közgyűlési határozatban meg kell határozni a Ptk. 3:303. § (4) bekezdés szerinti tartalmi elemeket (nyilvános/zártkörű kibocsátás, névérték, kibocsátási érték, sorozat, jegyzés helye, ideje stb.).

Mivel a kötvények részvénné történő átalakítása alapszabályi feltételek mentén lehetséges, a közgyűlési határozatban mindenképpen meg kell határozni az átalakítás feltételeit, valamint időpontját (határidejét is).

A kötvénykibocsátás eredményességének vagy eredménytelenségének a függvénye, hogy a közgyűlést össze kell-e hívni az alapszabály módosítása céljából. Az eredménytelen kötvényjegyzés tényét a nyilvántartó cégbíróságnál 30 napon belül be kell jelenteni.

A Ptk. 3:305. § (1) bekezdése értelmében a kötvényesek a kötvény futamidején belül igényelhetnek részvényeket. Igényüket írásban kell benyújtaniuk, nyomdai úton előállított kötvények esetén a kötvényeket az igazgatóság részére be kell nyújtani. A kötvényes ilyenkor arról dönt, hogy a társasággal szemben fennálló hitelviszonyt társasági (tagsági jogviszonyra) alakítja-e. A kötvénykibocsátás csak hitelviszonyt testesít meg a kötvényes és a társaság között, melynek nem szükségszerű eredménye, hogy a kötvényesből részvényes válik, hanem a jog gyakorlásának függvénye. Ezzel összhangban az is előfordulhat, hogy az átváltoztatható kötvényt a kötvényes a részvények névértékénél, illetve kibocsátási értékénél alacsonyabb összeggel bocsátották ki. Amennyiben így történt, úgy a kötvényesnek az eredeti normaszöveg szerint még meg kellett fizetnie a kötvény és a részvény névértéke, illetve kibocsátási értéke közötti különbözetet a bejelentéssel egyidejűleg. Viszont a 2013. évi CCLII. törvény módosítva az eredeti normaszöveget, elhagyta ez a kitétel. A 3:305. § (2) bekezdés egyértelművé teszi, hogy a kötvénytulajdonos (nyilatkozattételével, vagy előírt feltétel bekövetkeztével) nem részvényre, hanem részvényutalványra válik jogosulttá. Mivel az eredeti normaszöveg nem foglalta magába az átváltozó kötvényre vonatkozó szabályokat, ezért a 2013. évi CCLII. törvény kiegészítette a szabályozás (2) bekezdését azzal, hogy az átváltozó kötvény átváltoztatására előírt feltétel bekövetkeztével a kötvénytulajdonos jogosulttá válik a részvényutalványra.

Nagyon lényeges, hogy miután a 2013. évi CCLII. törvény módosító rendelkezései már elhagyták, hogy a kötvényesnek meg kellett fizetnie a kötvény és a részvény névértéke, illetve kibocsátási értéke közötti különbözetet, ezért e jogszabály garanciális új követelményt eszközöl a 3:305. § (3) bekezdésében, melynek értelmében a részvény kiadására, jóváírására vonatkozó szabályokat (3:216. §) kell megfelelően kell alkalmazni az alaptőke-emelés során a nyilvántartásba vételre és a részvény kiadására. Ez viszont azt jelenti, hogy a részvény kiadása, vagy jóváírása így is csak a részvények kibocsátási értékének teljes befizetése után válik lehetségessé.

II.15.3.3. A felemelt alaptőkének megfelelő részvények előállítása

Az alaptőke-emelés akkor fejeződik be, ha közgyűlési határozat által felemelt alaptőkét a részvény-szerkezet is visszatükrözi. Emiatt lényeges, hogy sor kerüljön a felemelt alaptőkének megfelelő részvények előállítására, a felülbélyegzendő, illetőleg kicserélendő részvények átvételére, valamint a felülbélyegzett és kicserélt részvények átadására a tulajdonosaiknak. A Ptk. 3:306. § (1) bekezdése az ezzel kapcsolatos tájékoztatási kötelezettség módjáról rendelkezik, melyre 60 napon belül kell sort keríteni, az alapszabály rendelkezéseinek megfelelően. A 3:306. § (2) bekezdése szerint a részvények részvénytársaságnak való átadására legalább 30 napot kell biztosítani.

Azokat a részvényeket, melyeket kicserélésre adtak át, az igazgatóságnak érvénytelenítenie kell. Érvénytelenítésre kerülnek egyaránt azok a felülbélyegzendő és kicserélendő részvények is, amelyeket nem adnak át határidőben a társaságnak. A részvények érvénytelenítését követően már nem gyakorolhatók utánuk részvényesi jogok. Az érvénytelenítésről szóló határozatot a Cégbizonylatban közzé kell tenni.

Az igazi koncepcionális változás a Ptk. és a 2006. évi Gt. szabályainak viszonylatában az, hogy mi történik az érvénytelenített részvények helyébe lépő új részvényekkel (és azokkal a részvényekkel, amelyeket a jogosultak nem vettek át.) A 2006. évi Gt. 260. § (3) bekezdése indokolatlan szigorral erőltette a tőkeemelését megtestesítő részvény-szerkezet létrejöttét azzal, hogy egyaránt az érvénytelenített részvények helyébe lépő új részvényeket, egyaránt az át nem vett részvényeket értékesítésre rendelte. Ehhez képest a Ptk. 3:306. § (4) bekezdése jóval méltányosabb rendelkezést tartalmaz, mert kimondja, hogy az új részvények az érvénytelenné nyilvánított részvények tulajdonosait illetik. Sőt, a (6) bekezdés azt is rögzíti, hogy a részvényesek 3:306. § alapján kiállított új, kicserélt vagy felülbélyegzett részvény kiadására vonatkozó igénye nem évül el.

Talán feleslegesnek tűnhet, de a Ptk. külön kitér arra, hogy az alaptőke-emelés lebonyolításával összefüggésben a részvénytársaság birtokában lévő részvények nem minősülnek saját részvénynek. Természetesen ebből következik, hogy a részvényesi jogokat sem gyakorolhatja utánuk a társaság.

Mivel a Ptk. 3:222 (1) bekezdése külön meghatározza, hogy a saját részvények esetében a részvényt a részvénytársaság megszerzi (a tulajdona), illetve pontosan körül határolhatja, hogy mely részvények tekintendők a társaság tulajdonának, ezért a 3:306. § (5) bekezdés rendelkezését akár el is lehetett volna hagyni.

Dematerializált részvények esetén az igazgatóság az alaptőke-emelés bejegyzését követő 15 napon belül értesíti a központi értéktárat és a részvényes értékpapírszámla-vezetőjét az alaptőke-emelés következtében a részvényes részvénytulajdonában beállt változásról.

Noha dematerializált részvények esetében is meg kell teremteni a társaság részvénytulajdonának és az alaptőkének a szinergiáját, annyiban mégis más a helyzet, mint nyomdai úton előállított részvények esetében, hogy a részvényesek közreműködése nélkül, az igazgatóság értesíti a központi értéktárat, valamint a részvényes értékpapírszámla vezetőjét az alaptőke-emelés következtében beálló változásról a részvényes részvénytulajdonában.

II.16. Az alaptőke leszállítása

Alaptőke leszállítására vagy a társaság döntése (közgyűlési határozat) alapján, vagy jogszabály által előírt esetben kerülhet sor. A részvénytársaság példának okáért határozhat az alaptőkéje leszállításáról abban az esetben, ha a társaság tőkéje a veszteségek eredményeként tartósan az alaptőke összege alá csökkent. A Ptk. – hasonlóan a 2006. évi Gt. szabályozásához – számos rendelkezést tartalmaz arra az esetre is, amikor a jogszabály alapján kötelező az alaptőke leszállítása, például abban az esetben, ha a részvényes nem teljesíti a vagyoni hozzájárulását a 3:276. § (3) bekezdése alapján.

Az alaptőke leszállításának természetesen továbbra is fennmaradó fontos korlátja, hogy az nem szállítható le a törvényben meghatározott minimális összeg alá, amely zártkörűen működő részvénytársaságok esetében 5 millió, nyilvánosan működő társaságok esetében pedig 20 millió forintnak felel meg. A leszállítás a törvényi alaptőke-minimum alá csak egyetlen – kivételes esetben – lehetséges, mégpedig, ha megtörténik az alaptőke leszállításával egyidejűleg elhatározott alaptőke-emelés is.

II.16.1. Közgyűlési határozat alaptőke leszállításáról

A Ptk. az alaptőke-leszállítást minden esetben a közgyűlési határozathoz köti. A 3:309. § (1) bekezdés rendelkezései egyik részről kizárják, hogy az igazgatóság érvényesen ilyen határozatot hozzon, másik részről rávilágítanak, hogy amennyiben az alaptőke leszállításának törvényi előírás alapján kell végbe mennie, úgy az akkor is közgyűlési határozatra fog történni. Ezt megerősíti a 3:311. § (1) bekezdése is, amely szerint a törvényi okok fennállása esetén a közgyűlést össze kell hívni. Az (1) bekezdés egyetlen kivételes esetet említ, mégpedig, ha a részvénytársaság alapszabálya meghatározott feltételek bekövetkeztének esetére a részvények bevonását és az alaptőke leszállítását az érintett részvénytulajdonosok részvények kibocsátását megelőzően előírta. Jóllehet, ilyenkor az igazgatóság intézkedik az alapszabály előírásának alkalmazásáról és végrehajtásáról, a döntést ilyenkor sem az igazgatóság hozza.

A közgyűlést összehívó meghívónak az általános előírásokon túl tartalmaznia kell a Ptk. 3:309. § (2) bekezdésében foglaltakat, melyek a 2006. évi Gt. szabályaihoz képest nem változtak. A közgyűlési határozatban meg kell jelölni, hogy a leszállítás oka tőkekivonás, veszteségrendezés, vagy tőkeszerkezeti átalakulás-e, valamint természetesen azt az esetet is, ha ezek közül egyszerre több indok fennáll. Emellett meg kell jelölni az alaptőke csökkenésének összegét, az érintett részvényeket és a határozat végrehajtásának módját is.

Az alaptőke leszállításáról szóló döntés együtt jár az alapszabály ezzel összefüggő rendelkezéseinek módosításával. Ennek köszönhetően a leszállításról szóló döntés meghozatalával egyidejűleg erről is rendelkezni kell. Az ilyen esetben hozott érvényes határozat csak akkor hatályosul, ha

bekövetkeznek az alaptőke leszállításának a feltételei. Ugyanakkor a Ptk. 3:309. § (4) bekezdésének e szabálya csak azokra az esetekre terjed ki, melyekben a leszállítás közgyűlési határozatra történik. Az (1) bekezdés által említett kivétel tárgyát képező esetekben, ahol alapszabályi rendelkezés alapján a leszállítást az igazgatóság hajtja végre, az alapszabály érintett rendelkezéseinek módosítása is az igazgatóság hatáskörébe tartozik.

Az alaptőke leszállításához szükséges közgyűlési határozat érvényességi kelléke, hogy az érintett részvényosztály részvényesei külön hozzájáruljanak a döntéshez. A hozzájárulás módjáról az alapszabálynak kell rendelkeznie. Ennek a szabálynak az alkalmazása során nem alkalmazhatók a részvényhez kapcsolódó szavazati jog korlátozására vagy kizárására vonatkozó szabályok. A rendelkezés jellege hasonlít a Ptk. 3:293. § (2) bekezdés szabályaihoz, amelyek ugyanezt mondják ki az alaptőke-emelésre vonatkoztatva, de míg az alaptőke felemelése esetében a 3:293. § (3) bekezdés egyértelművé teszi, hogy az alapszabályban ettől a rendelkezéstől nem lehet érvényesen eltérni, addig a 3:309. § (5) bekezdés esetében nem található ilyen tilalom. A jogalkotói szándék nem egyértelmű annak fényében, hogy az alaptőke-emelés esetén külön nevesíti az eltérés tilalmát, míg leszállítás esetén nem. Tekintettel viszont azokra az esetekre, melyekben kisebbségi érdeket sértene az eltérés, a 3:4. § (3) bekezdése alapján az eltérés nem engedélyezett.

A részvénytársaság előre meghatározott számú és névértékű részvényből álló alaptőkével jön létre, illetve működik. Emiatt az alaptőke leszállítása együtt jár az alaptőkét megtestesítő részvények meghatározott hányadának a bevonásával, hogy helyreálljon a szinergia a részvénytársaság tőkeszerkezete és részvénytársaság szerkezete között. A 3:310. § (1) bekezdése rendelkezése értelmében elsőként a saját részvények bevonására kell, hogy sor kerüljön. A saját részvények bevonásával a részvényesek érdekei közvetlenül nem sérülnek, mert nem az általuk, hanem a társaság által tulajdonolt részvények kerülnek bevonásra.

Az alaptőke-leszállítása során a tőke- és részvénytársaság szerkezete szinergiája oly módon állítható helyre, ha vagy a részvények darabszáma csökken, vagy azok névértéke. A Ptk. 3:310. § (2) bekezdése azt is megengedi, hogy a két megoldás együttesen kerüljön alkalmazásra.

II.16.2. Kötelező alaptőke-leszállítás

A Ptk. 3:311. § (1) bekezdése azokra az esetekre nézve írja elő a közgyűlés összehívását, amelyekre nézve az alaptőke-leszállítás a Ptk. szabályai alapján kötelező. Amennyiben a Ptk. ez irányú rendelkezéseiben szereplő (kötelezettséget keletkeztető) körülmény bekövetkezik, úgy az ettől számított 60 napon belül kell döntenie a közgyűlésnek az alaptőke-leszállításról. Garanciális jellegű tőkevédelmi szabály, hogy amennyiben a törvény előírása alapján kerül sor a leszállításra, de ennek eredményeképpen az alaptőke a törvényi minimum alá csökken, úgy a részvénytársaság tőkét helyre kell állítani. A 3:311. § (2) bekezdése ennek határidejét 3 hónapban jelöli meg. Abban az esetben, ha részvénytársaság ezt nem tudja megtenni és a határidő eredménytelenül eltelik, hitelezővédelmi okokból a közgyűlés köteles határozni az átalakulásról, egyesülésről, szétválásról vagy megszűnésről. A 3:311. § (2) bekezdése szabályainak alkalmazásával természetesen olyan társasággá kell alakulni, amelynek alaptőkéje elegendő tesz a minimális feltételekre vonatkozó jogszabályi előírásnak.

II.16.3. Az alaptőke-leszállítás közzététele

A Ptk. 3:312. § (1) bekezdése az igazgatóság számára az alaptőke leszállításáról szóló határozattal összefüggésben közzétételi kötelezettséget ír elő, melyet a határozat meghozatalát követő 30 napon belül, hirdetményi úton kell megtenni. E rendelkezés célja a hitelezővédelmi megfontolásokban keresendő, hogy az információ megfelelő időben eljusson az érintettekhez. A hirdetményi közzétételre két alkalommal is sort kell keríteni és a két alkalom között legalább 30 napnak el kell telnie. A (2) bekezdés előírja a hirdetmény kötelező tartalmi elemeit.

A társaság által ismert hitelezők vonatkozásában a 3:312. § (3) bekezdése a transzparencia követelményénél szigorúbb követelményt támaszt. Esetükben nem elégséges a hirdetményi közzététel, hanem az első hirdetmény közzétételével egyidejűleg értesítést kell küldeni számukra, a hirdetmény tartalmával azonos tartalommal.

II.16.4. Biztosíték a hitelezők számára

Az alaptőke leszállításával egyidejűleg a hitelezői érdekek veszélybe kerülhetnek, kielégítésük esélye csökkenhet. Erre azonban nem kerül sor szükségszerűen, előfordulhat, hogy az alaptőke leszállítása olyan alacsony mértékű, vagy csak olyan tőkeszerkezeti átalakulást eredményez, hogy ez nem módosít a hitelezők státuszán. Emiatt lényeges, hogy a vonatkozó szabályozás szükség esetére megteremtse a hitelezők biztosítékhoz való jogait, másik részről indokolt azokat korlátozni is. A Ptk. 3:313. §-a pontosan így tesz, hitelezővédelmi megfontolásból továbbra is lehetővé teszi, hogy a 3:312. §-a szerinti hirdetmény jogosultja biztosítékot kérjen a társaságtól. A követelések jogosultjai közül erre azoknak van módja, akiknek követelése a hirdetmény első közzétételét megelőzően keletkezett. Ugyanakkor a 3:313. § (1) bekezdés már a biztosítékhoz való jogosultságuk alapításával együtt körülhatárolja annak korlátait az a)–d) pontban. A szabályozás, a hitelezői státusz és a társaság gazdasági viszonyaira egyaránt figyelemmel, kiemeli a biztosítékra jogosultak köréből azokat, akik már rendelkeznek az alaptőke-leszállítás által okozott kockázattal arányos biztosítékkal. A szabályozás alapján egyértelmű, hogy további biztosítékhoz való jog nem kizárt, amennyiben az okozott kockázat nem áll arányban a már meglévő biztosítékkal. A gazdasági helyzetre és a társasági tőkeszerkezetre tekintettel, sem akkor nem követelhető a 3:313: (1) bekezdés alapján biztosíték, ha az indokolatlan, sem akkor, ha a leszállítással érintett összeg a lekötött tartalék részévé válik (és hasonlóra az elmúlt öt évben nem került sor). Ez utóbbi két eset a gazdasági helyzet és a tőkeszerkezet szempontjából nem jelent kockázatot. Eltérő álláspontot képviselhetnek ugyanakkor a hitelezők és a társaság abban a tekintetben, hogy a pénzügyi helyzet indokolja-e a biztosítékot vagy sem. Viszont a lekötött tartalékkal kapcsolatban a 3:13. § (2) bekezdése további garanciákat jelöl meg: nem haladhatja meg az alaptőke tíz százalékát, veszteség-rendezésre vagy alaptőke-emelésre fordítható és nem teljesíthető belőle kifizetés a részvényes számára. A szabályozás figyelembe veszi, hogy a tulajdonosi tőkekivonás, – még ha az a lekötött tartalék terhére történik is, későbbi időpontban – növeli a hitelezők kockázatát. Az alaptőke leszállításának törvényben meghatározott kötelező esetei azonban mindig kivételt képeznek a 3:313. § (1) bekezdése által előírt biztosíték-nyújtási kötelezettség alól.

A hitelezőknek a biztosítékra való igényt be kell jelenteniük a hirdetmény második közzétételét követő 30 napon belül. A Ptk. 3:313. § (3) bekezdése e 30 napot jogvesztő határidőként jelöli meg, azon túl nincs helye bejelentésnek. A társaság a határidő lejártát követő 8 napon belül köteles biztosítékot nyújtani, vagy elutasító határozatát megküldeni. Ilyen esetben a határozatot indokolni is kell. A határozat felülvizsgálatát a nyilvántartó bíróság végzi, a hitelező kérelmére. A felülvizsgálat alapját nem csak az elutasító határozat jelentheti, hanem az is, ha a bizonyíték nem megfelelő. A (4) bekezdés alkalmazásában nem megfelelő a biztosíték, ha nem áll arányban az alaptőke-leszállítás által okozott kockázattal. Sőt, az alaptőke leszállítását be sem lehet jegyezni mindaddig, míg a hitelező nem jut megfelelő biztosítékhoz, vagy a bíróság el nem utasította a kérelmét. Ebben az esetben az (5) bekezdés értelmében jogerős elutasító határozat szükséges.

II.16.5. Az alaptőke-leszállítás megghiúsulása

Az alaptőke leszállításának megghiúsulását a nyilvántartó bíróságnak jelenti be az igazgatóság. Erre nézve kötelezettsége áll fenn, még hozzá 30 napon belül. Természetesen az alaptőke kötelező leszállításának esetében a leszállítás megghiúsulása esetén is fennmaradnak a kötelező tőkeleszállítás okai. A megghiúsult leszállítást követően 90 nap áll rendelkezésre, hogy a társaság az okokat megszüntesse.

Ellenkező esetben határozni kell a társaság átalakulásáról, egyesüléséről, szétválásáról vagy jogutód nélküli megszűnéséről.

II.16.6. Alaptőke-leszállítás nyomdai úton előállított részvények esetén

Amennyiben az alaptőke leszállítására kerül sor, a Ptk. külön rendelkezik a teendőkről nyomdai úton előállított és dematerializált részvények esetében is. A nyomdai úton előállított részvények esetében a részvénytulajdonosi szerkezet és a tőkeszerkezet szinergiája úgy állhat helyre, ha a részvények darabszáma csökken (bevonásuk útján), illetve a részvények névértéke csökken (kicserélés, vagy felülbélyegzés útján.) A Ptk., hasonlóan az alaptőke felemeléséhez (3:306. §), leszállítás esetén is meghatározza azokat az eljárási kereteket, melyek a részvénytulajdonosi szerkezeti változás szempontjából irányadóak.

A 3:315. § (2) bekezdés értelmében az igazgatóság gondoskodik arról, hogy a bejegyzést követő 60 napon belül felhívás útján tájékoztassa a részvényeseket arról, hogy hol és milyen kezdő (és záró) időpontban veszi át a társaság a bevont, kicserélendő, illetve felülbélyegzendő részvényeket. Úgy-szintén tájékoztatni kell a részvényeseket a felhívásban arról, hogy hol és milyen kezdő időponttal vehetik át a kicserélt vagy felülbélyegzett részvényeiket. A Ptk. e második esetre nézve nem állapít meg záró időpontot, melynek oka (az alaptőke felemelésének esetében már említettek szerint), hogy a részvényes joga a kicserélt vagy felülbélyegzett részvényre nem évül el. Ezt a szabályt, eltérve ezzel a 2006. évi Gt. korábbi megközelítésétől, a 3:315. § (6) bekezdés külön kimondja a tőkeleszállítás esetére, de logikusan következne az alaptőke felemelésének eljárási szabályaiból is. A záró időpontot követően a bevonás vagy kicserélés okán átvett részvényeket az igazgatóság megsemmisíti, a vonatkozó értékpapír-szabályok figyelembevételével. A 3:315. § (2) bekezdés nem tesz említést a felülbélyegzendő részvényekről, de esetükben természetesen arról van szó, hogy a részvények újra átadásra kerülnek a részvényesnek.

Azokat a részvényeket, amelyeket bevonás, kicserélés vagy felülbélyegzés okán át kellett volna adni a társaságnak, de erre valamely okból nem került sor, hasonlóan az alaptőke felemelésének eljárási szabályaihoz, az igazgatóság határozatával érvénytelenné nyilvánítja. Figyelemmel arra, hogy az ilyen részvények után nem gyakorolhatók a részvényesi jogok, a társaság az érvénytelenné nyilvánításról szóló határozatot köteles közzé tenni.

A bevonandó részvények helyébe, amelyeket az igazgatóság határozatával érvénytelenné nyilvánított, természetesen nem kerül sor új részvény előállítására, hiszen ebben az esetben éppen e részvények hivatottak csökkenteni a társaság részvényeinek darabszámát, hogy a részvény és tőkeszerkezet összhangja helyreálljon. Minden más esetben azonban (ide értve a kicserélendő és felülbélyegzendő részvényeket), az érvénytelenített részvények helyébe kiállított új részvények az érvénytelenné nyilvánított részvények tulajdonosait illetik meg.

A saját részvényekre vonatkozó szabályokból logikusan következik, de a Ptk. mégis külön említi az alaptőke felemelésének és leszállításának eljárási szabályai között, hogy a társaságnak ezen okokból birtokába kerülő részvényállomány nem minősül saját részvénynek, így azok után a részvénytársaság természetesen részvényesi jogokat sem gyakorolhat.

II.16.7. Alaptőke-leszállítás dematerializált részvények esetén

Alaptőke-leszállítás esetén a dematerializált részvényekkel összefüggő változásokat nem a társaság feladata elvégezni. Ennek megfelelően az igazgatóság ilyenkor a bejegyzést követő 15 napon belül értesíti a központi értéktárat és a részvényes értékpapírszámla-vezetőjét az alaptőke leszállításával összefüggésben bekövetkezett változásról, amely a részvényes részvénytulajdonában állt be. Ebből következően az ily módon beállt változások az elektronikus értékpapírszámlán lesznek átvezetve, a számlavezető által, a tájékoztatás alapján.

II.16.8. Kifizetés a részvényesek részére

A részvényesnek az alaptőke-leszállítás nyilvántartásba történő bejegyzése után szabad kifizetést teljesíteni vagy a részvényre vonatkozó, még be nem fizetett pénzbeli, illetve még nem szolgáltatott nem pénzbeli vagyoni hozzájárulás teljesítését elengedni.

A Ptk. 3:317. §-a tartalmában nem változtatta meg a 2006. évi Gt. 276. § (2) bekezdését. Hitelezővédelmi megfontolásból a rendelkezés csak az alaptőke-leszállítás nyilvántartásba történő bejegyzését követően engedi meg, hogy a részvényes számára a társaság kifizetést teljesítsen, vagy hogy elengedje a még be nem fizetett pénzbeli, illetve a még nem szolgáltatott apport teljesítését. A rendelkezés garanciális jellegénél fogva egyértelművé teszi, hogy a részvénytársaság vagyonának csökkenése nem lehetséges addig, amíg az alaptőke-leszállítás sikeresen végbe nem ment, és már nem kell számolni megghiúsulásának kockázataival.

II.17. A részvénytársaságok átalakulására, egyesülésére és szétválására vonatkozó külön szabályok

A Ptk. külön szabályokat is megállapít a részvénytársaságok átalakulásának, egyesülésének és szétválásának esetére, a közös szabályokon túlmenően. Mivel a társasági tagsági jogot részvénytársaságok esetében értékpapírok testesítik meg, átalakulás esetén a részvények érvénytelenné válnak. Az érvénytelenné válás időpontját a Ptk. 3:318. § (1) bekezdése az átalakulással létrejött új jogi személy nyilvántartásba vételével egyidejűleg határozza meg.

Az átalakulás lényeges eljárási szabálya, hogy az érvénytelenné vált részvények a jogutód társasághoz benyújtásra kerüljenek, illetve kivezetésre kerüljenek a központi értékpapírszámláról és az értékpapírszámlákról. Erről a jogutód társaság vezető tisztségviselői intézkednek a bejegyző végzés kézhezvételétől számított 30 napon belül. A vezető tisztségviselők ez irányú intézkedései esetére a Ptk. az alaptőke-leszállítás végrehajtására vonatkozó előírásokat rendeli megfelelően alkalmazni.

A Ptk. 3:319. §-a a részvénytársaság speciális egyesülési szabályaira nézve garantálja, hogy az egyesüléssel létrejövő részvénytársaság esetén az átváltoztatható, vagy átváltozó kötvények tulajdonosai számára legalább a korábbiakkal egyenértékű jogokat kell biztosítani. Ahhoz, hogy e jogosultságok csökkenjenek az érintett kötvénytulajdonosok egyhangú hozzájárulása szükséges. Az egyesülő társaságok által kibocsátott átváltoztatható, átváltozó, vagy jegyzési jogot biztosító kötvények visszavásárlását a tulajdonos igényelheti a jogutód társaságtól. Ugyanakkor a Ptk. 3:319. § szabályai nem alkalmazandók, ha a kötvénytulajdonosok helyzetét az értékpapír-kibocsátáskor előre meghatározták (akár a fentiekől eltérő módon is).

A Ptk. 3:320. § az egyesülési közgyűlések tekintetében csak utaló normát tartalmaz a 3:277. §-ra, mert az abban foglaltakat (közgyűlési határozathoz való hozzájárulás) rendeli alkalmazni az egyesülést kimondó határozat meghozatala során, arra az esetre, ha több részvényfajta, illetve részvényosztály létezik.

A Ptk. 3:321. § (1) bekezdés általános hatállyal tiltja meg a nyilvánosan működő részvénytársaságok számára a szétválást. Ugyanakkor a zártkörűen működő részvénytársaságok szétválására megfelelően alkalmazni rendeli a részvénytársaságok egyesülésére vonatkozó szabályokat is.

II.18. A részvénytársaság jogutód nélküli megszűnése

A Ptk. 3:322. §-a meghatározza a részvénytársaságokra vonatkozó speciális megszűnési szabályokat, amelyek csak kiegészítik a 3:48. §-t és a 3:137. §-t, vagyis a jogi személyekre és a gazdasági társaságokra vonatkozó általános szabályokat a jogutód nélküli megszűnésre vonatkozóan.

E háromszintű szabályozásból adódóan a részvénytársaság speciális megszűnési szabályai között már csak a likvidációs hányadhoz fűződő elsőbbséget biztosító részvény által megtestesített jogokat erősíti meg, illetve a végelszámolónak és a felszámolónak biztosítja a jogot, hogy a be nem fizetett vagyoni hozzájárulást azonnal esedékessé tegye, ha arra a társaság tartozásainak kiegyenlítés érdekében van szükség.

A 3:322. § (1) bekezdésének a likvidációs hányadhoz fűződő elsőbbségi részvényre vonatkozó garanciális jellegű speciális megszűnési szabálya két alapvetően fontos célt rögzít. Egyik részről megerősíti, hogy a részvényest megillető elsőbbségi jog a részvényesek közötti belső relációk tekintetében áll fenn, de azt figyelembe venni csak a társaság tartozásainak kiegyenlítését követően lehet. Másik részről ezeket a jogokat nem lehet figyelmen kívül hagyni, vagy korlátozni jogutód nélküli megszűnés esetén, és az alapszabályban meghatározott elsőbbségi jog tartalma szerint illetik meg az elsőbbségi részvények tulajdonosait.

A 3:333. § (2) bekezdése olyan garanciális hitelezővédelmi szabályról rendelkezik jogutód nélkül megszűnés esetére, mely a tőkevédelem alapelvéből következően a még befizetetlen alaptőkerész okozta kockázatokat csökkenti az adósságrendezés szempontjából. A (2) bekezdés alkalmazásában lényeges hitelezővédelmi kedvezmény, hogy a végelszámoló és a felszámoló abban az esetben is jogosult követelni a vagyoni hozzájárulás teljesítését, ha az csak később válna esedékessé. Ugyanakkor a teljesítés esedékessé tételére csak egyetlen indok adhat alapot, ha arra a tartozások kiegyenlítése érdekében van szükség, vagyis, ha a társaság vagyona erre a célra nem elegendő.

II.19. Az egyszemélyes részvénytársaság

Az egyszemélyes részvénytársaságnak csak egyetlen tagja (részvényese) van, így a több részvényessel rendelkező társaságokhoz képest a működése speciális. A részvénytársaságban a tagsági jogokat értékpapírok (részvények) testesítik meg, melyek a bennük foglalt jogosultságra tekintettel, szükség esetén eltérő tagsági jogokat testesíthetnek meg. Egyszemélyes részvénytársaság esetében az egyetlen részvényes gyakorolja a tulajdonosi jogokat, így a részvényesek közötti jogviszony szempontjai megszűnnek, ugyanakkor a társaság harmadik személyekkel kapcsolatos relációi előtérbe kerülnek.¹²⁹

Egyszemélyes részvénytársaság két módon jöhet létre: ha az alapszabályban egy személy vállal kötelezettséget az összes részvény átvételére (egyszemélyes alapítás), illetve ha a többszemélyes társaság valamennyi részvényét egy személy szerzi meg. Az egyszemélyes alapítás esetén garanciális hitelezővédelmi szabály, hogy a nem pénzbeli hozzájárulást már a nyilvántartásba vételi kérelem benyújtásáig szolgáltatni kell.

Az egyszemélyes részvénytársaság saját részvénytulajdonosát a Ptk. tiltja, mert a társaság által tulajdonolt részvényeket közvetetten az egyetlen részvényes tulajdonolná. Azokat a szerződéseket, amelyeket az egyszemélyes részvénytársaság köt egyetlen részvényesével, minden esetben írásba kell foglalni. E garanciális szabály indokolt, mert a szerződő felek ilyen esetben nem minősülnek függetlennek egymástól. Az egyetlen részvényes felelőssége a minősített többséget biztosító befolyásra vonatkozó szabályok szerint alakul, melyeket a Ptk. erre az esetre megfelelően alkalmazni rendel.

¹²⁹ KECSKÉS László: Polgári jog – A személyek joga. DIALÓG CAMPUS, Budapest-Pécs, 2007. 335. old.

III. A FELELŐS TÁRSASÁGIRÁNYÍTÁS ALAPJAI¹³⁰

III.1. A felelős társaságirányítás (corporate governance) fogalma

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 kétségtelenül 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 kiéleznii a *corporate governance* kritériumait a hatékonyság, a fenntartható fejlődés (növekedés) és a profitteremtés aspektusaira. A számviteli szakma képviselői könyvvizsgálati és beszámolási kérdéssel kapcsolatos felvetésekre szűkítik. A jogászok hajlamosak kizárólag a jogszabályoknak történő megfelelés kérdéseire összpontosítani. A valóság ezzel szemben az, hogy a *corporate governance* egy összetett jelenség,¹³¹ amely 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, észszerű, hatékony és társadalmi szinten is hasznos megoldásain alapul; valamint
- d) 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.¹³² E félreértés abból a részgazdaságból táplálkozik, hogy kétségtelenül fokozott a *corporate governance* jelentősége a tőzsdéi társaságok esetében, amelyek jellemzően nagy vállalkozások, emiatt fontos munkaadók és adóalanyok, illetve befektetők szélesebb körével¹³³ szemben tartoznak felelősséggel.¹³⁴ Ennek köszönhető, hogy bizonyos *corporate governance* szabályok kétségtelenül kizárólag ezekre a társaságokra

¹³⁰ Készült KECSKÉS András: Felelős társaságirányítás (corporate governance) c. monográfiája alapján. HVG-ORAC, Budapest, 2011.

¹³¹ FARKAS, Csaba et al: *Társasági jog*. Lectum Kiadó, Szeged, 2009., 24. old.

¹³² Ennek épen ellenkezőjét támasztja alá, hogy a *European Confederation of Director's Association (ecoDa)* 2010 márciusában közzétette alapelveit a tőzsdén nem jegyzett európai társaságok részére (*Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in Europe*). Lásd: *Corporate Governance Guidance and Principles for Unlisted Companies in Europ*. Szerk.: ÁLVAREZ-VIJANDE, Juan et al., ecoDa (2010).

¹³³ 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.

¹³⁴ BLAIR, Margaret M.: *Reforming Corporate Governance: What History Can Teach Us*. Berkeley Business Law Journal, 2004. Vol. 1, 27–28. old.

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 nyilvánvaló, 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 kockázatitőke-befektető 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 marketingérték 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 közkézhányad, 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 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 észszerűtlen, gazdaságtalan működése és más kapcsolódó reflexiók az *állami vállalat* kifejezést eleve értelmezhetetlenné 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 magánbefektetők 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 válság¹³⁵ 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 magánbefektetők jogainak viszonylatában.¹³⁶ 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).¹³⁷

¹³⁵ 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.

¹³⁶ OECD *Guidelines on Corporate Governance of State-owned Enterprises*, 2005. szeptember, 1–52. old.

¹³⁷ 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.

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 keretek 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 (például felügyelőbizottság és egyéb bizottságok) és külső (például könyvvizsgáló) szervei.

A különböző bizottságok növekvő szerepét hangsúlyoznunk kell, különösképpen a *javadalmazási, a kinevezési és az auditbizottságokét*.¹³⁸

A tulajdonosi joggyakorlás szabályainak lefektetése több szempontból is jelentős lehet. Gondoljunk csak például a társaság feletti kontroll megszerzésének és gyakorlásának szabályaira (például az úgynevezett kiszorítási 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) státusban, amilyenek a nagy részvényblokkok tulajdonosai (*blockholders*),¹³⁹ illetve kisebbségi státusban (*minority shareholders*),¹⁴⁰ akik védelemre szorulhatnak a menedzsment és a többségi tulajdonos túlkapásaival szemben.¹⁴¹

A hitelezővédelem, a fogyasztóvédelem, illetőleg a munkavállalók védelmének szempontjai a különböző jogrendszerekben más és más jogterületek körében nyerhetnek jelentőséget (például 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 „felpattint-hatják 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 (konzernjog) elsődleges jelentőséggel rendelkeznek a felelős társaságirányítás területén; a 2002-es vállalati botrányok és a

¹³⁸ 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.

¹³⁹ 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.

¹⁴⁰ ROE, Mark J.: *German Codetermination and German Securities Markets*. Columbia Journal of European Law (1999) Vol. 5. 200. old.

¹⁴¹ 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.

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 (CSR)*, amely a társaságok tágabb értelemben vett társadalmi felelősségével foglalkozó tudományág.¹⁴²

c) *A profitorientált működés törvényes, etikus, észszerű, 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 rövid távon. Mégsem tekinthető *etikus* magatartásnak a társaságok vagyoni eszközeivel történő házárdjáték, 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 *észszerűség* 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 észszerű 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 ingatlanportfóliók 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, más 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 gondolkodnak a vállalatmenedzserek. E jelenség alapjairól¹⁴³ azonban csak később fogunk szót ejteni.

¹⁴² WOOD, Donna J.: *Corporate Social Performance Revisted*. Academy of Management Review (1991) Vol. 16. No. 4. 691–718. old.

¹⁴³ 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.

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

III.2. Alapfogalmak a felelős társaságirányítás területén

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

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.¹⁴⁴

Az elnevezésben bekövetkező változás háttérében hangsúlyos motiváció volt, 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.¹⁴⁵

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 „*Vállalati kormányzás*” kifejezést használja, amely a *governance* szó eredeti jelentéséhez közelebb is áll az irányításnál.¹⁴⁶

Végezetül fontos megjegyezni, hogy a *corporate governance* kifejezés olyannyira elterjedtnek számít, hogy nem tekinthető helytelennek, ha az idegen nyelvi szövegkörnyezetben 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 Kodex* néven léptek hatályba. Ez a globális tendenciákra és az üzleti szféra amerikanizálódására 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 modellt (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 felügyelőbizottságra utalnak, úgy a *supervisory board* kifejezést alkalmazzák. A német jog az igazgatótanács intézményét nem alkalmazza. Az ügyviteli szerv megjelölésére a német jogtudományban egységesen a *Vorstand* kifejezés szolgál, míg a részvénytársaságok esetében kötelezően megalakítandó felügyelőbizottság elnevezése *Aufsichtsrat*.¹⁴⁷

¹⁴⁴ A BÉT Felelős Társaságirányítási Ajánlása.

¹⁴⁵ PAPP, Tekla: *Corporate Governance – Társaságirányítási Rendszerek*. In Acta Conventus de Iure Civili Tomus X. Szerk.: Papp Tekla, SZTE-ÁJK, Szeged, 2009. 186. old.

¹⁴⁶ ANGYAL, Ádám: *Vállalati kormányzás – Corporate Governance*. Aula Kiadó Kft., 2001. 1–320. old.

¹⁴⁷ 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.

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 elnök-vezérigazgatóként és vezérigazgatóként kerül használatra, de ez nem tekinthető teljesen szabatos fogalommeghatározásnak. 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 korábbi *Combined Code on Corporate Governance*, illetőleg 2010 júniusától a *UK Corporate Governance Code* 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 vezényletért 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 részvényárbeli manifesztációja az úgynevezett részvényesi érték, a *shareholder value*,¹⁴⁸ 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.)¹⁴⁹

A részvényesek tulajdonosi státusa gyakran csak közvetett státus. 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 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 tükröfordításban ellenséges hatalomátvételt jelent, és arra irányul, hogy egy ellenséges ajánlattevő társaság (*bidder*) az értékpapírokat valamely szabályozott piacon (*regulated market*) felvásárolva szerezzen szavazattöbbséget egy „céltársaságban” (*target company*), majd ennek segítségével eltávolítsa annak menedzsmentjét, és saját irányítást ültethessen a helyébe. A céltársaság menedzsmentje ilyen esetben természetesen védekezni próbál a támadás ellen. Terminológiai szempontból a *takeover*-védelem (*takeover defense*) meglehetősen érdekes szakkifejezéseket rejt. Magát a *takeover*t az amerikai üzleti jogi szakzsargon szellemesen a „medve ölelésének” (*bear's hug*) nevezi.¹⁵⁰ 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

¹⁴⁸ BLACK, Andrew et al.: *Shareholder Value – Az értékközpontú vállalatirányítás – Részvényesi Érték*. KJK-KERSZÖV Jogi és Üzleti Kiadó Kft., 1999. 1–310. old.

¹⁴⁹ KLAUSNER, Michael: *The Contractarian Theory of Corporate Law: A Generation Later*. The Journal of Corporation Law, 2005–2006. Vol. 31, 779–780. old.

¹⁵⁰ SHAW, Richard A.: *Hostile Takeover Bids: Defensive Strategies*. Alberta Law Review, 2000–2001. Vol. 38. 113. old.

nagyarányú felvásárlását *pacman stratégiaként* ismerjük. A társaság valamely nagy értékű részvényportfóliójának feláldozása az úgynevezett „koronaékszer stratégia” (*crown jewel strategy*). A társaság érdekében közbelépő barátságos korporatív beavatkozás az úgynevezett „fehérlovas stratégia” (*white rider strategy*). Végezetül a társaság menedzsmentjének elbocsátása során alkalmazott csillagászati összegű juttatások rendszerét „arany ejtőernyőnek” (*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*.¹⁵¹ 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),¹⁵² így speciális célú joganynak számít (*special purpose entity* vagy *special purpose vehicle*).¹⁵³

III.3. Részvényesek és érdekeltek a társaság 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 áldozataul 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 gazdaságiválság-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 mikroökonómiai 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 devizaalapon történt eladósodás – következményeivel járt együtt.

A pénzügyi válság és a gazdasági dekonjunktúra tünetei ráirányították a figyelmet arra, hogy a fennálló globális ökonómiai struktúra a gazdaságiválság-tünetek 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 nemcsak 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* esők.

¹⁵¹ COFFEE Jr., John C.: *The Attorney as Gatekeeper: An Agenda for the SEC*. Columbia Law Review, 2003. Vol. 103, 1296–1299. old.

¹⁵² WESTBROOK, David A., *Corporation Law After Enron: The Possibility of a Capitalist Reimagination*. Georgetown Law Journal, 2003–2004. Vol. 92. 76–77. old.

¹⁵³ 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.

A fentiek miatt 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 felfogást 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 poszt-modern keretek között jelentősen kitágult, míg a világ egyre kisebbnek tűnhet a figyelmes szemlélődő számára.

III.3.1. A *shareholder primacy*-elmélet

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 tőkeberuházások korporatív formát öltöttek. Az első részvénytársaságok, mint az angol *Kelet-indiai Társaság*,¹⁵⁴ vagy a holland *Kelet-indiai Társaság* ugyanis társasági jogi relevancia szerint értelmezhető,¹⁵⁵ 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.¹⁵⁶

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

Érdeemes 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.¹⁵⁷

¹⁵⁴ E társaság eredeti elnevezése *Company of Merchants of London Trading to the East Indies*, ahogyan az Erzsébet királynő által adott charter tanúsítja.

¹⁵⁵ SÁNDOR, István: *A társasági jog története Nyugat-Európában*. KJK-KERSZÖV Jogi és Üzleti Kiadó Kft. 2005, Budapest, 108–111. old.

¹⁵⁶ SÁNDOR, István: *A társasági jog története Nyugat-Európában*. KJK-KERSZÖV Jogi és Üzleti Kiadó Kft. 2005, Budapest, 118. old.

¹⁵⁷ NOCHTA, Tibor: *Társasági jog*. Dialóg Campus Kiadó, Budapest–Pécs, 2007. 32. old.

Mégis, a *rajnai kapitalizmus* elsődleges szereplője a koncentrált részvénytulajdon kezében tartó nagyrészvényes mint blokktulajdonos. Ez mintaként szolgált a *kontinentálisnak* nevezett modell többi képviselője számára is. A kontinentális Európa korporatív viszonyai a koncentrált részvénytulajdon alapján szerveződtek,¹⁵⁸ nagy tekintélyű gyáripáros családok és intézményi befektetők (befektetési bankok) közreműködésével.¹⁵⁹

A részvénytársaság emiatt a klasszikus német felfogás szerint nem elsődlegesen tőkekoncentráció, hanem különböző érdekek artikulációja, részvényesi, ügyvezetői, munkavállalói és más érdekeké.¹⁶⁰ A koncentrált részvényblokktulajdonon 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 teljesedett 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 találhatók olyanok, amelyek esetében csak alacsony közkezhányadról beszélhetünk. Ugyanezt elmondhatjuk a tőzsdei 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 vállalatról volt szó (sőt ilyen minőségében talán az egyetlenről Olaszországban). Ez a struktúra merőben eltér az amerikai modelltől.¹⁶¹

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. Ugyanakkor olyan befektetési lehetőségek nyílnak meg (például a Távols-Keleten), amelyek motiválhatják az intézményi befektetők portfólióinak diverzifikációját. Mindezek mellett a pénzügyi intézmények mint *registered holderek*, egyre nagyobb arányban építik pénzügyi termékeiket tőzsdei instrumentumokra, így részvényekre is. Emiatt a lakossági és vállalkozói 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 (*egyes 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. évi Gt. is az angolszász intézmények térnyerését hozta a hazai jogban. A folyamatnak természetesen nem kizárólag befektetői, hanem kulturális és egyéb

¹⁵⁸ ROE, Mark J.: *German Codetermination and German Securities Markets*. Columbia Journal of European Law, 1999. Vol. 5. 199. old.

¹⁵⁹ KECSKÉS, András: *Részvényárak mindenek felett? Érdekszférák a vállalatirányítás jogában*. 215–234. in Emlékkönyv Román László születésének 80. évfordulójára. Szerk. KISS György et al., Pécs, 2008. 228–229. old.

¹⁶⁰ SÁRKÓZY, Tamás: *A magyar társasági jog Európában*. HVG-ORAC Lap- és Könyvkiadó Kft., Budapest, 2001. 31. old.

¹⁶¹ LA PORTA, Rafael – LOPEZ-DE-SILANEZ, Florencio – SHLEIFER, Andrei: *Corporate Ownership Around the World*. The Journal of Finance (1999. április) Vol. LIV. 481. old.

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.¹⁶² A tőkekoncentráció fokozott igénye az amerikai társaságok esetében széles körű és elaprózott tulajdonosi struktúrát eredményezett. A nyilvános működés karakterisztikumai az Egyesült Államokban pontosan a befektetők és a vállalati ügyvezetők közötti kompromisszum körül összpontosultak.¹⁶³

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 befektetések 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. 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 professzor,¹⁶⁴ a *stakeholder* teória atyja *Strategic Management – A Stakeholder Approach* című monográfiájában utal arra, hogy az 1960-as években a klasszikus „Wall Street Rule”¹⁶⁵ 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*”.¹⁶⁶

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 tőzsdéi befektetésének gyakorlata, akár a háztartások, az „*özvegyek és árvák*”¹⁶⁷ szintjén is.¹⁶⁸ Az Európához viszonyított különbségek kézzelfoghatók néhány gyakorlati példán keresztül. Bill Gates, akit gyakran a *Microsoft* tulajdonosának nevez a köznyelv, 2010-ben valójában 10% alatti (körülbelül 9,6%) tulajdonrészt mondhatott magáénak.¹⁶⁹ Ennél korábbi adatokra támaszkodva megállapíthatjuk, hogy tulajdonrésze a kilencvenes évek végén sem volt nagyobb, mint 23,7%.¹⁷⁰ Azonban a vállalat amerikai típusú tulajdonosi struktúrájában ez

¹⁶² 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.

¹⁶³ 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.

¹⁶⁴ 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.

¹⁶⁵ Wall Street szabály.

¹⁶⁶ FREEMAN, R. Edward: *Strategic Management – A Stakeholder Approach*. PITMAN, Boston–London–Melbourne–Toronto, 1984., 9. old.

¹⁶⁷ F. X. Sutton, *Il credo dell' imprenditore americano* (Milánó, 1972) 67. A művet (olasz fordítás) hivatkozva GALGANNO, Francesco: *Globalizáció a jog tükrében*. HVG-ORAC Lap- és Könyvkiadó Kft. Budapest, 2006., 181. old.

¹⁶⁸ GALGANNO, Francesco: *Globalizáció a jog tükrében*. HVG-ORAC Lap- és Könyvkiadó Kft. Budapest, 2006. 181. old.

¹⁶⁹ 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.nbcnews.com/id/13348456/ns/business-us_business/t/bill-gates-transition-away-microsoft/

¹⁷⁰ LA PORTA, Rafael – LOPEZ-DE-SILANEZ, Florencio – SHLEIFER, Andrei: *Corporate Ownership Around the World*. The Journal of Finance (1999. április) Vol. LIV. 481. old.

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 részvényes (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 rövid távon is mérhetővé kell tenni. A befektető, aki mihamarabbi megtérülést remél a vagyoni eszközeinek kockázatától, 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 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 végletekig 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 Kostolany* hasonlatát emeljük ki, aki a tőzsde és a gazdaság viszonyát a kutya és a kutyasétáltató ember közötti viszonyhoz hasonlította.¹⁷¹ (A gazdaság teljesítménye egyenesebb ívet ír le, míg a tőzsdei árfolyamok ezt csak nagyobb eltérésekkel követik.)¹⁷²

A tőzsdei árfolyamok és a vállalati vezetők teljesítménye közötti összefüggés szempontjából tehát a rövid távon kimutatható profit válik elsődlegessé. Ezt nem kevés iróniával 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 középrövid 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 visszatekintenünk arra a szimpóziumra, amely San Franciscóban, 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

¹⁷¹ KOSTOLANY, André. *Mérlegen a jövő – Tegnap, ma, holnap*. PERFEKT, 1995. 17. old.

¹⁷² KOSTOLANY, André: *Több mint pénz és mohó vágy*. Lexecon Kiadó, Győr, 2006. 144. old.

alapján fogantak, később pedig tanulmányok formájában a Berkeley Business Law Journal 2005/1. számában is megjelentek.¹⁷³

Klein kritériumok egész „litániáját”¹⁷⁴ 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.¹⁷⁵

Klein tehát nem szigeteli el a profitorientált 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 mérhetőek kellő pontossággal. A *kleini* nézetek kritikái – jelentkezzenek nyíltan, avagy burkolt formában – szintén ebből a nézőpontból indulnak ki. A *kleini kritériumok* fontosságának elismerése mellett¹⁷⁶ azt is meg kell állapítanunk, hogy meggyőzően érvelnek azok a szerzők, akik szerint *Klein kritériumainak* hosszú sorát relativizálja, amennyiben azokat az értékpiacon erőterében 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 maximalálásán keresztül.¹⁷⁷

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.¹⁷⁸

¹⁷³ 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: An 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 Revisited: 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 of Professor William Klein*. Berkeley Business Law Journal (2005) Vol. 2. 135–140. old.

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

¹⁷⁴ GILSON, Ronald J.: *Separation and Function of Corporate Law*. Berkeley Business Law Journal, (2005) Vol. 2. 143. old.

¹⁷⁵ KLEIN, William: *Criteria for Good Laws of Business Association*. Berkeley Business Law Journal (2005) Vol. 2. 13. old.

¹⁷⁶ STOUT, Lynn A.: *Shareprice as a Poor Criterion of Good Corporate Law*. Berkeley Business Law Journal (2005–2006) Vol. 3. 57. old.

¹⁷⁷ GILSON, Ronald J.: *Separation and Function of Corporate Law*. Berkeley Business Law Journal (2005) Vol. 2. 145. old.

¹⁷⁸ GILSON, Ronald J.: *Separation and Function of Corporate Law*. Berkeley Business Law Journal (2005) Vol. 2. 144–145. old.

E gondolatmenetben is a részvényesek érdekei élveznek prioritást, amelyek a nyereségben öltönek testet. Emiatt érvelése elvezet oda, hogy a részvénytársaságok működési körében alkalmazandó jog egyetlen kritériuma, a részvényár-maximálás.¹⁷⁹ 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, hiszen *Klein* professzor *kritériumainak* megfogalmazásával egy időben azt is világossá tette, hogy azok részletesebb vizsgálat és vita kiindulópontjai lehetnek.¹⁸⁰

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.¹⁸¹

III.3.2. A stakeholder-elmélet

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.¹⁸²

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”.¹⁸³

A menedzsmentelmélet *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*”¹⁸⁴ nevezett korszak (az 1980-as évektől kezdődően) új megközelítést igényel a korábbi statikus megközelítés helyett, amely nem több a „*régi szép idők*” felfogásánál, ami „*a termékek és a szolgáltatások piacra juttatását*” jelenti.

E helyett 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, számos *stakeholder* csoportot is meghatározott. Ilyenek voltak például a kormányok,

¹⁷⁹ GILSON, Ronald J.: *Separation and Function of Corporate Law*. Berkeley Business Law Journal (2005) Vol. 2. 145. old.

¹⁸⁰ STOUT, Lynn A.: *Shareprice as a Poor Criterion of Good Corporate Law*. Berkeley Business Law Journal (2005–2006) Vol. 3. 56–57. old.

¹⁸¹ FREEMAN, R. Edward: *Strategic Management – A Stakeholder Approach*. PITMAN, Boston–London–Melbourne–Toronto, 1984., 31. old.

¹⁸² STOUT, Lynn A.: *Shareprice as a Poor Criterion of Good Corporate Law*. Berkeley Business Law Journal (2005–2006) Vol. 3. 57. old.

¹⁸³ FREEMAN, R. Edward: *Strategic Management – A Stakeholder Approach*. PITMAN, Boston–London–Melbourne–Toronto, 1984., 31. old.

¹⁸⁴ „*Turbulent Times*”, lásd FREEMAN, R. Edward: *Strategic Management – A Stakeholder Approach*. PITMAN, Boston–London–Melbourne–Toronto, 1984., 4-8. old.

a helyi közösségek szervezetei, a tulajdonosok, a fogyasztóvédelem, a fogyasztók, a versenytársak, a média, a munkavállalók, a beszállítók stb.¹⁸⁵

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 természet-tudományi 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 köszönhetőek. Ez önmagában is illusztrálja a többirányú megközelítés fontosságát, hiszen a jogi garanciák (például 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. A vállalati szféra globális üzleti tevékenysége egyre szélesebb körben érezteti hatását. A multinacionális nagyvállalatok szerepe a környezetszennyezésben megkérdőjelezhetetlen. A vonatkozó tudományos álláspontok szerint a környezetszennyezés és a globális felmelegedés között kimutatható kapcsolat van.¹⁸⁶ A globális felmelegedés potenciálisan a föld minden lakosát érintheti.¹⁸⁷ Ezek szerint bizonyos vállalatok bizonyos tevékenységének valamennyi ember érintettje lehet. Mégis érezzük,

¹⁸⁵ FREEMAN, R. Edward: *Strategic Management – A Stakeholder Approach*. PITMAN, Boston–London–Melbourne–Toronto, 1984., 25. old.

¹⁸⁶ 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.

¹⁸⁷ 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.

hogy a kapcsolódás ebben az esetben egyáltalán nem kézzelfogható. Ám jogosultságokon és kötelezettségeken keresztül kézzelfoghatóbbá tehető.¹⁸⁸ Ebben 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 csoportosítjuk a *stakeholdereket*, illetve bemutatjuk a csoportokat. Elemzésünk természetesen nem érintheti valamennyi *stakeholder* csoportot, ehelyett az a célunk, hogy a *corporate governance* szempontjából legfontosabbnak tűnő *stakeholdereket* bemutassuk, koncentrálna 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. Nem célunk, hogy átfogóan értékeljük valamennyi érintett státusát, 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 koncentrálna, hogy a jogi kapcsolódási pontok hol találhatóak és milyen irányban fejleszthetők.

III.3.3. 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 megkülönböztetés első lényeges szempontja, hogy nagy-, illetve kisméretű részvényesekről beszélünk-e. Viszont az első szempont lényegében máris meghatározza a másodikat: a részvényes képes-e tulajdonosi minőségben eljárni, illetve csak befektetőként vesz-e részt a társaság működésében?

Ami az első szempontot illeti, a kérdéstről 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 részvénybott birtoklásához kötődhet, noha ez nem minden esetben igaz. A társaság felett ugyanis bizonyos tulajdonosok akkor is gyakorolhatnak kontrollt, ha máskülönbben nem rendelkeznek a szavazatok többségével, de a belső megállapodások lehetővé teszik számukra. Itt jutunk el a részvényesek joggyakorlásának és a befektetői demokrácia megteremtésének frekvenciált kérdéséhez: az *egy részvény: egy szavazat* elvéhez. Az elvhez, amelyet más alapelvi 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.¹⁸⁹ Az EU sem erőlteti, az alapelv érvényesítését, ehelyett hanyag eleganciával lép át rajta és más szempontokon is, amelyek a vállalati kontrollt „kiegyensúlyozott játéktérbe”¹⁹⁰ 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 (*break-through rule*) opcionális alkalmazása. A kontinentális Európa defenzív hagyományainak köszönhetően a sikeres *takeover*ek száma elenyésző az angolszász államokhoz képest.

¹⁸⁸ Association of British Insurers, *Financial Risks of Climate Change*, Summary Report, 2005. június 1–40. old.

¹⁸⁹ *Aktiengesetz*, 12. §; 134. §, valamint a 139., 140. és 141. §.

¹⁹⁰ A *level playingfield* terminológiára gondolunk.

Érdeemes körülhatárolni a nagy- és a kisorvényesek mint *stakeholdereknek* a vállalat irányítási szisztémájában elfoglalt helyét. A nagyorvényesek (*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 kisorvényesek 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 akadályozzák a joggyakorlást. Az egyes tagállamok társasági jogait pedig globálisan jellemzi a tendencia, miszerint a kisebbségi jogok gyakorlását a korábbinál alacsonyabb szavazatminimumhoz kötik. Hazai példánál maradva, a 2006. évi Gt. 49. §-a a korábbi 10% helyett 5%-ban állapította meg e minimális értéket, sőt a rendelkezés *diszpozitív* jellegénél fogva a belső megállapodás ennél alacsonyabb határt is meghatározhatott.

Ugyanakkor meg kell jegyeznünk, hogy a kisorvényesek 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 tőzsdéi társaságok bármikor elhagyhatók az értékpapírok 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 tőzsdéi társaságként kíván működni.¹⁹¹ 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 kisorvényesekkel szemben 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 részvénypakett.

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 késznek mutatkoznak megbontani jelentősebb részvényblokkjaikat, abban a reményben, hogy nagyobb ütemű növekedést érhetnek el portfóliójuk átstrukturálásával (például a dél-amerikai és távol-keleti értékpiacon).

¹⁹¹ 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 piacon, sikeres IPO indítása.)

Láthatjuk, hogy ezeket a döntéseket egyre nagyobb részben motiválja a *technikai jellegű kereskedés*¹⁹² (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 szölamok 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 értékközpontú és értékorientált személyiséget és tevékenységet takarhat;¹⁹³ hiszen ki is vitatná el mindezeket a legendás magyar származású spekulánstól, *André Kostolanytól*?¹⁹⁴

Ugyanakkor a jogalkotókat hosszabb távon kihívás elé állíthatja, hogy milyen standardok érvényesüljenek a befektetővédelem 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*,¹⁹⁵ 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.*”¹⁹⁶

Igazgatók, más vezető tisztségviselők és menedzserek – A szűkebb értelemben vett *corporate governance* főszereplői kétséget kizáróan ebbe a kategóriába tartoznak.¹⁹⁷ 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.

¹⁹² 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.

¹⁹³ 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.

¹⁹⁴ 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.

¹⁹⁵ GREENWOOD, Daniel J. H. a *University of Utah – S. J. Quinney College of Law* professzora, akinek érdeklődése elsődlegesen az üzleti organizációk jogára összpontosul.

¹⁹⁶ GREENWOOD, Daniel J. H.: *The Dividend Puzzle: Are Shares Entitled for the Residual?* *The Journal of Corporation Law* (2006–2007) Vol. 32. 108. old.

¹⁹⁷ 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.

Az igazgatók státusát 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 kétszintű irányítási struktúrája általában a nagyrésztvényesek aktív irányítási igénye mellett működik. Miután az irányító testület (*igazgatóság*) mellett ellenőrző szerv (felügyelőbizottság) 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* ápoltság nexus, 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.¹⁹⁸

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 jegyezni 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 felügyelőbizottsági 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 felügyelőbizottsági 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.¹⁹⁹ Viszont *stakeholder* minőségük ennél érdekesebben alakulhat, hiszen a felügyelőbizottsági 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 miatt. A gyakorlat ennél persze árnyaltabb képet mutathat. Nem kell elrugaszkodnunk a hazai példától ahhoz, hogy a felügyelőbizottsági 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 funkciót a nem ügyvezető (*non-executive*) tagok végzik.

¹⁹⁸ 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.

¹⁹⁹ 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,²⁰⁰ amely a 2008-as botrányok tükrében már politikai választ követelt. Az Egyesült Államokban ugyanis a pénzügyi szektor megsegítésének érdekében²⁰¹ pénzügyi „tűzoltásra” emlékeztető jogalkotás vette kezdetét, amelynek eredménye az *Emergency Economic Stabilization Act of 2008* volt,²⁰² amelynek eredménye végül a pénzügyi szektor 700 milliárd dollárral történő kisegítése²⁰³ lett. Ugyanakkor az ezt követő botrányok rámutattak, hogy a vállalati vezetők a segélyre szánt összeg jelentős részét javadalmazásra fordították,²⁰⁴ 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 tag²⁰⁵ foglal helyet közöttük.²⁰⁶ A társaság belső irányítási rendszerében, így különösen a bizottságokban (audit, javadalmazási és kinevezési 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 észszerűtlen 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”²⁰⁷ 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 felelősége a posztmodern társasági jogban egyre nagyobb jelentőséget nyert.²⁰⁸ A 2002-es amerikai vállalati botrányokat követő *Sarbanes-Oxley* jogalkotás²⁰⁹ egyaránt erősítették a pénzügyi beszámolókért és

²⁰⁰ HALÁSZ, Vendel – KECSKÉS, András: *Mennyit és miért? Mértékek és jogcímek a vállalati vezetők javadalmazásában*. Jogtudományi Közlöny, 2010. No. 2. 72–82. old.

²⁰¹ Gondolunk itt a *Bear Stearns* és a *Lehman Brothers* és más jelentős pénzintézetek csődjére, valamint a szorult helyzetbe kerül *American International Group* kisegítésére.

²⁰² 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.

²⁰³ Az angol terminológiával „*Bank Bailout*”.

²⁰⁴ 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>

²⁰⁵ CLARKE, Donald C.: *Three Concepts of the Independent Director*. *Delaware Journal of Corporate Law*, 2007. Vol. 32. 78–108. old.

²⁰⁶ SALE, Hillary A.: *Independent Directors as Securities Monitor*. *Business Lawyer*, 2005–2006. Vol. 61. 1374–1380. old.

²⁰⁷ Ezt a terminológiát használja a vonatkozó uniós 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.

²⁰⁸ NOCHTA, Tibor: *A magánjogi felelősség útjai a társasági jogban*. Dialóg Campus Kiadó, Budapest–Pécs, 2005. 211–213. old.

²⁰⁹ 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.

a társaságirányítás belső kontrollrendszeréért való felelősség polgári és büntetőjogi vonatkozásait.²¹⁰ A felelősség kritériumai Európában is szigorodtak; az Unió a pénzügyi beszámolóért való egyetemleges felelősség mellett tette le a voksát, ami az igazgatósági tagokat egyenként is fokozottabb körülményekre 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 külsőségeiben 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*)²¹¹ a külsőségeiben megnyilvánuló lojalitás mellett azt is elvárták, hogy a munkavállalók megtakarításaikat 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 érvelest, 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 megvan 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*”²¹² jelentőségéről.²¹³ 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 kimondja, hogy a részvénytársaság azon alkalmazottai, akik a bírósági eljárás során csalásra vonatkozó információt szolgáltatnak a kibocsátóról, nem bocsáthatók el, nem fenyegethetők meg, valamint egyéb eszközzel sem diszkriminálhatók a munkáltató által. Amennyiben ez mégis megtörténik – és hitelt érdemlően bizonyítható –, úgy a munkáltató köteles őket visszavenni, méghozzá a korábbiak megfelelő pozícióba, azonos díjazás mellett.

III.3.4. 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.

²¹⁰ 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. 61. old.

²¹¹ 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.

²¹² A „*whistleblower*” tükrőfordításban „*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.

²¹³ BAUMGARTNER, Fabrice: *Whistleblower Procedures and Personal Data Protection in France*. The Corporate Governance Law Review, 2007. Vol. 3. No. 2. 206–224. old.

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.²¹⁴ 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 *stakeholder*ek, szűkebb körű védelmet élvezhetnek csak, a kisebb összegű tőkeminimumokon keresztül. Példának okáért Magyarországon egy zártkörűen működő részvénytársaság megalapításához csak 5 millió forint, míg nyilvánosan működő esetén 20 millió forint 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.²¹⁵ 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.

Érdemes kiemelni, hogy a 2006. évi Gt. bevezetett egy meglehetősen ellentmondásos rendelkezést, amely előírja, hogy fizetéképtelenséggel fenyegető helyzetben a vezető tisztségviselőknek elsősorban a hitelezői (nem pedig a tulajdonosi) érdekek szerint kell eljárnia.²¹⁶ Ez a gyakorlatban szinte megoldhatatlan helyzetet teremt, hiszen a tisztségviselő státusa 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).²¹⁷ 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.

²¹⁴ 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.

²¹⁵ Lásd a 2006. évi IV. törvény a gazdasági társaságokról 50. § (1) bekezdését.

²¹⁶ Lásd a 2006. évi IV. törvény a gazdasági társaságokról 30. § (3) bekezdését.

²¹⁷ LA PORTA, Raffael et al.: *Law and Finance*, Journal of Political Economy. University of Chicago Press, 1998. Vol. 106(6). 1136–1137. old.

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 *Delaware-ben*.²¹⁸ 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.)²¹⁹ Európa „*Delaware államának*” címére sokáig Hollandia pályázott, amely törekvése az EU jogának alapelveit figyelembe véve nem lehetett maradéktalanul sikeres.

A nagy társaságok adóoptimalizálásához persze nem elegendő, ha az anyavállalat az adójogi szempontból kedvező helyen van bejegyezve. Ehhez az is szükséges, hogy a különböző államokban bejegyzett leányvállalatok minimalizálni tudják a lokális profitjukat. Ennek eszköze, hogy különböző jogcímeken (például 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 széles körű 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, például tanácsadás stb.).

Az állam szerepe az adójogi vonatkozásokon 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.²²⁰ 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

²¹⁸ 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.

²¹⁹ 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.

²²⁰ 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.

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* baseballcsapat 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 figyelembevétele mellett járt el, amely ezúttal a lakossági érdek szem 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.²²¹

²²¹ FAIRFAX, Lisa M.: *The Rethoric of Corporate Law: The Impact of Stake Holder Rethoric on Corporate Norm.*, The Journal of Corporation Law, 2005–2006. Vol. 31. 684. old.

A Nemzeti Közsolgálati Egyetem kiadványa.



Nemzeti Közsolgálati Egyetem;
Államtudományi és Közigazgatási Kar
www.uni-nke.hu

Felelős kiadó:

Prof. Dr. Kis Norbert
dékán

Címe:

1083 Budapest, Üllői út 82.

Kiadói szerkesztő:

Császár-Biró Anna

Tördelőszerkesztő:

Vöröss Ferenc

