

## A GAZDASÁGI TÁRSASÁGOK ÉS A BEFEKTETÉSEK

### *I. A befektetések és a gazdasági társaságok viszonyáról*

Az üzleti életben az ezredfordulót követően a kisvállalkozások helyzete is nagy érdeklődésre tartott számot. A jogalkotók világszerte igyekeztek megkönnyíteni a kisvállalkozások gyorsabb és takarékosabb piacra lépését.

Ugyanakkor az 1990-es évek végétől érvényesülő globális tendencia szerint számos sikeres nagyvállalat értékpapírai – úgy festett – megállíthatatlanul törtek magasabb és magasabb árfolyamra. A kitűnő eredményekben jelentős szerepe volt az innovációnak és az új informatikai eredmények alkalmazásának is. A fejlődés üteme azonban idővel megtorpant és 2002-re számos nagy részvénytársaság befektetői szembesültek azzal, hogy a magas részvényárak mögött nem állt valós gazdasági teljesítmény.

A társasági jogi szakirodalmat a 2002-es év nagy vállalati botrányait követően aktívan foglalkoztatják a befektetők védelmével és az áttekinthető vállalatirányítással összefüggő kérdések. Az Egyesült Államokban pedig aktuális kérdéssé vált a társasági jog elméletével foglalkozók körében, hogy voltaképp melyek a *corporate law* funkciói és kritériumai.<sup>1</sup> Meghatározásuk során egyes álláspontok odáig jutottak, hogy a végső és egyetlen igazán fontos kritérium a részvényárak emelkedése.<sup>2</sup>

Mindezeknek megfelelően, az új évezred nyitányán mind a nyílt tőzsdei forgalomban működő részvénytársaságok részvényeseit, mind pedig a kisebb társaságok tagjait aktívan foglalkoztatták a befektetésekkel és finansziális szempontokkal összefüggő kérdések a társasági szférában.

A befektetés fogalmát igen nehéz lenne körülhatárolni. A befektetett vagyon nagyságrendjétől, a befektető indíttatásától és az eltérő piaci törvényszerűségektől függően többféle nézőpontból tekinthetünk azokra, akik vagyoni eszközeiket mobilizálják. Tágabb értelemben vagyoni eszközök elhelyezésének valamennyi módját tekinthetjük befektetésnek.

Témánk szempontjából azonban érdemes ennél szűkebb meghatározást adni, mert a gazdasági társaságok világában a vagyoni eszközök elhe-

lyezésének számos indoka lehet. A kis vállalkozások működési költségeitől egészen a nagy vállalatok világában előforduló milliárdos beruházásokig, számos indoka lehet annak, hogy valaki úgy döntsön, pénzeszközeit valamely gazdasági társaságba fekteti. Mindezekre tekintettel érdemes figyelmet fordítanunk arra a kérdésre, hogy témánk szempontjából kit tekinthetünk voltaképpen befektetőnek – *szűkebb értelemben*.

1. A befektető legfontosabb fogalmi eleme legelőször is az, hogy *gazdasági növekmény céljából mobilizálja vagyoni eszközeit*. A vagyoni eszközök ugyanis több okból mobilizálhatók, elég csak a létfenntartáshoz kötődő kisebb-nagyobb horderejű magánjogi aktusokra gondolnunk, avagy az életvitelhez kötődő egyéb visszerthes szerződésekre. Ezek során is megtörténik ugyan a vagyoni eszközök mobilizálása, azonban a cél itt nem a gazdasági növekmény, hanem valami más, a szerződés céljából adódó egyéb eredmény.

2. A befektetés második fontos fogalmi eleme, hogy *a gazdasági növekmény tőkejövedelem útján jelentkezik*. A felhasznált vagyoni eszközök segítségével ugyanis sok mindenhez hozzá lehet jutni, ami ugyan végső soron hasznot hajt, de a növekedés mégsem tőkejövedelem jellegű, hanem egyéb úton jelentkezik. Például, amennyiben valaki munkagépet vásárol, hogy azzal dolgozzon és ilyen módon pénzt keressen, akkor ebben az esetben megvalósul az előző pontban vázolt kritérium, miszerint vagyoni eszközeit gazdasági növekmény céljából hasznosította. Azonban az ilyen típusú tranzakciót mi most mégsem soroljuk a befektetések közé, mivel az ebből származó jövedelem még a verejték szagát és nem a pénz illatát hordozza magán. Elmarad a növekedés tőkejövedelem jellege, összehasonlítva például egy értékpiacon történő tranzakcióval, ahol a befektető a vásárolt értékpapírok árfolyam növekedését reméli. Amíg tehát a munkából vagy egyéb hasonló tevékenységekből származó jövedelem *aktív* személyes közreműködést igényel, addig a befektetésből származó nyereség mindig *passzív*, árfolyamnövekmény jellegű, vagyis maga a vagyon – a tőke – hajt hasznot.

3. Végezetül a befektetés fontos fogalmi eleme *a vagyoni eszközök mobilitása*. Ennél fogva nem tekinthető szűk értelemben lévő befektetőnek az sem, aki lakás célra vásárol ingatlant hosszabb időre, miközben a szerzemény árfolyam-emelkedésének örvend. A magyar ingatlanpiacot az 1990-es évek derekától körülbelül napjainkig tartó ingatlanár-növekedés jellemezte. Azonban mégsem gondolhatjuk komolyan, hogy mindazok szűkebb értelemben vett befektetőnek is tekinthetők, akik korábban alacsonyabb vételáron vásárolt ingatlanjukat drágábban értékesítették. Igaz, hogy ők vagyoni eszközt mobilizáltak, hogy azon keresztül gazdasági növekményhez jussanak, igaz az is hogy a növekmény tőkejövedelem jel-

legű, passzív növekedés. Ami ebben az esetben elmarad az a vagyoni eszköz mobilitása. A befektető karakteréhez hozzátartozik, hogy a hasznot a megfelelő időben realizálja, figyel a kedvező és a kedvezőtlen ciklusok váltakozásaira, rajta tartja szemét a piaci eseményeken és tettere készen várja a megfelelő alkalmat. Amennyiben például egy értékpapíron árfolyamnövekményt realizálhatna megteheti, hogy értékesíti azt és ezzel hozzájut a haszonhoz, avagy tovább várakozik, abban bízva, hogy a kedvező értékpiacon helyzet további hasznot is hajthat. Azonban bármit is tesz, tudatosan teszi, készen arra hogy a *mobilitás* kritériumának megfelelően lépéseket tegyen, ha a szükség úgy kívánja.

## **II. Befektetők-e a személyegyesítő társaságok tagjai?**

A személyegyesítő gazdasági társaságok, a tagok személyes közreműködésén alapuló formációk. Európában főként a kis- és középvállalkozások működnek valamely személyegyesítő társasági forma alatt. A kisvállalkozások gyors és költségtakarékos piacra lépése, fontos jogpolitikai szempont, amely az Európai Tanács 2000. júniusában, Feirában tartott értekezletén elfogadott Európai Kisvállalkozói Chartában is kiemelt hangsúlyt kapott.

A német mintát követő magyar jogi szabályozás közkereseti társaság és betéti társaság alapítását teszi lehetővé azoknak a vállalkozóknak, akik gazdasági tevékenységüket személyegyesítő társasági formában kívánják folytatni.<sup>3</sup>

Az ilyen személyegyesítő társaság típusokat el kell különíteni a tőkeegyesítő társasági típusoktól. Amíg ugyanis a tőkeegyesítő társaságok a tagok pénzeszközöket egyesítik, addig a személyegyesítő formációk a tagok gazdasági tevékenységének biztosítanak jogi kereteket. A magyar társasági jog személyegyesítő társaságként a közkereseti társaságot és a betéti társaságot ismeri, tőkeegyesítő társaságként pedig a részvénytársaságot. A két típus közötti átmenet a korlátolt felelősségű társaság, amely egyaránt mutat személy- és tőkeegyesítő jegyeket, meg kell azonban jegyezni, hogy a magyar szabályozási viszonyok között, a kis- és középvállalkozások körében előtérbe kerül személyegyesítő jellege.

A személyegyesítő társaságok közös jellemzője, hogy kis taglétszámmal és alacsony tőkével jönnek létre és működnek.<sup>4</sup> A kis taglétszám biztosítja a tagok összehangolt tevékenységét. A személyegyesítő társaságok tagjai ismerik egymást, jellemző a közöttük fennálló bizalmi viszony, amely gazdasági együttműködésük alapja.

A személyegyesítő társaságokra nézve a törvény nem ír elő kötelező tőke minimumot sem. Ennek köszönhető, hogy a betéti társaság egészen minimális tőkével is megalapítható és működtethető. (Más, tőkeegyesítő

jegyeket mutató gazdasági társaságok esetében a törvény meghatározza az alapításhoz és működéshez szükséges minimális tőkét, amelynek indoka a hitelezővédelemben keresendő. Ez korlátolt felelősségű társaság esetében 3.000.000 Ft Részvénytársaság esetében 20.000.000 Ft). A hitelezők védelme ugyanis a személyegyesítő formációk esetében nem a társaság magas tőkéjén keresztül valósul meg, hanem a korlátlan, egyetemleges és mögöttes (bel)tagi felelősségnek köszönhetően, amelyről később részletesebben esik szó.<sup>5</sup>

Magyarországon, az üzleti szférában igen ritka az olyan közkereseti társaság, illetve betéti társaság, amely igazán tőkeerős nagyvállalkozásként működne. A kisvállalkozók ellenben előszeretettel választják a betéti társaságot, mint működési formát gazdasági tevékenységük folytatására. A közkereseti társaság ellenben nem kimondottan közkedvelt, igen ritkán alkalmazott társasági forma. Ennek oka a két társaság közötti eltérő felelősségi modellben keresendő.

Kevés szót érdemel a befektetések szempontjából, a felelősségi viszonyai miatt népszerűtlen közkereseti társaság. Tagjai ugyanis egymással azonos módon, korlátlanul, egyetemlegesen – habár mögöttesen – felelnek a társaság tartozásaiért. Ebben a felelősségi konstrukcióban pedig nem tudják elválasztani saját vagyoni viszonyaikat a társaság vagyoni viszonyaitól. A korlátlan felelősség veszélye arra készítheti a közkereseti társaságba pénzt fektetőket, hogy ne társuljanak olyasvalakivel, akiben nem bíznak meg teljes mértékben. Továbbá minden tag elemi érdeke, hogy személyesen közreműködhessen a társaság üzletvitelében.

Míndezek alapján a közkereseti társaság tagjai nem befektetőként jelennek meg az üzleti életben, sokkal inkább arról van szó, hogy gazdasági tevékenységüket társasági formában gyakorolják. Jelentősebb vagyoni eszközöket rendszerint nem is bocsátanak a társaság rendelkezésére, a közkereseti társaság működési költségei pedig rendszerint alacsonyak.

A betéti társaság ezzel szemben olyan társasági forma, ahol a korlátlan felelősség mellett megjelenik a korlátozott felelősség is. A betéti társaság alapításához ugyanis legalább egy korlátlanul felelős beltág és legalább egy (*cum viribus*) korlátozottan felelős kültág szükséges. A kültág nem tartozik felelősséggel a társaság tartozásaiért, csupán vagyoni betétjének szolgáltatására köteles. A társasági formában történő személyegyesítés így sokkal könnyebben létrejöhet, mint a közkereseti társaságok esetében, hiszen a korlátozott felelősség kínálta védelem mellett a bizalom csekélyebb foka is elégséges hozzá. A befektetett vagyoni eszköz pedig teljes egészében független a kültág magánvagyonától.

A magyar gazdasági életben a betéti társaságok jelentik (a korlátolt felelősségű társaságokkal együtt) a magánvállalkozások fő formáját.<sup>6</sup>

Előfordulásuk gyakoriságát tekintve a betéti társaságok száma meghaladja a korlátolt felelősségű társaságok számát, vagyis napjainkban a betéti társaság a legnépszerűbb társasági forma Magyarországon, a gazdasági szférában.<sup>7</sup>

Talán nem túlzás azt állítani, hogy a betéti társasági működési forma a kisvállalkozások körében, részben éppen felelősségi viszonyai miatt örvend nagy népszerűségnek. Lehetőséget kínál ugyanis olyan tőkebefektetésre, amely korlátozott felelősség védelme mellett, személyes közreműködés nélkül történhet meg, ráadásul úgy, hogy közben a tőkebevitel minimális értéke sincs meghatározva. A betéti társaság kültagja ugyanis csak vagyoni betétjét köteles szolgáltatni, de ezt követően a társaság tartozásaiért nem felel. Ez a korlátozott felelősségi alakzat pedig alkalmas arra, hogy függetlenítse a kültag magánvagyonát a társaság vagyoni viszonyaitól. Ez pedig nyilvánvalóan vonzóbb alternatíva egy vezető tisztségviselésre nem vállalkozó társasági tag számára, minthogy példának okáért egy közkereseti társaság korlátlanul felelős tagjává váljon. A gazdasági életben csak ritkán – akkor is főként rokonok, illetve családtagok viszonylatában – fordulhat elő olyan erős bizalmi kötelék a gazdasági társaságok tagjai között, hogy korlátlan és egyetemleges felelősséget vállaljanak az általuk alapított, vagy működtetett társaság tartozásaiért. A korlátozott felelősség által kínált védelem viszont ösztönözheti a vállalkozási kedvet. Egy vezető tisztségviselő (üzletvezető) beltág mellett, ugyanis az említett kockázatoktól mentesen válhat valaki betéti társaság kültagjává.

A korlátozott felelősség kínálta előnyök ugyan más módon is hozzáférhetők a gazdasági életben (például korlátolt felelősségű társaság tagjaként), azonban jóval nagyobb anyagi ráfordítást igényelnek (a kft. szigorú tőkevédelmi szabályai miatt)<sup>8</sup> és az adminisztratív költségek emelkedésével járhatnak együtt (pl. magasabb könyvelési díj). Ezzel szemben a betéti társaság esetében hasonló nagyságrendekről nem beszélhetünk. Az új Gt. ugyan nem emeli fel a korlátolt felelősségű társaság törzstőkéjének minimális összegét, de ez a 3.000.000 Ft-ban meghatározott törzstőke minimum még így is megnehezítheti a társaság alapítását, szemben a betéti társasággal, amelynél hasonló tőkeminimumról nem beszélhetünk.

A magyar gazdasági és foglalkoztatási struktúrában, az 1990-es években kirajzolódó kényszervállalkozási szisztéma alapegysége – éppen az említett okoknál fogva – a betéti társaság lett. A nem munkaviszonyban, hanem megbízási szerződés alapján foglalkoztatott beltág számára ugyanis a társasági működési forma számlaképességet biztosított, a társaság alacsony működési költségei mellett pedig elég volt, ha egy – a társaság működésében formálisan résztvevő – kültag, a korlátozott felelősség védelmében és mindenemű személyes közreműködés nélkül, alacsony összegű vagyoni betétet szolgáltatott.

A betéti társaságok költségtakarékos alapítását és az alacsony nagyságrendű kültagi betéteket illetően meg kell jegyezni, hogy a bírósági gyakorlat is ennek a tendenciának kedvezett az 1990-es évek elején. Miután ugyanis a törvény nem írta elő (és ma sem írja elő) a vagyoni betétek legkisebb összegét, ezért a cégbíróság sem vonhatta mérlegelési körébe, hogy a befizetett vagyoni betétek összege elegendő-e a társaság közös gazdasági tevékenységének folytatásához, végső soron pedig a betéti társaság meg alapításához. Azon az alapon tehát, hogy a megállapodás szerint szolgáltatott vagyoni betétek összege túlzottan alacsony, a cégbejegyzés nem megtagadható. Vita tárgyát csupán az a kérdés képezi, hogy az elhanyagolható mértékű vagyoni betét kifejezhet-e komoly szerződési akaratot. Azonban a Legfelsőbb Bíróság vonatkozó ítéletében<sup>9</sup> arra mutatott rá, hogy ilyen esetben nincs jogszabályi alapja a bejegyzési kérelem elutasításának. Ebből adódóan, a cégbírósági gyakorlatban előfordult, hogy a kültag által szolgáltatott 100 Ft. összegű vagyoni betéttel jegyeztek be betéti társaságot.

A Kkt. tagok és Bt. beltagok vagyoni eszközeiket nem klasszikus befektetői minőségben helyezik el. A társaság gazdasági tevékenysége és esetleges csődje, avagy nagy összegű tartozása nem csak az ő vagyoni betétjüket, de teljes magánvagyonukat is befolyásolhatja. Emellett 2006-ig érvényesülő elv volt, hogy a személyegyesítő társaságok üzletvezetését és képviselését is csak a korlátlanul felelős tagok láthatták el. Ezért tulajdonképpen elmondhatjuk, hogy a vagyoni eszközeiket még a személyes közreműködéstől sem tudták teljes mértékben elválasztani általános esetben csak akkor, ha a társasági szerződésben ebben külön rendelkeztek. A 2006. évi új Gt. egyébiránt már feltörte a korábbi szabályozás szigorát, lehetőséget biztosítva a tagok számára, hogy a társasági szerződésben a Bt. kültagot jogosítsák fel a társaság üzletvezetésére és képviselésére.

Felmerül a kérdés, hogy a betéti társaságok kültagjai szűk értelemben vett befektetők-e? Ők ugyanis fent vázolt *cum viribus* felelősségi alakzatuknak köszönhetően képesek arra, hogy a társaságban elfoglalt vagyoni pozíciójukat függetlenítsék a magánvagyonuk többi elemétől. Ennek ellenére elmondhatjuk, hogy legnagyobb részben a Bt. kültagok nem befektetési céllal helyeznek el pénzt a társaságban, hanem csupán a beltag – korlátozott felelősségi alakzattal védett – társai a vállalkozásban. A társaság ügyvitelétől elkülönülten, jelentéktelen betéti hányaddal is rendelkezhetnek, de olyan is előfordul közöttük, aki aktívan működik közre a közös gazdasági tevékenységben és jelentős betéti hányaddal rendelkezik. Nagy általánosságban mégsem állíthatjuk, hogy pénzeszközeiket befektetői minőségben mobilizálják, mivel az előbbi esetben a kültag – nem ritkán – szívességi alapon látja el a háttérben meghúzódó csendes társ szerepét, az utóbbiban pedig nem pénzeszközeit, hanem szaktudásával, munka-

végzésével, személyes közreműködésével járul hozzá a társaság reménybeli sikereihez.

A német minta alapján működő magyar személyegyesítő formációk azonban rendszerint alacsony tőkével jönnek létre és működnek, így azokban nem az elhelyezett pénzeszközök hajtának hasznot, hanem a tagok szakértelemén, munkavégzésén avagy innováción alapuló tevékenysége. Elmondható, hogy a Bt. azért is számított olyannyira közkedvelt működési formának, mert alapítása és működtetése nem igényel túlzottan nagy költségeket, még az alapításhoz szükséges tőkeminimum sincs törvényben rögzítve. A tagok tehát rendszerint nem pénzt fektetnek be, hanem gazdasági *tevékenységüket* egyesítik, mikor valamely személyegyesítő társasági forma megalakítása mellett döntenek.

Az elmondottak azonban nem teljesen helytállóak, amennyiben azokat az angolszász – kiváltképp pedig az amerikai – társasági jog keretei között értelmezzük. Ott ugyanis a személyegyesítő formációk – *partnership*ek – széles spektrumával találkozhatunk az üzleti életben, amelyek közül többet méltán említhetünk, mint igazi nagy beruházást. A kis vállalkozástól egészen a dollár milliárdok befektetéséhez használt társulásokig alkalmazott társasági forma a *partnership*.

A *partnership*eknek két formáját különböztethetjük meg, a *general partnership*et (G. P.) és a *limited partnership*et (L.P.). A *general partnership* az európai közkereseti társaságok megfelelője, mert azt azonos jogállású *general partnerek* alkotják, amíg a *limited partnership*ek a betéti társasághoz hasonlítanak, mert a korlátlanul felelős *general partner* mellett korlátozottan felelős *limited partner* áll. A hasonlóságok mellett azonban mindenképpen meg kell jegyezni, hogy számottevő eltérés mutatkozik az amerikai és az európai modell között. Az amerikai jogban példának okáért a *partnership* létrehozása során nincs szerződéskényszer, az létrejöhet pusztán abból a tényből adódóan, hogy a ténylegesen tagok közösen folytatják gazdasági tevékenységüket.<sup>10</sup> Másrészt az európai gazdasági életben a személyegyesítő formák rendszerint alacsony tőkével alakulnak és működnek. Ezzel szemben az Enron ügyben szereplő *partnership*ek hatalmas tőkével működtek, a JEDI L. P. példának okáért egy 500 millió dollár értékű *partnership* volt.

### **III. A személyegyesülések és tőketársaságok közötti átmeneti formák (a korlátolt felelősségű társaság és a zártkörűen működő részvénytársaság)**

A korlátolt felelősségű társaságok és a zártkörűen működő részvénytársaságok átmenetet képeznek a személyegyesítő és a tőketársaságok között. Tőkéjük nagyságát tekintve is rendkívül heterogén képet mutatnak. Vagyoni

helyzetük a törvényi kritériumok alapján éppen hogy elégséges tőkéjű társaságoktól egészen a milliárdos beruházásokig, széles skálán mozoghat.

A jogi szabályozásuk hátterét alapul véve a legtöbb ország társasági joga eleve bizonyos mértékű tőkeminimum meglétéhez köti alapításukat és működésüket. Azonban, ha a magyar jogi szabályozást vesszük alapul, elmondhatjuk, hogy a törvényi tőkeminimumok az új 2006. évi Gt.-ben az előző 1997-es szabályokhoz képest nem emelkedtek, valamint a közeljövőben hatályba lépő törvénymódosítás még csökkenteni is fogja ezeket az összegeket. Ez illeszkedik az európai tendenciákhoz is, így e formációk tőketársasági jellege nemzetközi viszonylatban is háttérbe szorulhat.

A legmarkánsabb személyegyesítő vonás, amelyet ezek a társaságok mutatnak, hogy a tagok zárt köre és bizalmi viszonya csekélyebb vagy jelentősebb mértékű védelmet élvez. A korlátolt felelősségű társaság esetében – amellett, hogy tilos a tagokat nyilvánosan toborozni – törvényen és szerződésen alapuló elővásárlási jog biztosíthatja, hogy az üzletrészek ne kerülhessenek olyan személy tulajdonába, aki a tagok bizalmát nem élvezi.

A korlátolt felelősségű társaságok emiatt nagyon is sok személyegyesítő vonást mutatnak ahhoz, hogy egyértelműen a tőketársaságok közé soroljuk őket. Meg kell azonban jegyezni, hogy a korlátolt felelősségű társaság tagjai már igenis lehetnek befektetők a szó szűk értelmében: vagyonuk egy részét úgy mobilizálhatják, hogy az ügyvezetést és a személyes közreműködést másra bízzák. Ez elviekben a betéti társaság kültagjainak számára is lehetséges, ám a gyakorlat mégis azt mutatja, hogy a korlátolt felelősségű társaság tagjainak esetében van realitása ennek a megoldásnak. A korlátolt felelősségű társaság tagját is – a betéti társaság kültagjának esetében már ismertetett – *cum viribus* felelősség védi, ebből adódóan mindazok, akik pénz és egyéb vagyoni eszközeiket korlátolt felelősségű társaság alapításába fektetik, avagy abban vásárolnak üzletrészt, magánvagyonuk egyéb részét elkülöníthetik a társaság ügyeitől.

Emellett kétségtelen, hogy az új, 2006. évi Gt. alapjaiban is megkönnyítette a korlátolt felelősségű társaság alapítását a befektetők számára, mint-hogy a tőzstőke minimális értékét immár tisztán nem vagyoni szolgáltatással (apport) is a társaság rendelkezésére bocsáthatják. Ez a megoldás pedig megkönnyíti a pénzeszközökben szerény, egyéb rendelkezésre bocsátható vagyoni eszközökkel viszont rendelkező vállalkozó helyzetét.

Habár a részvénytársaságok gazdasági jelentőségüknél fogva, egyre nagyobb érdeklődésre tartanak számot, az amerikai jogirodalomban mégis találkozhatunk már azzal a szemléletmóddal, amely élesen elkülöníti a részvénytársaságot (*corporation*), az egyéb üzleti organizációktól (*unincorporated business organizations*).<sup>11</sup> Néhány álláspont pedig egészen odáig megy, hogy csak a nyíltan működő részvénytársaságok (*public corpora-*



tions) joga az, amely valóban a *corporate law* kategóriába tartozik és nem sorolandó ide a zártan működő részvénytársaságok (*private corporations*) joga.<sup>12</sup>

Ezeknek az érveléseknek a hátterében az a felismerés áll, hogy az értékpiazi viszonyok nem befolyásolják a befektetők helyzetét a zártkörűen működő részvénytársaságok működési körében.

Az üzleti élet gyakorlatában immár valóban nehéz megragadni a különbséget a zártkörűen működő részvénytársaság és a korlátolt felelősségű társaság között. Az előbbi inkább az angolszász befektetők igényeinek felel meg, míg az utóbbi a kontinentális európai jogok népszerű formája.

Egyelőre a nemzeti jogalkotások által követett tendencia, hogy a két társasági formát egymás mellett fenntartják, a befektetők pedig eldönthetik, hogy melyiket választják. A magyar Gt. miniszteri indokolása is emellett a megoldás mellett teszi le a voksát. Hasonlóan az Egyesült Államok társasági jogi szakirodalma is hangsúlyozza a két forma közötti hasonlóságot. Az Amerikában viszonylag fiatal intézmény, a Limited Liability Company (LLC) is főként a külföldi befektetők tőkéjének befogadására szolgál, akik nagyobb bizalommal fordulnak az általuk már ismert korlátolt felelősségű társaság felé.

#### **IV. A nyílt tőzsdei forgalomban működő részvénytársaságok és a részvényesek**

A nyílt tőzsdei forgalomban működő részvénytársaságok részvényesei befektetők a szó legszűkebb és legszorosabb értelmében. A részvényesek, akik pénzeszközöket értékpapír vásárlás céljából mobilizálják, tisztában vannak azzal, hogy befektetéseik hozama nagymértékben függ az értékpiazi erőtér saját törvényszerűségeitől is. E törvényszerűségek határozzák meg a részvénytársaságok jogi szabályozásának sajátos karakterét, ahol előtérbe kerülnek az érdekellettek (pl. a befektetők és a vállalati menedzsment között), a bennfentes kereskedelem és információáramlás jogi minősítése valamint a befektetők védelme és a gazdálkodás áttekinthetőségét segítő számviteli szabályok.

A befektetők státuszát az elmúlt öt évben a nagy vállalati botrányok, valamint az azokból eredő jogalkotási tendenciák és tanulságok befolyásolták leginkább. A csóddal és a tőzsdei árfolyam mélyrepülésével járó vállalati botrányok egyik részről közvetlenül is befolyásolták a befektetők státuszát a tulajdonukban álló részvények árfolyam csökkenéséből eredő veszteségen keresztül, mint a magyar Posta Bank ügy, avagy az amerikai Enron, Worldcom ügyek. Másfelől a globális üzleti élet tendenciái és a jogalkotás irányai is ezekből a tapasztalatokból indulnak ki, ezért közvetett módon minden befektetőt érinthetnek a vállalati botrányok követ-

kezményei. Amennyiben például az amerikai *Sarbanes-Oxley Actet* vesszük alapul, a maga *extra territorialis* hatályával, világosan láthatjuk, hogy nem csak az amerikai vállalatokat érintik a benne foglalt törvényi rendelkezések, hanem *minden* olyan vállalatot, amelyet valamely amerikai értékpiacon jegyeznek. Így a Deutsche Telekom Csoport tagjaként működő Magyar Telekom Csoportot is, amely 1997 óta jelen van mind a Budapesti Értéktőzsdén (BÉT), mind a New York-i (NYSE). Ez az indoka annak, hogy elemzésünk során következő részében az Egyesült Államok eseményeire összpontosítunk.

A részvénytársaságok az Amerikai Egyesült Államokban és Európában egymástól eltérő arculatot mutatnak. A befektetők szempontjából az utóbbi években az amerikai események tűnnek érdekesebbnek.

Az amerikai *corporation*-t plurális, elaprózott részvényes-struktúra jellemzi. A részvényesek elaprózott összetétele differenciálja a tagsági jogokat gyakorlók körén belül működő érdekszférákat is. A részvényesek között ugyanis senki sem rendelkezik akkora hányaddal, hogy egyedül döntő mértékben befolyásolni tudja a társaság működését.

Az ilyen struktúrában megnövekszik a menedzsment mozgástere. Ennek következményeként előtérbe kerülnek a befektetővédelem szempontjai. A menedzsment tevékenysége és érdekei ugyanis gyakran ütköztek a befektetők érdekeivel.

A 90-es évek második felétől az Amerikai Egyesült Államok gazdaságában hihetetlen mértékű fellendülés vette kezdetét, amely a befektetőket is arra készítette, hogy bátrabban mobilizálják pénzeszközöiket, abban a reményben, hogy e pénzügyi sikerek várományosai lehetnek.

A fellendülés számos indoka közül ki kell emelni az informatika dinamikus fejlődését, a kommunikációs társadalom kiteljesedését. E folyamatok eredményeként szinte a földből nőttek ki új üzletágak, de a már meglévő vállalatok is sikerrel alkalmazták az új technikákat. A gyorsabb és hatékonyabb információáramlás és az új hozzáférési lehetőségek tovább fokozták a befektetők kedvét és optimizmusát.

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

A tőzsdén jelentkező túlkínálat – más tényezőkkel együtt – az árfolyamok jelentős csökkenéséhez vezetett. 2002-re világossá vált, hogy a legnagyobb vállalatok sikerei mögött sem mindig állt valós gazdasági teljesítmény. Fény derült arra is, hogy e vállalatok könyvelési csalásokkal és

csúsztatásokkal szépítették gazdasági mutatóikat, annak érdekében, hogy részvényeik vonzóbbnak tűnhessenek a reménybeli befektetők szemében.

2002-ben, az Egyesült Államokban új korszak kezdődött a *corporate law* területén, amelynek hatásai Európában és a világ többi részén is éreztetik hatásukat. Erre az időszakra tehető azok a nagy vállalati botrányok, amelyek rámutattak arra, hogy az addig megállíthatatlannak tűnő gazdasági növekedés nem tartható fenn a végtelenségig.

Az AOL, a Xerox, az Adelphia Communications és a Tyco International csalárd ügyletei mellett talán a leginkább elhíresült vállalati botrányok a Worldcom és az Enron energetikai gigász látványos összeomlása volt.

E botrányok rámutattak arra, hogy a részvényárak magasságai mögött sokszor állnak olyan színlelt tranzakciók, amelyek mögött nem áll valós gazdasági teljesítmény. Az amerikai jogirodalom a 2002 utáni időszakot *poszt Enron* periódusnak is nevezi.

*1. Az Enron ügyről röviden* – Az Enron ügy rövid ismertetésén keresztül modellezzük a következőkben, hogyan is festett egy klasszikus vállalati botrány az ezredfordulót követően. Természetesen ezúttal nincs lehetőség részletesen ismertetni az Enron csalárd tranzakcióinak részleteit, csupán az alapelvet, amely végül a befektetők megkárosításához vezetett. A befektetőket ért sérelem ugyanis kétségkívül nagy mértékű volt. 2000 szeptemberében a vállalat részvényei elérték a 90 dolláros magasságot. 2001 októberében viszont már csak 33 dollárba került darabjuk. Az ezt követő negyedéves beszámoló nyilvánosságra kerültével folytatódott a mélyrepülés és a részvény már csak 13 dollár 90 centért cserélt gazdát; 2001 novemberének végén pedig már csak 26 centet adtak érte. Végül, 2001. december 2-án az Enron csődöt jelentett – az eddigi legnagyobbat az Egyesült Államok történetében.<sup>13</sup>

Az Enron részvény csillagászati magasságainak hátterében számviteli csúsztatások álltak, amelyek színlelt pénzügyi tranzakció elfedését célozták. Az Enron ugyanis színlelt üzleteket kötött saját leányvállalataival, de az ezekből származó hasznot valósnak tüntette fel. E leányvállalatok legnagyobb része, mint speciális célú jogalany (*special purpose entity* – *SPE*) működött. Ennek köszönhetően a vállalati botrányokat követően az Egyesült Államokban kissé rossz csengése van az *SPE*-k alkalmazásának.

Az Enron ügyében a csalárd tranzakciók majdhogynem teljes listája megismerhető a *William Charles Powers* által vezetett vizsgálóbizottság készített *Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of Enron Corp.* című jelentésből, népszerűbb nevén a *Powers Report*-ból.

Az Enron csalárd ügyleteinek lényegét igen röviden összefoglalhatjuk. Noha a csalások rendszere és kivitelezése több szálon futott és rendkívül összetett volt, a séma mégis szinte minden esetben azonos volt.

Az Enron – sokszor jogilag kifogásolható módon – leányvállalatokat alapított, hogy azokkal hamis vagy színlelt üzleteket és pénzügyi tranzakciókat bonyolíthasson. Ezeket az ügyleteket az a közös vonás jellemezte, hogy tényleges gazdasági hasznuk nem volt, sőt költségeiket tekintve veszteséget termeltek. Az Enron ugyanis leányvállalatain keresztül tulajdonképpen saját magával kötött üzleteket. A leginkább elhíresült Enron leányvállalatok a JEDI, a Chewco, az LJM 1 és LJM 2 voltak.<sup>14</sup>

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

Az Enron leányvállalatainak volt néhány közös jellemzője, amelyek a későbbi ügyleteik kapcsán bonyodalmakat okoztak. Ezek közül az egyik, hogy legtöbbjük vagyonát az Enron által rendelkezésükre bocsátott Enron részvények képezték. Ez pedig azt is jelentette egyúttal, hogy a leányvállalatok fizetőképessége döntő mértékben függött attól, hogy az Enron részvény hogyan teljesít az értékpiacon.

Ennek a jelentősége még inkább előtérbe kerül, ha arra gondolunk, hogy az Enron számos ilyen leányvállalattal kötött fedezeti ügyleteket, hogy a tulajdonában álló értékpapírok árfolyamnyereségéből származó hasznot – legalább is papíron – bebiztosítsa. Erre azért volt szükség, hogy ily módon kijátszhasssák az amerikai számviteli szabályokat, ugyanis a *Generally Accepted Accounting Principles (GAAP)*<sup>15</sup> másként nem tette lehetővé, hogy az ilyen árfolyamnyereségből származó – a pillanatnyi részvényáraktól nagyban függő – hasznot megjeleníthesse a negyedéves pénzügyi beszámolóiban. A leányvállalatok vagyona azonban nagy részben Enron részvényekből állt, így a velük kötött fedezeti ügyletek során előfordulhatott, hogy – az Enron részvények rossz tőzsdei teljesítménye esetén – a vagyonuk nem volt elégséges a fedezeti ügyletekben meghatározott célokra.

E szövevényes, már-már „bizantin” fedezeti konstrukciók során még az is előfordult, hogy egy bizonyos részvény árfolyamnyereségéből eredő haszon biztosítására olyan leányvállalattal kötöttek vételi opciót, amelynek vagyona a fedezni kívánt részvénytípusból állt. Eszerint, ha bekövetkezett az eshetőség, amely a fedezeti ügylet lényegét adja: azaz a meghatározott

részvény árfolyama csökkent, akkor ezzel párhuzamosan automatikusan csökkent az említett leányvállalat fizetőképessége is.

Ezek a fedezeti ügyletek mégsem voltak teljesen értelmetlenek: csak ezeknek a segítségével tudta ugyanis az Enron megjeleníteni negyedéves pénzügyi beszámolóiban azt a hasznot, amelyeket fedezeti ügyletek hiányában a vonatkozó jogi szabályozás – tekintettel a részvények tőzsdei árfolyam ingadozására – nem engedélyezett volna feltüntetni e beszámolóban.

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

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

A vezető tisztségviselők közül többen is érintettek voltak e csalárd szériában, köztük *Kenneth Lee Lay*<sup>16</sup>, *Jeffery Skilling*<sup>17</sup> és *Andrew Stuart Fastow*<sup>18</sup> neve cseng a legismertebben. Közülük is kiemelt volt *Andrew Fastow*nak, az Enron pénzügyi igazgatója a szerepe, aki a leányvállalatok működési körében jelentős mozgásteret élvezett, amelyet személyes meggazdagodásának a céljaira is felhasznált. Az általa elkövetett csalások következményeként lefolytatott büntetőeljáráásban 6 év börtönrre ítélték.

2. *A külső szakértők, mint kapuőrök (gatekeeperek<sup>19</sup>)* – Az elhíresült botrányokban érintett vállalatok tisztviselőit e csalárd ügyletek lebonyolításában sokszor segítették ügyvédek, könyvelők vagy befektetési bankjaik. Az ő tevékenységi körüket az amerikai üzleti jog terminológiája „kapuőröknek”, *gatekeeperek*nek nevezi. Az ő jogi megítélésük egyébiránt igen összetett. Habár a *gatekeeperek* hivatalosan a befektetők érdekében fejtik ki tevékenységüket<sup>20</sup> a gyakorlatban sokszor a vezető tisztségviselők utasításai, kérései és ajánlásai alapján jártak el.

A *gatekeeperek* tevékenységével kapcsolatos vitás kérdésekre *Gary J. Aguirre*<sup>21</sup> hívta fel a figyelmet 2003-ban, a *Delaware Journal of Corporate Law* hasábjain.<sup>22</sup> A cikkében az Enron ügyvédeknek (Vinson & Elkins) és könyvvizsgálóinak (Arthur Andersen) és bankárainak (Barclays Bank) a helyzetével foglalkozik és utal azok jogi szempontból vitatható cselekményeire. Álláspontja szerint e hatalmas profitot termelő cégeknek nem fűződhett érdeke ahhoz, hogy jogellenes magatartást tanúsítsanak az Enron csalárd ügyleteiben való részvétel által. Az így megszerzett haszon

ugyanis nem állt volna arányban a jogsértő magatartásból fakadó veszélyekkel és kockázatokkal.<sup>23</sup>

*Aguirre* érvelése szerint magatartásuk indoka az volt, hogy a *gatekeepers* nem tudhatták, hogy amit tesznek, tulajdonképpen hogyan minősíthető jogilag. Sőt, a bírói gyakorlat ismeretében egyenesen jogszerűnek hitték mindazt, amit tettek. Ugyanis 1974-et követően – Central Bank of Denver, N. A. v. First Interstate Bank of Denver, N. A. ügyben hozott ítélet kulcsfontosságú a kérdésben – a bírói gyakorlat meghúzta egy „csalásmentes zóna” (*fraud-free zone*) határait, amely kedvezett a *gatekeeper*eknek, hogy busás haszon fejében segíthessék a nyílt tőzsdei forgalomban működő részvénytársaságokat abban, hogy megkerülhessék a befektetők érdekeit.<sup>24</sup>

Az Enron csalárd ügyletei kapcsán lefolytatott polgári peres eljárások folyamán viszont – *Aguirre* szavaival élve – *Melinda Harmon* bírónő majdnem „lecsukta e csalásmentes zóna kapuját a megtévedt *gatekeepers*ek előtt.” Noha *Aguirre* ezt plasztikusan úgy minősíti, mint „kerülő utat a Central Bank körül” (*detour around Central Bank*), mégis rögtön ezt követően utal arra, hogy nem valószínű, hogy a kerülőút kitarthat a peres eljárások befejezéséig.<sup>25</sup> A megállapítás utólag helyesnek bizonyult. Példának okáért az *Arthur Andersen*nek jogkérdésekben sikerült tisztáznia magát, noha gazdaságilag beleroppant a botránysorozatba. Mindazonáltal számtalan új kérdést vetett fel a nyílt tőzsdei forgalomban működő részvénytársaságokat segítő tanácsadók és szakértők tevékenysége, elemi erővel jelentkezett az áttekinthetőség igénye és a jogi megítélés szempontjai is összetettebbé váltak. Az amerikai sajtót és jogirodalmat pedig egyaránt aktívan foglalkoztatta a téma.<sup>26</sup>

3. A jogalkotás válasza az Egyesült Államokban, a *Sarbanes-Oxley Act*. A botránnyokban érintett vállalatok csődjei rámutattak arra, hogy a részvényárak pillanatnyi magasságai nem szolgálják a befektetői érdekeket, amennyiben azok nem a valós gazdasági teljesítményen alapulnak.

Az események hatására 2002 óta az Egyesült Államokban előtérbe kerültek a befektető védelem szempontjai. Még ez év júliusában megszületett a *Sarbanes-Oxley Act (SOX)* néven ismert, a Részvénytársaságok Könyvelési Reformjáról és a Befektetők Védelméről szóló 2002. évi törvény. A *Paul S. Sarbanes* szenátor és *Michael Oxley* képviselő nevéhez fűződő *Sarbanes-Oxley Act* megítélése azonban korántsem egyértelmű és számos kritika éri mind a jogirodalom és joggyakorlat mind a gazdasági és üzleti szakemberek irányából. A legtöbb bírálát középpontjában elsősorban a törvény – néhol indokolatlan – szigora áll.

Hangsúlyos a széles körben hangoztatott kritika, miszerint e törvény tartalmi újítást nem hozott, hanem csupán már korábban is létező jogszabályokat foglalt csokorba, tulajdonképpen újra kiemelve azok tartalmát.

Kiemelt kritika tárgyát képezi a törvény 404. §-a, amely a cégek belső ellenőrzésére vonatkozó előírásokat tartalmaz. Ezek az előírások jelentős mértékben drágítják a könyvvizsgálatot, a megemelkedett költségek miatt pedig a törvény hatálya alá eső cégek jelentős része emeli fel hangját, kiemelve, hogy profitjuk jelentős részét e rendelkezés a könyvvizsgáló cégek kezére játszotta. A helyzet iróniája, hogy tulajdonképpen pont ezeknek a cégeknek a csalárd magatartása vezetett a törvény megalakításához.<sup>27</sup>

Heves vita tárgyát képezi továbbá az a koncepció is, amelynek alapján a *Sarbanes-Oxley Act* kötelezővé teszi az 5 évenkénti könyvvizsgáló cserét, amely szintén emeli a működés költségeit.<sup>28</sup>

A *Sarbanes-Oxley Act* azt is megtiltja, hogy a munkavállalók képviseltessek magukat a felügyelő bizottságban, az igazgatóságban, avagy más bizottságokban. Ennek indokaként függetlenségük hiányát jelöli meg. Meg kell jegyeznünk, hogy ez a megoldás éppen ellentétes azzal, amit az Európai Unió országai alkalmaznak.

Mindezek ismeretében nem meglepő, noha érdekes, hogy a londoni tőzsde sikerrel vonz magához cégeket azzal az érveléssel, hogy működési körére vonatkozóan nincs hatályban a *Sarbanes-Oxley Act*hez hasonló szigorú szabályozás.

A törvény hatályának első 5 éve után még korai lenne nyilatkozni arról, hogy vajon elérheti-e a hosszú távra kitűzött jogpolitikai elvek megvalósulását. Az eddig eltelt időszakban – amelyet az amerikai jogirodalom egyébiránt máris *post Sarbanes-Oxley* érának nevez – inkább a kérdések szaporodtak meg, mintsem az azokra adott válaszok.

A *Sarbanes-Oxley Act* szabályain keresztül az amerikai üzleti élet 2002-ig feldolgozásra került tapasztalatai begyűrűztek a globális gazdasági és üzleti élet egészének szabályanyagába. A törvény hatálya ugyanis nem az amerikai vállalatokra terjed ki, hanem *minden* olyan vállalatra, amely az amerikai értékpiacon jelen van. Magyar vonatkozásként említhetjük a Deutsche Telekom Csoport tagjaként működő Magyar Telekom Csoportot, amely 1997 óta a New York-i Értéktőzsdén (NYSE) is jelen van.

A *Sarbanes-Oxley Act* szabályozásának elvi koncepciója szolgáltatta a mintát a Budapesti Értéktőzsde (BÉT) Felelős Vállalatirányítási Ajánlásaihoz, amelyek 2003. december 8-án kerültek elfogadásra. Az ajánlások között központi helyet foglalnak el az igazgatósági és felügyelő bizottsági hatáskörök kérdései, valamint az átláthatóság és a nyilvánosság szempontjai. Ezek vitathatatlanul 2002 tapasztalatainak tükrében kerültek előtérbe.

## Felhasznált irodalom

1. Aguirre, Gary J.: The Enron Decision: Closing The Fraud- Free Zone on Errant Gatekeepers? In Delaware Journal of Corporate Law, 2003/ 2
2. Barnes, A. James, Dworkin; Terry Morehead; Richards, Eric L. : Law for Business (Homewood, Illinois, IRWIN, 1987)
3. Baums, Theodor; Scott, Kenneth E.: Taking Shareholder Protection Seriously? Corporate Governance in the United States and Germany in American Journal of Comparative Law, 2005/ 1
4. Coffee, John C.: The Attorney as a Gatekeeper: An Agenda for the SEC in Columbia Law Review, 2003/ 5
5. Cools, Sofie: The Real Difference in Corporate Law Between the United States and Continental Europe: Distribution of Powers in Delaware Journal of Corporate Law, 2005/ 3
6. Earle, Beverly; Madek, Gerald A.: The New World of Risk for Corporate Attorneys and Their Boards Post Sarbanes-Oxley: An Assessment of Impact and a Prescription for Action in Berkeley Business Law Journal, 2005/ 2
7. Fujita, Tomotaka: Criteria for Good Laws of Business Association: A Outsider' s View in Berkeley Business Law Journal, 2005/1
8. Gilson, Ronald J.: Separation and the Function of Corporation Law in Berkeley Business Law Journal, 2005/ 1
9. Kitch, Edmund W.: The Simplification of the Criteria for Good Corporate Law or Why Corporate Law Is Not As Important Anymore in Berkeley Business Law Journal, 2005/1
10. Klein, William: Criteria for Good Laws of Business Association in Berkeley Business Law Journal, 2005/1
11. La Porta, Rafael; Lopez de Silanes, Forencio; Schleifer, Andrei; Vishny, Robert W.: Law and Finance in Journal of Political Economy (University of Chicago), 1998/ 6
12. Macaulay, Stewart: Klein and the Contradiction of Corporation Law in Berkeley Business Law Journal, 2005/1
13. Miller, Elizabeth S., Rutledge, Thomas E.: The Duty of Finest Loyalty and Reasonable Decisions: The Business Judgement Rule in Unincorporated Business Organizations? in Delaware Journal of Corporate Law, 2005/ 2
14. Powers, William C., Jr; Troubh, Raymond S.; Winokur, Herbert S., Jr.: Report of Investigation by the Special Investigative Committee of the Board of Directors of Enron Corp. 2002, február 1. Forrás: <http://fl1.findlaw.com/news.findlaw.com/wp/docs/enron/specinv020102-rpt1.pdf>
15. Ribstein, Larry E.: Why Corporations? In Berkeley Business Law Journal, 2004/ 2
16. Romano, Roberta: The Sarbanes- Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance in Yale Law Journal, 2004- 2005/ 7
17. Skeel Jr., David A.: Corporate Shaming Revisted: An Essay for Bill Klein in Berkeley Business Law Journal, 2005/1
18. Thomas, Randall S.: What is Corporate Law' s Place in Promoting Societal Welfare?: An Essay in Honor Professor William Klein in Berkeley Business Law Journal, 2005/1
19. Thompson, Robert B.: Corporate Law Criteria: Law' s Relation to Private Ordering in Berkeley Business Law Journal, 2005/1
20. Westbrook, David A.: Corporation Law After Enron: The Possibility of a Capitalist Reimagination in Georgetown Law Journal, 2003- 2004/ 1
21. Widen, William H.: Enron at the Margin in Business Lawyer, 2002- 2003/ 3
22. Sárközy Tamás: A magyar társasági jog Európában (A társasági és konszernjog elméleti alapjai). HVG-ORAC, Budapest, 2001
23. Wellmann György: A betéti társaság in Társasági törvény, cégtörvény 2006. HVG-ORAC, Budapest, 2006
24. Kecskés András: A betéti társaságról in JURA 2007/1
25. A 2006. évi IV. törvény indokolása- a gazdasági társaságokról



## Jegyzetek

1 Lásd Klein, William: Criteria for Good Laws of Business Association in Berkeley Business Law Journal, 2005/1, 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 in Berkeley Business Law Journal, 2005/1, 35-38. old.

Lásd még Fujita, Tomotaka: Criteria for Good Laws of Business Association: A Outsider' s View in Berkeley Business Law Journal, 2005/1, 39- 52. old.

Lásd még Thompson, Robert B.: Corporate Law Criteria: Law' s Relation to Private Ordering in Berkeley Business Law Journal, 2005/1, 95- 104. old.

Lásd még Skeel Jr., David A.: Corporate Shaming Revisted: An Essay for Bill Klein in Berkeley Business Law Journal, 2005/1, 105- 117. old.

Lásd még Macaulay, Stewart: Klein and the Contradiction of Corporation Law in Berkeley Business Law Journal, 2005/1, 119- 133. old.

Lásd még Thomas, Randall S.: What is Corporate Law' s Place in Promoting Societal Welfare?: An Essay in Honor Professor William Klein in Berkeley Business Law Journal, 2005/1, 135- 140. old.

Lásd még Gilson, Ronald J.: Separation and Function of Corporate Law in Berkeley Business Law Journal, 2005/1, 141-152. old.

2 Lásd még Gilson, Ronald J.: Separation and Function of Corporate Law in Berkeley Business Law Journal, 2005/1, 143. old.

3 Lásd a 2006. évi IV. törvény indokolása- a gazdasági társaságokról.

4 Lásd a 2006. évi IV. törvény indokolása- a gazdasági társaságokról. A 88. §-hoz.

5 Lásd Kecskés András: A betéti társaságról in JURA 2007/1, 111- 112. old.

6 Lásd Wellmann György: A betéti társaság in Társasági törvény, cégtörvény 2006. HVG-ORAC, Budapest, 2006. 216. old.

7 Lásd Sárközy Tamás: A magyar társasági jog Európában (A társasági és kiegészítő jog elméleti alapjai). HVG-ORAC, Budapest, 2001. 400. old.

8 Lásd a 2006. évi IV. törvény indoklása- a gazdasági társaságokról. Általános indoklás. A törvény legfontosabb, koncepcionális jellegű szabályozási kérdései. 22.pont.

9 Lásd BH 1994. 92.

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

11 Lásd Miller, Elizabeth S., Rutledge, Thomas E.: The Duty of Finest Loyalty and Reasonable Decisions: The Business Judgement Rule in Unincorporated Business Organizations? in Delaware Journal of Corporate Law, 2005/ 2, 343. old.

Lásd még Ribstein, Larry E.: Why Corporations? In Berkeley Business Law Journal, 2004/ 2, 183- 232. old.

12 Lásd Gilson, Ronald J.: Separation and the Function of Corporation Law in Berkeley Business Law Journal, 2005/ 1, 152. old.

13 Lásd Westbrook, David A.: *Corporation Law After Enron: Possibility of a Capitalist Reimagination* in *Georgetown Law Journal*, 2003- 2004/ 1, 64. old.

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

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

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

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

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

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

19 Az Enron vezető tisztviselőit jogilag kifogásolható, vagy nehezen megítélhető tranzakciók során külső szakértők és tanácsadók is segítették. Az ilyen tanácsadókat az Egyesült Államokban plasztikus gyűjtőszóval *gatekeepereknek*, azaz kapuőröknek nevezik. Nehéz lenne egységes meghatározást adni a *gatekeeperek* fogalmát illetően, de a jogirodalmi értelmezésekre támaszkodva elmondhatjuk, hogy elviekben független külső tanácsadókról és szakértőkről van szó (ügyvédek, könyvvizsgálók, bankárok), akik a befektetők érdekében fejük ki a tevékenységüket. A gyakorlat sokszor merőben mást mutat, a *gatekeeperek* sokszor az igazgatóságot segítik, hogy megkerülhessék a befektetők érdekeit.

20 Lásd Coffee, John C.: *The Attorney as Gatekeeper: an Agenda for the Sec* in *Columbia Law Review*, 2003/ 5, 1296- 1299. old.

21 Gary J. Aguirre, ügyvéd San Diegoban. Korábban az Aguirre& Eckmann Ügyvédi Iroda partnere.

22 Lásd Aguirre, Gary J.: *The Enron Decision: Closing The Fraud- Free Zone on Errant Gatekeepers?* In *Delaware Journal of Corporate Law*, 2003/ 2, 447- 511. old.

23 Lásd Aguirre, Gary J.: The Enron Decision: Closing The Fraud- Free Zone on Errant Gatekeepers? In Delaware Journal of Corporate Law, 2003/ 2, 447. old.

24 Lásd Aguirre, Gary J.: The Enron Decision: Closing The Fraud- Free Zone on Errant Gatekeepers? In Delaware Journal of Corporate Law, 2003/ 2, 447. old.

25 Lásd Aguirre, Gary J.: The Enron Decision: Closing The Fraud- Free Zone on Errant Gatekeepers? In Delaware Journal of Corporate Law, 2003/ 2, 447. old.

26 Lásd Aguirre, Gary J.: The Enron Decision: Closing The Fraud- Free Zone on Errant Gatekeepers? In Delaware Journal of Corporate Law, 2003/ 2, 447. old.

27 Lásd Romano, Roberta: The Sarbanes- Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance in Yale Law Journal, 2004- 2005/ 7, 1521- 1611. old.

Lásd még Earle, Beverly; Madek, Gerald A.: The New World of Risk for Corporate Attorneys and Their Boards Post Sarbanes- Oxley: An Assessment of Impact and a Prescription for Action in Berkeley Business Law Journal, 2005/ 2, 185- 232. old.

28 Lásd Romano, Roberta: The Sarbanes- Oxley Act and the Making of Quack Corporate Governance in Yale Law Journal, 2004- 2005/ 7, 1521- 1611. old.

Lásd még Earle, Beverly; Madek, Gerald A.: The New World of Risk for Corporate Attorneys and Their Boards Post Sarbanes- Oxley: An Assessment of Impact and a Prescription for Action in Berkeley Business Law Journal, 2005/ 2, 185- 232. old.