

## SZIRÉNHANGOK A RAJNÁN\*

KECSKÉS András – FERENCZ Barnabás  
egyetemi docens (PTE ÁJK) – egyetemi tanársegéd (PTE ÁJK)

### Bevezetés

*Clemens Brentano* német romantikus költő *Loreleynak* nevezte a Rajna legendás sziklájának szirénjét, aki szépségével és énekével megigézve a rajnai hajósokat, a sziklának terelte őket. A német tradicionális gazdasági modellre, gyakran mint *rajnai kapitalizmusra* utalunk. Loreley hangjai, mintha ebben a gazdasági környezetben is hallhatók lennének az utóbbi időben, különös tekintettel azokra a tendenciákra, melyeket a vállalatok jogi és ajánlási szintű szabályozási háttérével kapcsolatban tapasztalunk. A szabályozási megoldások hiányosságai – vagy túlzottan enyhe megoldásai – sokszor hamis lehetőségekkel kecsegtetnek, melyek a rajnai kapitalizmus áramlatain hajózó vállalatok kormányosait is tévútra csábíthatják. Az eredmény nagyon hasonló a legendák végkifejletéhez: ahogy a hajósok, úgy az óvatlan vállalati vezetők manőverei is katasztrofális következményekkel járhatnak.

Ez a tanulmány egy olyan kutatási sorozatba illeszkedik, amelynek célja, hogy feltérképezzük az egyes európai államok *felelős társaságirányítási (corporate governance)* rendszerei mögött meghúzódó értékrendet és összefüggéseket. E vizsgálat során nemcsak az egyes tagállamok felelős társaságirányítási szabályai kínálhatnak érdekes viszonyítási pontot, hanem az Európai Unió – vonatkozó – normaanyaga is. Ez utóbbi ugyanis hol háttérül szolgál az előbbieknél, hol pedig merít azokból.

A német felelős társaságirányítás vizsgálatának jelentőségét két körülmény is alátámasztja. Egyfelől, Magyarország egyik legfontosabb külkereskedelmi partnere Németország,<sup>1</sup> emiatt fontosnak tartjuk, hogy megismerjük mindazon elveket és normákat, amelyek áthatják a német társaságok irányítási gyakorlatát. Másfelől, az

\*



A tanulmány az Emberi Erőforrások Minisztériuma ÚNKP-16-4 kódszámú Új Nemzeti Kiválóság Programjának támogatásával készült.

<sup>1</sup> Ld. KSH: *Külkereskedelem*, 2014. Budapest, 2015. július <https://www.ksh.hu/docs/hun/xftp/idoszaki/kulker/kulker14.pdf> 15.

elmúlt időszakban a sajtó napi rendszerességgel szállította – futószalagon – a híreket a *Volkswagen botrányról*, a német társaságirányítás legutóbbi nagy kudarcáról. Az események hátterében számos elemző a vállalat hibás társaságirányítási gyakorlatát véli felfedezni. A problémák tehát a vonatkozó jogi és etikai normák – alapelvi szintű – megsértéséből fakadtak.<sup>2</sup>

A tanulmány első részének célja kettős: egyfelől át kívánja tekinteni azokat a történeti előzményeket, amelyek a német típusú tőzsdei társaságok kialakulására és fejlődésére hatottak, másfelől fel kívánja térképezni azokat a jogszabályokat, amelyek rendelkezései a német felelős társaságirányítási kódex, a *Deutscher Corporate Governance Kodex*<sup>3</sup> alapjait képezik. Úgy gondoljuk, hogy csakis így lehetséges megérteni azokat az elveket, amelyek felsorolására és kifejtésére a tanulmány második részében kerülne sor. Ennek során igyekszünk feltárni azokat a jellegzetességeket, amelyek megmutatják, hogy a német szabályozási rendszer mennyiben felel meg a felelős társaságirányítás ideálisnak vélt modelljének.

## 1. A német társaságirányítás gyökerei

### 1.1. Történeti gyökerek

A német társaságirányítás gyökerei a rajnai kapitalizmus XIX. századi korszakára nyúlnak vissza, egy olyan korszakra, mely magán viseli az újonnan felemelkedő iparos és militáns nemzetállam sajátosságait. Társasági jogi szempontból a korszak egyik legérdekesebb jellemzője az alapítók és a tagok erőfölénye volt a társaságirányítás szisztémájában. Ez az erőfölény az ügyvezetést alárendelt szerepbe kényszerítette, miáltal az nem tudott oly mértékben önállósulni, mint ahogy az angolszász társaságok esetében ez megfigyelhető volt.<sup>4</sup> Emellett a korszakot szövevényes vállalati összefonódások jellemezték, ahol erős informális kötelékek alakultak ki egyes pénzügyi intézetek és gyár-iparosok között, melyek alapjait nem ritkán a patinás kapitalista dinasztiák (például:

<sup>2</sup> Ld. Chris BRYANT – Richard MILNE: Volkswagen's 'uniquely awful' governance at fault in emissions scandal. *CNBC*, 2015. október 4. <http://www.cnb.com/2015/10/04/volkswagens-uniquely-awful-governance-at-fault-in-emissions-scandal.html>, valamint: Richard MILNE: VW told to rip up governance model as emission scandal deepens. *Financial Times*, 2015. november 4. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/e2ead4fa-8311-11e5-8e80-1574112844fd.html#axzz42Ijpl043>

<sup>3</sup> Elérhető: <http://www.dcgk.de/de/kodex/aktuelle-fassung/praeambel.html>

<sup>4</sup> Ld. KECSKÉS András: *Felelős társaságirányítás*. Budapest, HVG-Orac, 2011. 268–269.

*Flick*,<sup>5</sup> *Krupp*,<sup>6</sup> *Thyssen*<sup>7</sup>) jó (vagy éppen rossz) viszonya fektette le. Ezért is nevezték a Német Birodalmat a XX. század elején a „kartellek földjének”.<sup>8</sup> A német társaságokat – ellentétben az angolszász társaságokkal – sokkal szélesebb körben jellemezte a zárt-körű működés.<sup>9</sup> E tényező tovább nehezítette a vállalati vezetők – egyébként is erőtlenszöreffektívéseit az önállóságra.

A német társasági jog fejlődése során két szerv alakult ki a társaságok irányítására. Egyrészt az *igazgatóság* (*Vorstand*), másrészt a *felügyelőbizottság* (*Aufsichtsrat*). A társaságirányításnak ezt a rendszerét *kétszintű modellnek* nevezzük, mivel az operatív funkciók és az ellenőrző funkciók két külön szerv formájában különülnek el egymástól. Ennek a megoldásnak egyik határozott előnye, hogy a tulajdonosi ellenőrzési érdek erőteljesebben érvényesül, valamint a felügyelőbizottság önállósága miatt a társaság vezetésében több érdek megjelenítésére nyílik lehetőség, mégpedig anélkül, hogy az ügyvezetést ellátó szerv túlduzzadna. Ugyanakkor jelentős hátránya, hogy egy ilyen rendszerben a felügyelet kevésbé proaktív, mivel az ügyvezetés döntéseiről csak másodlagos források útján – kivonatok, jegyzőkönyvek – értesül, emiatt a döntési folyamatok tényleges háttérébe nem nyer bepillantást. Ez a körülmény szélsőséges esetben akár formalizálhatja is a felügyelőbizottság működését, jelentős deficitet eredményezve a működés eredményességi, törvényességi vagy etikai megközelítésű, kritikai nézőpontú vizsgálata során.<sup>10</sup>

Fontos megemlíteni a munkásmozgalmak és a szakszervezetek szerepét a német társaságirányítási rendszer fejlődésében. Az angolszász szakszervezetekkel ellentétben Németországban a mozgalom derékhatát nem az egyes üzemeken belül működő tanácsok alkották, sokkal inkább az azokat összefogó nagyobb szervezetek. Emiatt az átfogóbb stratégiában való gondolkodás jellemezte a német szakszervezeteket, és kevésbé

<sup>5</sup> Friedrich Flick (1889–1972) tekinthető a dinasztia alapító atyjának. A család fénykorában érdekeltségekkel rendelkezett szén- és acéligipari konglomerátumokban, valamint a Daimler AG-ben is. Felemelkedésük ideje a weimari köztársaság idejére tehető. A második világháború során a cégbirodalom kényszermunkásokkal termelt, ami miatt nürnbergi perben Friedrich Flicket bűnösnek mondta ki, de büntetését nem töltötte le. A család a 80-as években felszámolta ipari érdekeltségeit.

<sup>6</sup> A Krupp-családról már a 16. századi krónikák is említést tesznek. Igazán jelentőssé azonban csak a 19. század végétől váltak, amikor is Alfred Krupp ágyúipari megalapozták a család hírnevét a francia-német háborúban. A családnak jelentős acél- és gépipari érdekeltségei voltak a világ számos táján. A Krupp által gyártott fegyverek mindkét világháború során bevetésre kerültek. A Friedrich Krupp AG az 1960-as években került ki a család irányítása alól, majd 1999-ben egyesült a Thyssen AG-vel, ThyssenKrupp néven.

<sup>7</sup> A Thyssen család rendkívül széles portfólióval rendelkezett, a gépipartól kezdve egészen a bankszektoron át mindenhol voltak érdekeltségeik. Az 1940-es évekre Fritz Thyssen kezében volt a világ legnagyobb acéligipari kartellje. A 2. világháború után Thyssen AG néven alapította újra cégét. Jelenleg ThyssenKrupp néven a világ legnagyobb acéligipari vállalata, legnagyobb részvényese pedig az Alfred Krupp von Bohlen und Halbach Alapítvány.

<sup>8</sup> Ld. KECSKÉS i. m. 269.

<sup>9</sup> Ld. uo.

<sup>10</sup> Ld. GRIT TÜNGLER: The Anglo-American Board of Directors and the German Supervisory Board – Marionettes in a Puppet Theatre of Corporate Governance or Efficient Controlling Devices? *Bond Law Review*, Vol. 12, Issue 2 (2000) 231., 241–242.

az egyes felmerülő esetekben megnyilvánuló pragmatikus hozzáállás.<sup>11</sup> Jelentős mér-földkönek tekinthető az üzemi tanácsokról szóló 1920. évi törvény (*Betriebsrätegesetz*), mely megnyitotta az utat a munkavállalóknak a társaságirányítás rendszerében való részvételhez.<sup>12</sup> A német társaságirányításban a szakszervezetek akkora tekintéllyel rendelkeztek – és rendelkeznek a továbbiakban is – ami több esetben is a korrupció melegágya lett. Például 2007-ben *Johannes Feldmayer*t, a Siemens vállalat egyik igazgatóját letartóztatták, mivel kenőpénzt adott *Wilhelm Schelsky*, az *AUB* szakszervezet vezetője számára annak érdekében, hogy egy másik szakszervezet, a menedzsment felé kevésbé barátságos *IG Metall* befolyását tompítsa.<sup>13</sup> Ennél is szívesebb a Volkswagen esete. Ugyanis 2006-ban napvilágot látott, hogy a vállalat menedzsmentje különféle szívességekért cserébe – mint például annak megszavazása, hogy a munkavállalók bérét csökkentsék a profitabilitás megőrzése érdekében – luxusutakra fizették be a munkavállalók képviselőit, amelyhez teljes kiszolgálás járt.<sup>14</sup>

A fentiek alapján kidomborodik, a német társaságok jellegüket tekintve kevésbé tőkekoncentrációként, mint különböző érdekek artikulált rendszereként működtek a gazdaságban. Ezek az érdekek pedig – és főként az angolszász társaságirányítás viszonylatában – jelentős részben társadalmi és nem tisztán gazdasági jelleget hordoztak. Ebből következik, hogy a német társaságirányításban jóval hamarabb és sokkal markánsabban jelentek meg az érintett (érdekelt) felek nézőpontjai, melyeket az angolszászok átfogóan, mint *stakeholder* érdekeket határoznak meg.<sup>15</sup>

Találóan ragadja meg a német társaságok működésének klasszikus karakterét a „*Deutschland AG*” kifejezés. „*Németország Rt.*” esetében ugyanis az egyes nagyvállalatok működése során a nemzetgazdasági érdekek sokkal hangsúlyosabban jelentek meg társaságok részvényeseinek érdekeivel szemben. Ezt a mentalitást jól mutatja, hogy *Edzard Reuter*, a Daimler-Benz AG 1987 és 1995 között regnáló elnök-vezérigazgatója szerint egy Daimler-Benzhez fogható vállalat felelősséggel tartozik a társadalom felé, ezért nem volt hajlandó például adóoptimalizálás gyanánt osztalékfizetéssel egybekötött tőkeemlést végrehajtani (*Schütt-aus-hol-zurück-Verfahren*). Ezzel szemben utódja, *Jürgen Schrempp* pedig már azzal büszkélkedett, hogy a nagy nyereségek ellenére nem fizet adót a vállalat.<sup>16</sup> Világosan kitűnik tehát, hogy napjainkra háttérbe szorult a „*Németország Rt.*” eszménye. A társaságok vezetőinek a szemléletmódja Németországban is a globális főáramlat szerint elfogadott, profitorientált megközelítést

<sup>11</sup> Ld. Hans-Joachim MERTENS – Erich SCHANZE: The German Codetermination Act of 1976. *Journal of Comparative Corporate Law and Securities Regulation*, 2 (1979) 75–88., 76.

<sup>12</sup> Ld. Rebecca PAGE: Co-determination in Germany – A Beginner’s Guide. *Hans Böckler Stiftung*, 2011. 7.

<sup>13</sup> Ld. Mike ESTERL – David CRAWFORD: Ex-Siemens Manager Sentenced – Feldmayer Fined but Jail Time Is Suspended in Case Over Payments to Labor Group. *The Wall Street Journal*, 2008. november 25. <http://www.wsj.com/articles/SB122755280839153779>

<sup>14</sup> Ld. Kate CONNOLLY: VW boss says he did not know of perks and prostitutes. *The Guardian*, 2008. január 10. <https://www.theguardian.com/business/2008/jan/10/transport.volkswagen>

<sup>15</sup> Ld. KECSKÉS i. m. 271.

<sup>16</sup> Ld. Jürgen BEYER – Martin HOPFNER: The disintegration of organised capitalism: German corporate governance in the 1990s. *West European Politics*, 2003. 26:4, 179–198., DOI: 10.1080/01402380312331280738 182–183.

adoptálta, mialatt a német társaságok tulajdonosi struktúrája is egyre nemzetközibb jelleget öltött.<sup>17</sup> Noha ebben a tekintetben a német társaságirányítás az angolszász rendszerhez közelít, nem szabad elfelejteni, hogy a gyakorlatban még mindig karakteres megoldásokkal találkozhatunk, melyek állhatatosan őrzik a rajnai kapitalizmus mélyen gyökerező hagyományait. Elég, ha csupán az állami szerepvállalás mértékére gondolunk a tulajdonosi koncentráció területén, vagy a nyilvános ajánlattétel útján történő ellenséges felvásárlási tranzakciók csekély számát vesszük alapul.<sup>18</sup>

Az eddig leírtakkal összhangban, a német társaságirányítás szabályozásának karaktere is nagymértékben eltér az angolszász államokétól, például európai összehasonlítással élve az Egyesült Királyság szabályozásától.<sup>19</sup> E körülmény klasszikus értelemben két alapvető felelős társaságirányítási rendszer elkülönítésének is az alapját képezi.<sup>20</sup> Amíg ugyanis az Egyesült Királyságban, vagy az Egyesült Államokban az üzleti szféra önszabályozási mechanizmusainak mélyen gyökerező tradíciói vannak, addig Németországban a törvényi szabályozás túlsúlyával találkozhatunk.<sup>21</sup> Ezek a súlypontokon az a körülmény sem változtatott végérvényesen, hogy a globális és az amerikai tendenciák az 1950-es évektől sokat alakítottak a német szabályozási környezeten. Ezt támasztja alá, hogy hasonlóan a többi európai államhoz, Németország is elkészítette a saját *comply or explain* alapon felépülő *corporate governance* ajánlásait, vagyis a *Deutscher Corporate Governance Kodexet*. Ugyanakkor a német társaságirányítási tradíciók igen mélyen gyökereznek. A karakteres társasági és tőkepiaci jog, a társaságok koncentrált tulajdonosi szerkezete, az intézményi befektetők túlsúlya, valamint a tőkepiaci viszonyok – angolszász államokhoz mért – relatív fejletlensége olyan környezetet teremtenek a társaságok irányításához, amelyben a német *corporate governance* elemeiben megtartotta saját defenzív rendszerét. Ez a jelenség elsősorban a társaságok tulajdonosi ellenőrzését érintő védelmi eszközök jogi eszköztárában érhető tetten, amely összehasonlítva az angolszász államok megoldásaival, jelentős nehézségeket gördít a vállalati vezetők leváltásának útjába nyilvános vételi ajánlat (*hostile*

---

<sup>17</sup> Uo. 182.

<sup>18</sup> Németországban 2014-ben a lezárt vállalatfelvásárlási tranzakciók száma 897 volt, ami 2015-ben 950-re növekedett. Ezzel szemben ugyanebben az időszakban nagyságrendileg 10000 vállalatfelvásárlást bonyolítottak le az Egyesült Államokban. 2014–2015-ben a német tőkepiacon kettő ellenséges vállalatfelvásárlás történt, szemben az Egyesült Államok 30-36 tranzakciójával. Ld. Sebastian WALLWITZ – Kolja PETROVICKI: *GLI – Global Legal Insights Germany Mergers & Acquisitions 2016*. <http://bit.ly/2gS5j4m>; továbbá Eric COCHRAN – Robert BANERJEA: *GLI – Global Legal Insights USA Mergers & Acquisitions 2016, 5th Edition*. <http://bit.ly/2gS9N1a>

<sup>19</sup> Ld. Klaus J. HOPT: Board Models in Europe – Recent Developments of Internal Corporate Governance Structures in Germany, France and Italy. *European Company and Financial Law Review*, Vol. 1. (2004) 135–168.

<sup>20</sup> Ld. Carsten JUNGSMANN: The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems – Evidence from the UK and Germany. *European Company and Financial Law Review*, Vol. 3. (2006) 426–474.

<sup>21</sup> Ld. Lutz-Christian WOLFF: Self-Governance German Style: Comply or Explain... But If You Explain We Will Make You Comply. *The Corporate Governance Law Review*, Vol. 1. No. 3. (2005) 371.

*takeover*) esetén.<sup>22</sup> Ennek tudható be a németek által tanúsított ellenállás a 13. társasági jogi irányelv<sup>23</sup> megalkotása során. Németország attól tartott, hogy az irányelv-tervezetekben megfogalmazott, a menedzsmentet kötelező jelleggel semleges magatartásra kényszerítő szabályok végső soron túlságosan megkönnyítenék az Európán kívüliek által kezdeményezett ellenséges vállalatfelvásárlásokat.<sup>24</sup>

## 1.2. A német társaságirányításra vonatkozó jogszabályi források

A német gazdasági jogi szabályozás karakterére jellemző az egyes ágazatok külön jogszabály útján történő szabályozása. Így a *Bürgerliches Gesetzbuch*<sup>25</sup> (Polgári törvénykönyv) és a *Handels Gesetzbuch*<sup>26</sup> (Kereskedelmi törvény) által kijelölt dualista szabályozási koncepcióval összhangban számos egyéb jogszabály tartalmaz társaságirányítási szempontból releváns normaanyagot. A következőkben arra teszünk kísérletet, hogy áttekintsük a felelős társaságirányítás szempontjából legfontosabb német jogforrásokat.

1. Az 1990-es években igen erőteljes tőkepiaci jogalkotásnak lehettünk tanúi Németországban, melynek jelentős része közvetlen hatással volt a felelős társaságirányítás jogszabályi környezetének alakulására. A tőkepiaci viszonyokat alakító jogszabályok (*Finanzmarktförderungsgesetze*) legfontosabb elvi célkitűzése az átlátható működés biztosítása volt, amely a felelős társaságirányítás egyik sarkalatos pontja.

1994. augusztus 1-jén lépett hatályba a *Wertpapierhandelsgesetz (WpHG)*,<sup>27</sup> vagyis az értékpapír-kereskedelemtől szóló törvény. A jogszabály legjelentősebb újítása az volt, hogy kötelezte az 5, 10, 25, 50, 75% arányban szavazati jogot szerző részvényest, hogy a részesedés megszerzését jelentse a pénzügyi felügyeletnek (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*),<sup>28</sup> amely ezután a befolyásszerzés tényét nyilvánosságra hozza. A korábbi részvénytársasági jogi szabályozás a bejelentést csak 25–50%-os szavazati arány elérése esetén írta elő. Ráadásul az 1994-es *WpHG* extraterritoriális

<sup>22</sup> Ld. Theodor BAUMS: Takeovers vs. Institutions in Corporate Governance in Germany (kézirat). <https://www.jura.uni-frankfurt.de/43028984/paper1.pdf> 6.

<sup>23</sup> 2004/25/EK irányelv a nyilvános vételi ajánlatról HL L 142., 2004. 04. 30., 12–23.

<sup>24</sup> Az irányelv elfogadásának nehézségeiről lásd GYULAI-SCHMIDT Andrea – LÉVAYNÉ FAZEKAS Judit: A vállalatfelvásárlás közösségi szintű szabályozása (a 13. társasági jogi irányelv). In: MISKOLCZI BODNÁR Péter (szerk.): *Európai társasági jog*. Budapest, KJK-Kerszöv, 2004. 118–144.

<sup>25</sup> Bürgerliches Gesetzbuch in der Fassung der Bekanntmachung vom 2. Januar 2002 (BGBl. I S. 42, 2909; 2003 I S. 738), das zuletzt durch Artikel 3 des Gesetzes vom 24. Mai 2016 (BGBl. I S. 1190) geändert worden ist.

<sup>26</sup> Handelsgesetzbuch in der im Bundesgesetzblatt Teil III, Gliederungsnummer 4100-1, veröffentlichten bereinigten Fassung, das durch Artikel 5 des Gesetzes vom 5. Juli 2016 (BGBl. I S. 1578) geändert worden ist.

<sup>27</sup> Wertpapierhandelsgesetz in der Fassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998 (BGBl. I S. 2708), das durch Artikel 2 des Gesetzes vom 30. Juni 2016 (BGBl. I S. 1514) geändert worden ist.

<sup>28</sup> Ld. Harald BAUM: Change of Governance in Historic Perspective: The German Experience. In: Klaus J. HOPT – Eddy WYMEERSCH – Hideki KANDA – Harald BAUM (szerk.): *Corporate Governance in Context Corporations, States and Markets in Europe, Japan and the US*. Oxford University Press, 2009. 21.

hatályú rendelkezése nemcsak a német társaságokra vonatkozik, hanem valamennyi olyan társaságra, amely Németországban székhellyel rendelkezik, illetve amelynek részvényeit az EU valamely értékpiacon kereskedik. Emellett a törvény fontos újításának számított, hogy a mindig is ellentmondásos megítélésű és nehezen azonosítható bennfentes kereskedést bűncselekményként határozta meg.<sup>29</sup>

2. A társaságok átalakulásáról szóló törvény, vagyis az *Umwandlungsgesetz (UmwG)*<sup>30</sup> 1994. október 28-án került elfogadásra. E jogszabály fő célkitűzése az volt, hogy lehetővé tegye a társaságok hatékony szerkezetátalakítását. Ennek megfelelően kivédte, hogy a társaságok átalakulását a kisebbségi részvényesek keresetindításával lehessen késleltetni. Az átalakulásról szóló határozati javaslat elfogadását 75%-os minősített többséghez kötötte. Ennek ellenére a részvénytársaságokról szóló *Aktiengesetz (AktG)*<sup>31</sup> rendelkezéseinek tükrében a kisebbségi részvényeseknek lehetőségük volt bírósághoz fordulni a határozat ellen, amellyel továbbra is késleltethették a társaság átalakulását. Az *UmwG* ezért felülírta az *AktG* rendelkezését, így a határozatot sérelmező kisebbségi részvényesek kártérítésért fordulhatnak a bírósághoz, de az átalakulás késleltetésére már nincs lehetőségük.<sup>32</sup>

3. Társaságirányítási szempontból közvetett jelentőséggel bír, hogy a német verseny-törvény, vagyis a *Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen*<sup>33</sup> az egyesülés és az akvizíciók mellett nagy hangsúlyt fordít a 25%-ot elérő vagy azt meghaladó befolyásszerzés versenyjogi minősítésére. Emiatt a 25%-ot elérő részvényblokkok adásvételének körülményeit a német versenyhatóság szigorú vizsgálat tárgyává teszi.<sup>34</sup>

4. A tőkepiacok fejlesztéséről szóló harmadik törvény, vagyis a *Drittes Finanzmarktförderungsgesetz*<sup>35</sup> a szavazati jog gyakorlásának összefüggésében hozott újításokat 1998-ban. A törvény a jövőre nézve tilalmazta a szavazati jogok korlátozását, de a korábbi megállapodások hatályban maradhattak egészen 2000. június 1-jéig, amikor ezeket is hatályon kívül helyezték. A szavazati többletjogosultságok szintén tilalom alá estek, viszont a korábban szerzett szavazati többletjogok csak 2003. június

<sup>29</sup> Ld. Marc GOERGEN – Miguel C. MANJON ANTOLIN – Luc RENNEBOOG: Recent Developments in German Corporate Governance. ECGI – Finance Working Paper, No. 41/2004 (Revised); CentER Discussion Paper Series, No. 2004-123. (Revised) 20. Elérhető: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=539383> or DOI: 10.2139/ssrn.539383

<sup>30</sup> Umwandlungsgesetz vom 28. Oktober 1994 (BGBl. I S. 3210; 1995 I S. 428), das zuletzt durch Artikel 22 des Gesetzes vom 24. April 2015 (BGBl. I S. 642) geändert worden ist.

<sup>31</sup> Aktiengesetz vom 6. September 1965 (BGBl. I S. 1089), das durch Artikel 5 des Gesetzes vom 10. Mai 2016 (BGBl. I S. 1142) geändert worden ist.

<sup>32</sup> Ld. Jan Pieter KRAHNEN – Reinhardt H SCHMIDT: *The German Financial System*. Oxford, 2004. 273.

<sup>33</sup> Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen (GWB), 1998. 08. 26. Egységes szerkezetben: 2013. 06. 26. (BGBl. I S.1750, 3245), legutóbbi módosítás 2016. 10. 13. (BGBl. I S. 2258).

<sup>34</sup> Ld. Barbara PASA – Gian Antonio BENACCHIO: *The Guide to European Private Law – The Harmonization of Civil and Commercial Law in Europe*. Budapest–New York, 2005. 521.

<sup>35</sup> Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland vom 24. März 1998 (BGBl. I S. 529)

1-jén veszítették hatályukat. A német társaságok ennek ellenére továbbra is jogosultak olyan részvények kibocsátására, amelyek után szavazati jog nem gyakorolható, de csak a kibocsátott mennyiség 50%-át meg nem haladó mértékben. Emellett a *Drittes Finanzmarktförderungsgesetz* üttörőnek számított a részvények visszavásárlása és a részvényekre alapított vételi jogok (opciók) szabályozásának területén.<sup>36</sup>

5. A társaságok ellenőrzéséről és átláthatóságáról szóló törvény, vagyis a *Gesetz zur Kontrolle und Transparenz in Unternehmensbereich (KonTraG)* 1998-ban lépett hatályba. A jogszabály mérföldkőnek számított a társaságok tőzsdei szerepvállalása és számviteli gyakorlata szabályozásának területén. Legfontosabb célkitűzése a felügyelőbizottságok hatékonyabb működésének elősegítése volt. A *KonTraG* biztosította, hogy a felügyelőbizottságok megerősödése által a menedzsment hatáskörei szűküljenek. Ez a német társaságirányítási rendszer egyik közismert vonása.

Ugyanakkor a *KonTraG* abból a szempontból formabontónak bizonyult, hogy a német társaságok számára megtiltotta a korábban széles körben elterjedt szavazatsóbb-ségi, részvények kibocsátását, illetve megtiltotta a szavazati jogok korlátozását. Ez a változás összhangba hozta az ötödik társasági jogi irányelv tervezettel a német szabályozást. Ugyanakkor feltétlenül ki kell emelni, hogy a szerzett jogok védelmének elve szerint a már korábban kibocsátott, szavazati többletet biztosító részvényeket nem volt kötelező átváltoztatni törzsrészvénné.<sup>37</sup>

6. A tőkeemelés egyszerűsítéséről szóló törvény, vagyis a *Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz* 1998-ban lépett hatályba, amely a német társaságokat nemzetközi számviteli sztenderdek alkalmazására kötelezte, mint az IAS<sup>38</sup> és GAAP<sup>39</sup> rendszerek. Emellett a *Kapitalaufnahmeerleichterungsgesetz* szállította le a kisebbségi részvényesek keresetindítási jogához szükséges szavazatmennyiség minimumát, amely így a szavazatok korábbi 10%-a helyett így 5% lett.<sup>40</sup> Érdemes megjegyezni, hogy a kisebbségi jogok gyakorlását könnyítő tendencia globálisan érvényesül, ezt a gyakorlatot követte a 2006. évi IV. törvény 49. § is a kisebbségvédelemről szóló rendelkezései között, ami azután változatlan formában került bele a 2013. évi Ptk. normaszövegébe is.

<sup>36</sup> Ld. GOERGEN–MANJON ANTOLIN–RENNEBOOG i. m. 21.

<sup>37</sup> Theodor BAUMS: *Corporate Governance in Germany* (kézirat). Universität Osnabrück. <https://www.jura.uni-frankfurt.de/43029805/paper70.pdf> 18.

<sup>38</sup> International Accounting Standards – az 1973-ban alapított International Accounting Standards Commission (IASC) által kidolgozott számviteli alapelvek. 2001-től kezdődően az IASC jogutódja, az International Accounting Standard Board (IASB) megkezdte működését, ezzel pedig az IAS szabályait az International Financial Reporting Standards (IFRS) szabályai váltották fel fokozatosan. Erről a folyamatról bővebben ld. Stephen A. ZEFF: The Evolution of the IASC into IASB, and the Challenges it Faces. *The Accounting Review*, Vol 87., No. 3., 2012. 807–837.

<sup>39</sup> GAAP – Generally Accepted Accounting Principles (Általánosan Elismert Számviteli Alapelvek az Egyesült Államokban).

<sup>40</sup> Ld. GOERGEN–MANJON ANTOLIN–RENNEBOOG i. m. 21.



7. Az ellenséges társaságfelvásárlások önkéntes alapokon nyugvó német szabályozása 1995-ben kissé félresikerült, még azzal együtt is, hogy 1998-ban sor került a szabályok módosítására. Számos nagy és tőkeerős társaság akadt ugyanis, amely nem követte a szabályozás által meghatározott legjobb gyakorlatot. (A szabályozás 50% és 75%-os részesedés megszerzését követően nyilvános vételi ajánlat tételét írta elő.)

Emiatt 2002. január 1-jén új német jogszabály lépett hatályba az ellenséges vállalatfelvásárlás szabályozása céljából, *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)*<sup>41</sup> elnevezéssel. Az új szabályozás kötelező vételi ajánlat megtételére kötelezte a szavazatok 30%-át megszerző részvényt. E törvény széles terjedelemben szabályozza az akvizíciók lebonyolítását, beleértve az ellenséges vállalatfelvásárlásokat is, amelyek 2002 előtt gyakoribbak voltak. A jogszabály egyik részről lefekteti a neutralitás alapelvét, melynek értelmében az ellenséges vállalatfelvásárlás során a menedzsmentnek semlegesnek kell viselkednie.

Ennek meglepő módon ellentmond a törvény 33. §-a, amely arra kötelezi a menedzsmentet, hogy ellenséges vállalatfelvásárlás esetén a társaság legjobb érdekei szerint járjon el, amely magában foglalhatja a szükséges védelmi intézkedések megtételét. Ilyen lehet a részesedés kibocsátása barátságos vásárló számára (pl. elővásárlási jog vagy visszavásárlási jog kikötésével), ellenajánlat tétele az ajánlattevő részvényeire,<sup>42</sup> avagy az úgynevezett „koronaékszer-stratégia.”<sup>43</sup> Fontos viszont megjegyezni, hogy bármilyen védelmi intézkedés foganatosítása mellett is dönt a menedzsment, azzal szükség-szerűen megszegi a neutralitás alapelvét.

Másrészt az ilyen intézkedéseket a német jog szerint csak a felügyelőbizottság jóváhagyásával lehet megtenni. Viszont a részvényesek 75%-os minősített többséggel – 18 hónapra, amely később meghosszabbítható – felhatalmazást adhatnak a menedzsmentnek az ellenséges felvásárlóval szembeni intézkedések foganatosítására.<sup>44</sup>

Emellett a jogszabály rendelkezései nehézségeket gördítenek a kisebbségi részvényesek kiszorítása esetén gyakran alkalmazott halogatási stratégia útjába. Ilyenkor ugyanis a kisebbségi részvényesek keresetindítással igyekezhetnek késleltetni az egyesülést vagy az akvizíciót. A korábban ismertetett *UmwG* megközelítéséhez hasonlóan a *WpÜG* is a pénzbeli kártérítés irányába tereli a jogalkalmazókat. Emellett a 33. § megtiltja, hogy az ajánlattevő társaság úgynevezett „aranyejtőernyőket”<sup>45</sup> ajánljon fel a céltársaság vezetőinek. E rendelkezést nem kis részben a Mannesmann AG<sup>46</sup> ellen-

<sup>41</sup> Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz vom 20. Dezember 2001 (BGBl. I S. 3822), das durch Artikel 4 Absatz 50 des Gesetzes vom 18. Juli 2016 (BGBl. I S. 1666) geändert worden ist.

<sup>42</sup> Az úgynevezett pac-man stratégia.

<sup>43</sup> Selling the crown jewels – a koronaékszer (valamely illusztris társaság jelentős részvénytartójának) értékesítése, vagy felajánlása, hogy elvonja az ellenséges felvásárló társaság pénzügyi eszközeit (vásárlóerejét) a saját részvényekről.

<sup>44</sup> Ld. BAUMS i. m. 25–27.

<sup>45</sup> Golden parachute – az aranyejtőernyő nagy összegű végkielégítés vagy más jogcímen juttatott kompenzáció, amelyet a távozó menedzserek számára fizet a társaság, s amelyet a bizonyítatlanul maradt feltételezések szerint Klaus Esser és a Mannesmann AG többi igazgatója kapott a Vodafone-tól.

<sup>46</sup> 1890-es alapítású acélipari részvénytársaság, düsseldorfi székhellyel, amely számos társaságot felvásárolva széles tevékenységi kört felölelő konglomerátummá nőtt.

séges felvásárlása ihlette, amelyet a Vodafone bonyolított le,<sup>47</sup> s amely valószínűleg a társaságok vezetőinek mögöttes megállapodása útján vált lehetővé.<sup>48</sup>

8. A 2002-es német adóreform következményeképpen sikerült elérni, hogy a rajnai kapitalizmus tekintélyes ékköveinek, a nagy részvénytársaságoknak a felaprózódása is megkezdődjön. Az adójogi változások ösztönözték a bankokat arra, hogy bátrabban értékesítsék korábban megszerzett koncentrált részesedéseiket a német társaságokban. A 2002. január 1-je előtt hatályba lépett reformokat megelőzően a pénzintézetek inkább részvényesi pozícióik megtartása mellett döntöttek az értékesítés kedvezőtlen adójogi vonzata miatt.

9. A szintén 2002-ben hatályba lépett tőkepiacok fejlesztéséről szóló negyedik törvény, vagyis a *Vierte Finanzmarktförderungsgesetz*<sup>49</sup> a befektetővédelem alapelvét igyekezett erősíteni. Kiemelt figyelmet fordított a piaci manipuláció és a bennfentes kereskedelem szabályozására, valamint a szervezett bűnözés pénzügyi vetületeinek – és kimondottan a pénzmosás – visszaszorítására.

10. *Theodor Baums* professzor vezetésével 2000-ben kezdte meg nagyszabású munkáját ama kormányzati bizottság (*Regierungskommission*), amely a *Transparenz- und Publizitätsgesetz*<sup>50</sup> (*TransPuG*) megalkotásáért volt felelős. Ez egy olyan salátatörvény lett, amely az *AktG* valamint a *HGB* rendelkezéseit igazította hozzá az európai követelményekhez. Ennek egyik legfőbb elemét képezte az önszabályozás alapelveinek meghonosítása a német szabályozási környezetben, valamint a felügyelőbizottságok szerepének és ellenőrzési funkciójának megerősítése a menedzsment beszámolási kötelezettségének nyomatékosítása útján. Emellett a kizárólagos célok között szerepelt, hogy az elektronikus távközlési eszközök használata nagyobb teret nyerjen a részvényesi jogok gyakorlásának elősegítése céljából. Ugyanakkor a jogszabály a menedzsment és a felügyelőbizottság tagjainak felelősségét valótlán információk nyilvánosságra hozataláért kiterjesztette, mégpedig a korábbi zsinórmérték, a szándékosság mellett a súlyos gondatlanság esetkörüre is. Átgondolásra és ezzel egyidejűleg szigorításra is kerültek a felügyelőbizottsági tagok összeférhetlenségének szabályai, hogy függetlenségük a jövőre nézve biztosabb alapon állhasson.

Az átlátható működés elősegítése érdekében a bizottság célja az volt, hogy a részvényeseknek nagyobb rálátást biztosítson a menedzsment részvényopcióira és részvénytranzakcióira, valamint hogy általánosan kiszélesítse a vállalati vezetők részvényesek

<sup>47</sup> Ld. BAUMS i. m. 17.

<sup>48</sup> A vállalatfelvásárlás igen ellentmondásos körülmények között zajlott, tekintve hogy lebonyolítása során Klaus Esser és a többi igazgató feltehetően megállapodást kötött az ellenséges felvásárló Vodafone menedzsmentjével. Németországban azelőtt sosem sikerült külföldi társaságnak hasonló nagyságrendű vállalatfelvásárlást lebonyolítania.

<sup>49</sup> Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland, vom 21. Juni 2002 (BGBl. I S. 2010).

<sup>50</sup> Gesetz zur weiteren Reform des Aktien- und Bilanzrechts, zu Transparenz und Publizität.

irányában fennálló beszámolási kötelezettségét. Emellett jelentős hangsúlyt fordított a bizottság a könyvvizsgálók függetlenségének biztosítására is.

Végül a *TransPuG* fontos kisebbségvédelemi intézkedést eszközölt. A törvény úgy módosította az *AktG* 147. § rendelkezéseit, ami által az 1% szavazatarányú részvényhányaddal (illetőleg a piaci értéken 100 000 EUR értékű részvénypakkettel)<sup>51</sup> rendelkező tulajdonosok számára lehetőséget nyitott keresetindításra a társasággal szemben, ha a menedzsment vagy a felügyelőbizottság tagjai részéről csalárd magatartás vagy jelentős törvényszegés alapos gyanúja áll fenn.<sup>52</sup>

A bizottság 2001. július 10-én napvilágot látott jelentése, a *Bericht der Regierungskommission Corporate Governance* képezte a 2002-es *Transparenz- und Publizitätsgesetz* alapját. Azonban a bizottsági munka egy másik – ajánlási szintű – normaanyagot is előkészített, hiszen hozzájárult az önkéntesség elvén alapuló *Deutscher Corporate Governance Kodex (Cromme Code)* megalkotásához.

A *Deutscher Corporate Governance Kodex* 2002. február 26-án lépett hatályba<sup>53</sup> (és azóta számos alkalommal került módosításra – legutóbb 2015. május 5-én). A kódex *comply or explain* szabályozási szisztémával<sup>54</sup> törekszik a modern felelős társaságirányítási intézmények és tendenciák szabályozására. Ezek között kiemelt hangsúlyt kap a működés átláthatóságának és a beszámolók hitelességének biztosítása, a javadalmazás, a bizottságok rendszere, valamint a modern távközlési eszközök szélesebb körben történő alkalmazásának biztosítása a részvényesi jogok hatékony gyakorlásának érdekében.

11. Németországban jelenleg három fontos törvény szabályozza a munkavállalók részvételi jogait a társaságok irányítási rendszerében. Ezek közül az egyik az 1951. évi *Montan-Mitbestimmungsgesetz*,<sup>55</sup> amely a szén- és acélipari dolgozók vonatkozásában határozta meg a részvételi szabályokat.<sup>56</sup> A másik a 2004. évi *Drittelbeteiligungsgesetz*,<sup>57</sup> amely többek között a felügyelőbizottság összetételét szabályozta, előírva, hogy tagjai egyharmadát a társaság munkavállalói közvetlenül választják meg, a fennmaradó kéthar-

<sup>51</sup> Fontos megjegyezni, hogy mára már az előírt tulajdoni hányad 10%-ra emelkedett, és annak piaci értékének el kell érni az 1 000 000 EUR-t.

<sup>52</sup> Ld. Reforming German Corporate Governance: Inside a Law Making Process of a Very New Nature, Interview with Professor Dr. Theodor Baums. *German Law Journal*, 2001. július 16. No. 12 – Private Law. Ld. még GOERGEN–MANJON ANTOLIN–RENNEBOOG i. m. 23–24.

<sup>53</sup> Ld. Jean J. Du PLESSIS – Bernhard GROSSFELD – Claus LUTTERMANN – Ingo SAENGER – Otto SANDROCK: *German Corporate Governance in International and European Context*. Berlin–Heidelberg–New York, Springer-Verlag, 2007. 23–24.

<sup>54</sup> Ld. BAUMS i. m. 24.

<sup>55</sup> Gesetz über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer in den Aufsichtsräten und Vorständen der Unternehmen des Bergbaus und der Eisen und Stahl erzeugenden Industrie in der im Bundesgesetzblatt Teil III, Gliederungsnummer 801-2, veröffentlichten bereinigten Fassung, das zuletzt durch Artikel 5 des Gesetzes vom 24. April 2015 (BGBl. I S. 642) geändert worden ist.

<sup>56</sup> Ld. PAGE i. m. 8.

<sup>57</sup> *Drittelbeteiligungsgesetz* vom 18. Mai 2004 (BGBl. I S. 974), das zuletzt durch Artikel 8 des Gesetzes vom 24. April 2015 (BGBl. I S. 642) geändert worden ist.

madról viszont a részvényesek döntenek.<sup>58</sup> A legfontosabb a harmadik törvény, az 1976. évi *Mitbestimmungsgesetz*,<sup>59</sup> amelynek hatálya a 2000 főnél több munkavállalót foglalkoztató vállalatokra terjed ki.<sup>60</sup> Ennek alapján kötelező a munkavállalók képvisellete a nagyvállalatok felügyelőbizottságában, mégpedig paritásos alapon. Vagyis minden egyes, a részvényesek által választott felügyelőbizottsági tagra jut egy, a munkavállalók által választott tag. A német felügyelőbizottságok szerepét nem szabad lebecsülni, hiszen a magyar jogi szabályozással és az ahhoz kapcsolódó gyakorlattal ellentétben, erős jogosítványokkal és széles hatáskörökkel rendelkeznek. Az *AktG* 84. § értelmében a felügyelőbizottság választja meg például az igazgatóság tagjait, akiknek a tevékenysége fölött ők gyakorolnak tényleges ellenőrzést. Emiatt pedig rendkívül lényeges, hogy a felügyelőbizottság működésében részt tudnak-e venni a társaság munkavállalói.

12. Szintén lényeges a 2015-ben elfogadott, *Gesetz zur gleichberechtigten Teilhabe von Frauen und Männern an Führungspositionen in der Privatwirtschaft und im öffentlichen Dienst*<sup>61</sup> nevű törvény, amely többek között az *AktG* szabályait módosította, és amelynek rendelkezései megjelentek a *Deutscher Corporate Governance Kodexben* is. Ez a törvény a nők és férfiak egyenlő részvételét kívánja elősegíteni a közzféra és a magánsféra vezető pozícióiban. Ennek megfelelően úgy módosította az *AktG* rendelkezéseit, hogy kötelező kvótákat ír elő a társaság felügyelőbizottságára vonatkozóan, valamint célszámokat (2016-tól a cél a 30%-os részesedési arány, 2018-tól kezdve pedig 50%) határozott meg az ügyvezetés legfelsőbb szintjein.<sup>62</sup>

## 2. A Deutscher Corporate Governance Kodex egyes elvei

A *felelős társaságirányítás* németországi megoldásainak átfogó vizsgálata során elsőként át kell tekintenünk a *német felelős társaságirányítási kódex* alapelveit. Ezek az alapelvek képeznek talpatatot, amelyen a vállalatok működési gyakorlatában alkalmazott ajánlások rendszere felépül. Az egyes gyakorlati szabályozások, vagy az azok alapjául szolgáló normatív állásfoglalás is csak az alapelveken keresztül válnak igazán érthetővé. A német felelős társaságirányítási kódex szabályozási körében nyolc alapelv határozható meg, melyek a későbbiekben részletes áttekintés tárgyát képezik:

- „Comply or explain”
- Testületi és kétszintű társaságirányítás
- Munkavállalók részvétele a társaságirányításban
- Átláthatóság

<sup>58</sup> Ld. PAGE i. m. 24.

<sup>59</sup> Mitbestimmungsgesetz vom 4. Mai 1976 (BGBl. I S. 1153), das zuletzt durch Artikel 7 des Gesetzes vom 24. April 2015 (BGBl. I S. 642) geändert worden ist.

<sup>60</sup> Ld. PAGE i. m. 26.

<sup>61</sup> Gesetz für die gleichberechtigte Teilhabe von Frauen und Männern an Führungspositionen in der Privatwirtschaft und im öffentlichen Dienst vom 24. April 2015 (BGBl. I S. 642).

<sup>62</sup> Ld. Burkard GOEPFERT – Daniela ROTTMEIER: *Law on Equal Participation of Women and Men in Leadership Positions in the Private and Public Sector*. Baker & McKenzie, 2015. <http://www.bakermckenzie.com/algermanyequalparticipationmar15/>

- Egy részvény egy szavazat
- Függetlenség
- Fenntarthatóság
- Esélyegyenlőség

## 2.1. „Comply or explain”

A „*comply or explain*” kifejezést az angolszász társaságirányítás alapelvei használják és a legtöbb európai ország innen transzplantálta e megközelítést. Ennek egyre sűrűbben vitatott lényege, hogy a társaságirányítás szabályait nem kötelező, hanem ajánlási szinten érdemes meghatározni és az ajánlásoknak történő megfelelés (*compliance*) önkéntes folyamat. Amennyiben pedig ez elmarad, még akkor is lehetőség van megmagyarázni (*explain*), hogy a társaság miért követ az ajánlások tartalmához képest eltérő üzleti gyakorlatot.

Figyelemre méltók a kódex rendelkezései abból a szempontból, hogy az egyes szakaszok nyelvezete is jelzésértékű. Ugyanis abban az esetben, ha a „kell” (*soll*) kifejezést használják, úgy azoktól eltérni csak az indokolási kötelezettségnek eleget téve lehetséges. Ezzel szemben, ha a „kellene” (*sollte*) kifejezést használják, akkor az ajánlásban foglaltaktól való eltérést nem kell megindokolni egyáltalán.

Ezzel összefüggésben érdemes megvizsgálni egy különösen érdekes helyzetet a német társaságirányításban. A *Deutcher Corporate Governance Kodex* a javadalmazásra vonatkozó közzétételt a „*comply or explain*” alapelv mentén szabályozza, a *Handelsgesetzbuch* pedig nem ír elő individuális közzétételi kötelezettséget, így 2005-ig a vállalati vezetők javadalmazására vonatkozó információk közzététele nem is volt kötelező. Azonban 2005-ben hatályba lépett az igazgatóság javadalmazásának közzétételéről szóló törvény (*Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz – VorstOG*),<sup>63</sup> amely előírta az individuális alapon történő közzétételt a javadalmazás vonatkozásában. A jogszabályi úton alapuló megoldásokhoz szokott német jogalkotás ezzel tulajdonképpen átugrotta a kódex vonatkozó ajánlásait. Azok ugyan opcionális rendelkezések, de tárgykörükben kötelező erejű jogszabály születtet.<sup>64</sup> A helyzet rendkívül sajátos: szerencsés-e kötelezővé tenni valamit, amit az üzleti szféra önszabályozó mechanizmusai korábban opcionális szabályozás tárgykörébe vontak? Véleményünk szerint ebben önmagában még nincsen kivetnivaló. Talán éppen az teremt ellentmondásos helyzetet, ha a jogszabály kötelezően előír valamit, de ugyanebben a tárgykörben a kódex fenntartja „*comply or explain*” ajánlásait. A helyzet nem szerencsés, mert a) ezáltal a kódex rendelkezése minden funkciót nélkülöz, b) eltérő felfogása mégis gyengíti a kötelező erejű jogszabály éthoszáét. *Lutz-Christian Wolff* professzor e jelenséget szellemesen így írja le a tárgykörben publikált tanulmányának címében: „*Self-Governance German Style: Comply or Explain... But If You Explain We Will Make You Comply*”, vagyis: „az önszabályozás német stílusa: alkalmazkodj vagy magyarázd meg miért nem teszed...

<sup>63</sup> Gesetz über die Offenlegung der Vorstandsvergütungen (Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz – VorstOG) vom 3. August 2005 (BGBl. 2005 I S. 2267).

<sup>64</sup> Ld. WOLFF i. m. 371–383.

de, ha megmagyaráztad, mi rákényszerítünk, hogy alkalmazkodj.” *Wolff* ezzel összefüggésben arra a következtetésre jutott, hogy a törvényhozás eme kezdeményezése „elárulta az önszabályozás elvét.”<sup>65</sup>

Úgy gondoljuk azonban, hogy a szélesebb körű közzététel érdekében ez is vállalható, hiszen olyan elvről van szó, amelynek általános alkalmazásával kapcsolatban akkor is szkeptikusak vagyunk, ha tudjuk, hogy a *corporate governance* európai szabályozásával kapcsolatos vélekedésben jelen idő szerint nagyon széles körű elfogadottságot élvez. Ugyanakkor éppen a javadalmazás területén Svájcban 2013-ban a kötelező szabályozás támogatói győztek, amikor a vonatkozó referendum sikere jelentős kifizetési korlátozásokkal járó alkotmánymódosítást eredményezett.<sup>66</sup>

## 2.2. Testületi és kétszintű társaságirányítás<sup>67</sup>

A nyilvánosan működő részvénytársaságokban kötelezően írja elő az *AktG* – és annak szabályait átvéve a Kódex – az igazgatóság és a felügyelőbizottság szétválasztását. Az angolszász típusú egyszintű társaságirányítási modell<sup>68</sup> alkalmazását csakis kizárólag a *Societas Europaea*, vagyis az Európai Részvénytársaság esetében engedi meg. Ez a rendelkezés a rajnai kapitalizmus hagyományaira vezethető vissza, melynek tradíciói mindig is elválasztották egymástól az operatív ügyvezetést valamint a társaság tevékenysége fölött végzett ellenőrzési funkciókat. Ennek a megoldásnak az előnyeit a támogatói abban jelölik meg, hogy e két funkció szétválasztásával biztosítható a részvényesek és a társaság érdekeinek védelméhez nélkülözhetetlen pártatlanság.

Első olvasatra meghökkentő, hogy az *AktG* 76. § (2) bekezdése megengedi, hogy az igazgatóság csak egytagú legyen. Ennek okát abban valószínűsíthetjük, hogy az ellenőrzési szerepkört úgyis a független felügyelőbizottság látja el, emiatt az egyszemélyi vezetés sem lehetett teljesen parttalan. Talán angolszász hatásra<sup>69</sup> – azonban a német felelős társaságirányítási kódex is „*comply or explain*” jellegű szabályként tette meg, hogy az igazgatóságnak testületileg kell működnie.<sup>70</sup>

## 2.3. Munkavállalók részvétele a társaságirányításban

A német társaságirányítás egyik érdekes sajátossága a munkavállalói képviselők aktív szerepvállalása a vállalatok működési mechanizmusában. A megoldás történeti gyöke-

<sup>65</sup> Ld. WOLFF i. m. 372. „It demonstrates, that issues which are covered by the new law are already addressed by the German Corporate Governance Code and that the new legislative initiative betrays the idea of self-governance.”

<sup>66</sup> Ld. KECSKÉS András – CSEH Balázs: Elsöpörte-e e az alpesi fön a vállalati vezetők javadalmazásának korábbi kereteit Svájcban? *JURA*, 21. évf. 2015/1. 224–235.

<sup>67</sup> A magyar jogalkotó szóhasználatában: nem egységes társaságirányítási rendszer.

<sup>68</sup> A magyar jogalkotó szóhasználatában: egységes társaságirányítási rendszer.

<sup>69</sup> A Companies Act 1948 176. szakasza írta elő először az Egyesült Királyságban, hogy egy nyilvánosan működő részvénytársaság élére legalább két igazgató kell. A rendelkezés az 1929. november 1. után bejegyzett nyilvánosan működő részvénytársaságokra vonatkozott.

<sup>70</sup> Ld. Deutscher Corporate Governance Kodex 4.2.1.

rei egészen a XIX. század derekának polgári forradalmaihoz nyúlnak vissza, ugyanis 1848-ban a frankfurti nemzetgyűlésen is elhangzottak ama követelések, amelyek a munkásoknak (munkavállalóknak) döntéshozatali jogokat kívántak biztosítani a társaságokban.<sup>71</sup> A kötelező munkavállalói képviselőt (a felügyelőbizottságban) azonban csak 1922-ben írták elő jogszabályban.<sup>72</sup> Jelenleg három különböző törvény szabályozza ezt a jogintézményt. Ezek a már korábban említett 1951. évi *Montan-Mitbestimmungsgesetz*, a 2004. évi *Drittelbeteiligungsgesetz*, és az 1976. évi *Mitbestimmungsgesetz*. Abban azonban mindhárom jogszabály megegyezik, hogy deklarálja a munkavállalók képviselőihez való jogát a társaságok felügyelőbizottságában. A kódex kimondja, hogy amennyiben a munkavállalók részt vesznek a társaságirányításban, abban az esetben mind a részvényesek, mind a munkavállalók képviselői külön-külön is előkészíthetik a felügyelőbizottság ülését, akár az igazgatóság részvételével.<sup>73</sup>

#### 2.4. Átláthatóság

Az átláthatóság (*transzparencia*) fontos kritérium a német társaságirányítás rendszerében és alapjai – ellentétben például az amerikai gyakorlattal – az önkéntesség elvén épülnek fel. A német kereskedelmi-törvénykönyv (*Handelsgesetzbuch – HGB*) a könyvvizsgálatra vonatkoztatva hagyományosan szűkebb körben ír elő közzétételi kötelezettségeket, mint például a *Generally Accepted Accounting Principles (GAAP)* rendelkezései az Egyesült Államokban. Ugyanakkor a német társaságok az elmúlt években önkéntesen igazodtak a *GAAP* és az *IFRS* szabályaihoz. 2005-öt követően pedig – az 1606/2002/EK rendelet<sup>74</sup> hatására, ami előírta az *IFRS* és az *IAS* standardjainak alkalmazását – az EU tagállamaiban regisztrált társaságok egyébként is kötelesek az *IFRS* standardjainak figyelembevételével elkészíteni konszolidált pénzügyi beszámolóikat.<sup>75</sup>

Érdemes megjegyeznünk, hogy a *Deutscher Corporate Governance Kodex* rendelkezései között a legvitatottabbak közé tartozik a javadalmazásra vonatkozó beszámolási kötelezettség. Ezt a kötelezettséget ugyanis a kódex individuális alapon követeli, míg a *Handelsgesetzbuch* megelégszik a díjazás összesített adatainak közzétételével. Az ezredfordulót követően újra és újra felmerülő javadalmazási botrányokra tekintettel megállapíthatjuk, hogy a javadalmazás sosem lehet elég transzparens, végső soron tehát üdvözölhető minden olyan rendelkezés, mely annak részleteit mind szélesebb körben kívánja feltárni.

A javadalmazáshoz kapcsolódva, a *Deutscher Corporate Governance Kodex* azt is előírja, hogy a társaságok pénzügyi beszámolóikban tegyék közzé a részvényopciós programokkal és a részvényalapú kompenzációval összefüggésben álló adataikat. A

<sup>71</sup> Ld. PAGE i. m. 7.

<sup>72</sup> Uo.

<sup>73</sup> Ld. *Deutscher Corporate Governance Kodex* 3.6. pont.

<sup>74</sup> 1606/2002/EK rendelet a nemzetközi számviteli standardok alkalmazásáról HL L 243., 2002. 09. 11., 1–4.

<sup>75</sup> Ld. GOERGEN–MANJON ANTOLIN–RENNEBOOG i. m. 24.

kódex mindezek mellett közzétételi kötelezettséget ír elő az igazgatók tulajdonában álló részvénytulajdonosokra vonatkozó információk tekintetében.<sup>76</sup>

## 2.5. Függetlenség

A függetlenség a német társaságirányításban két jelentéstartamot is hordoz. Megkülönböztetünk olyan szabályokat, amelyek a külső tényezőktől való függetlenséget kívánják elősegíteni, valamint azokat a szabályokat, amelyek a társaságon belüli függetlenséget kívánják megővni.

Belső függetlenség szempontjából kiemelkedő jelentőséggel bír annak deklarálása, hogy az operatív feladatokat ellátó menedzsmen és a felügyelőbizottság függetlenek egymástól. E függetlenségnek két eleme van. Egyrészt az összeférhetetlenség a felügyelőbizottsági és az igazgatósági pozíciók között. Másrészt az ügyvezetés autonómiája a döntéshozatali mechanizmusok tekintetében. Ez levezethető a vezető tisztségviselői önállóság elvéből is. A felügyelőbizottságnak pedig ebben az összefüggésben csak ellenőrzési (és nem döntési vagy utasítási) jogosítványai vannak. Természetesen kivételt képez ez alól az ügydöntő felügyelőbizottság intézménye. Ugyanakkor kimutatható kölcsönhatás és szinergia az ügyvezetés és a felügyelőbizottság működése között. A kódex pedig úgy rendelkezik, hogy e két szervnek egymással szorosan együtt kell működnie, hogy a társaság érdekeit előmozdítsák.<sup>77</sup>

A függetlenség külső aspektusa azt jelenti, hogy a társaságok ügyvezető igazgatósági tagjainak nem lehetnek olyan egyéb érdekeltségei, amelyek a társaságok önállóságát veszélyeztetik. A külső függetlenség védelmének egyik fontos eszköze a közzétételi kötelezettség, amelynek értelmében az ügyvezetőknek fel kell tárnuk a más társaságokban betöltött funkcióikat és egyéb érdekeltségeiket.<sup>78</sup>

A kódex azt is előírja, hogy a felügyelőbizottság tagjai között függetlenek is helyet kaphassanak. Ennek értelmében függetlennek minősül az olyan felügyelőbizottsági tag, akinek nincsen személyes vagy üzleti kapcsolata a társasággal, annak vezető szerveivel, minősített többséggel rendelkező részvényesével, vagy az utóbbihoz kapcsolódó vállalkozással, ha az tartósságából adódóan nemcsak ideiglenes összeférhetlenséget eredményez. A független tagok részvételének arányát azonban már a társaságok önrövidítési körébe utalja a kódex, hiszen számszerűsítésük helyett csak az „elegendő” kifejezést alkalmazza.<sup>79</sup>

A kódex nem tartalmaz rendelkezést az igazgatóság tagjainak függetlenségéről. Ugyanis egy kétszintű társaságirányítási rendszerben a felügyelőbizottság tölti be azt a szerepet, amelyet az egyszintű társaságirányítási rendszerben a független igazgatótanács tagoknak kell. Ugyanakkor a kódex az igazgatóság részére előírja, hogy függetle-

<sup>76</sup> Ld. KECSKÉS i. m. 256.; Deutscher Corporate Governance Kodex 6.2. pont.

<sup>77</sup> Ld. Deutscher Corporate Governance Kodex 3. fejezet.

<sup>78</sup> Ld. Deutscher Corporate Governance Kodex 5.5.2. pont.

<sup>79</sup> Ld. Deutscher Corporate Governance Kodex 5.4.2. pont.



nül kell igazgatni a vállalatot, a részvényesek és a többi érintett érdekeinek maximális figyelembevételével.<sup>80</sup>

## 2.6. Egy részvény, egy szavazat

A kódex leszögezi, hogy főszabályként minden részvényhez csakis egy szavazat tartozik. Ez tehát azt jelenti, hogy nem lehetséges a többszörös szavazati jogot biztosító többségi részvények, az „aranyrészvények”, valamint a szavazati minimumot biztosító részvények kibocsátása.<sup>81</sup> Ugyanakkor ez az elv nem érvényesül maradéktalanul sem a német társasági jogban sem pedig a társaságok németországi irányítási rendszerében. Egyfelől – mint a *KonTraG* rendelkezései alapján fentebb már utaltunk rá – a korábban kibocsátott többszörös szavazati jogot biztosító részvényeket nem volt kötelező átváltani. Másrészt, az *AktG* rendelkezései megengedik, hogy szavazati jogot nem biztosító részvényeket bocsássanak ki a társaságok abban az esetben, ha azokhoz valamilyen más többletjogosultság kapcsolódik, például kamatozó részvények esetében.<sup>82</sup>

## 2.7. Fenntarthatóság

A fenntarthatóságnak felelős társaságirányítási nézőpontból két vetülete különböztethető meg. Az egyik a fenntartható fejlődés, amelynek elveit a német *Tanács a Fenntartható Fejlődésért (Rat für Nachhaltige Entwicklung – RNE)*<sup>83</sup> által kidolgozott és gondozott *Deutscher Nachhaltigkeitskodex*,<sup>84</sup> vagyis a fenntarthatósági kódex tartalmazza. A fenntarthatósági kódex olyan keretrendszert biztosít a vállalkozások számára, amely nemcsak a fenntarthatósági politika kialakítását segíti elő, hanem az ilyen irányú erőfeszítések értékelését, összemérhetőségét is. A fenntarthatósági kódex címzettjei közé nemcsak a nagyvállalatok tartoznak, hanem az egyéb jogi személyek, vagy jogi személyiséggel nem rendelkező szervezetek is.<sup>85</sup>

A fenntarthatóságot fogalma azonban *pénzügyi fenntarthatóságként* is értelmezhető. Ez magában foglalja a társaságok *prudens*<sup>86</sup> működtetésének kötelezettségét. Ennek

<sup>80</sup> Ld. Deutscher Corporate Governance Kodex 4.1.1. pont.

<sup>81</sup> Ld. Deutscher Corporate Governance Kodex 2.1.2. pont és AktG 12.§ (2).

<sup>82</sup> Ld. AktG 139. § (1).

<sup>83</sup> Az RNE 2001-ben jött létre, még Gerhard Schröder kancellársága alatt. Célja, hogy a szövetségi kormányzat számára kidolgozza a fenntartható fejlődési stratégiát, valamint a tanácsaival segítse a kormányzatot egyedi ügyekben. A szervezet 15 tagú, élén 2 fős elnökséggel. A fenntarthatósági kódexet saját hatáskörében dolgozta ki a szervezet.

<sup>84</sup> Ld. The Sustainability Code Benchmarking sustainable economy [http://www.nachhaltigkeitsrat.de/fileadmin/user\\_upload/dokumente/publikationen/broschueren/RNE\\_The\\_Sustainability\\_Code\\_Text\\_no\\_52\\_June\\_2016.pdf](http://www.nachhaltigkeitsrat.de/fileadmin/user_upload/dokumente/publikationen/broschueren/RNE_The_Sustainability_Code_Text_no_52_June_2016.pdf)

<sup>85</sup> Ld. German Council For Sustainable Development: The Sustainability Code: <http://www.deutscher-nachhaltigkeitskodex.de/en/the-code/the-code.html>

<sup>86</sup> A *prudens* szó eredeti jelentése óvatos, körültekintő. A pénzügyi gazdasági szférában a kifejezés azt jelenti, hogy az egyes tranzakciók csak akkor kerülnek a pénzügyi és számviteli rendszerben is rögzítésre, ha azok pénzügyileg is teljesítésre kerültek, azaz a szerződő fél már kifizette a szerződés ellenértékét. A pénzügyi intézmények esetén a *prudens* működés az olyan üzletpolitikát foglalja magába, mely nem-

egyik lényeges eleme az átláthatóság összefüggésében már kifejtett vezetői javadalmazási rendszer. A javadalmazási rendszernek ugyanis nemcsak átláthatónak kell lennie, hanem a társaság eredményeivel arányosnak is.<sup>87</sup> Szintén a pénzügyi fenntarthatóság biztosítását célozzák a *Deutscher Corporate Governance Kodex* ama javadalmazási szabályai, amelyek a közgyűlési határozathozatal során a részvényesek számára véleménynyilvánítási jogot alapítanak a vállalat javadalmazási politikája tekintetében. Az angolszász terminológia ezt találóan „say on pay” szavazásnak nevezi.<sup>88</sup>

## 2.8. Esélyegyenlőség

Újdonság a német felelős társaságirányítási gyakorlatban, hogy a korábban csak elvek szintjén kihirdetett esélyegyenlőséggel kapcsolatban 2015 júliusától kezdve konkrét rendelkezések is megalkotásra kerültek. Ennek alapján a felügyelőbizottsági helyeket most már meghatározott arányban kell betöltenie nőknek és férfiaknak.<sup>89</sup> Ez utóbbi arányszámot az határozza meg, hogy melyik – a munkavállalók részvételét biztosító – jogszabály rendelkezései vonatkoznak az adott társaságra. A kvóták célja, hogy markánsabban jelenjenek meg más nézőpontok is, ezzel pedig jobban követheti a társadalom a vállalatok működését, aminek garanciális szerepet szánt a jogalkotó. Ez a tendencia illeszkedik az európai felelős társaságirányítási trendekhez is. Európában ugyanis már 2011-ben napirendre került a kérdés, miszerint a társaságirányításban nagyobb létszámban jelenjenek-e meg a nők és a kisebbségek, amely cél elérésének egyik lehetséges eszközét szintén a kötelező kvóták alkalmazásában látták.<sup>90</sup> Meg kell azonban jegyezni, hogy az Európai Bizottság 2012-es cselekvési terve<sup>91</sup> a kvótákkal kapcsolatban már csak ajánlásokkal szolgált,<sup>92</sup> így ebből a szempontból a német szabályozás szigorúbbnak számít a jelenlegi európai szabályoknál.

## 3. Következtetések

A német felelős társaságirányítási joganyagról alapvetően elmondható, hogy szervesen illeszkedik az európai felelős társaságirányítási rendszerbe. Néhány tekintetben mégis

---

csak biztosítja a működés jövedelmező jellegét, de ezzel egyidejűleg a folyamatos rövid távú likviditást (fizetőképességet) és a hosszú távú likviditást (szolvenciát) is megalapozza.

<sup>87</sup> A kódex is alkalmazza a „fenntartható” kifejezést a javadalmazási politikával kapcsolatban. Ld. *Deutscher Corporate Governance Kodex* 5.4.6. pont.

<sup>88</sup> Ld. *Deutscher Corporate Governance Kodex* 2.2.1. pont.

<sup>89</sup> Ld. *Deutscher Corporate Governance Kodex* 4.5.1. és 5.2.1. pont.

<sup>90</sup> Ld. Rebecca UNGERRECHTS: The Role of the European Union in corporate governance for European Businesses <http://www.consulegis.com/wp-content/uploads/2014/10/The-Role-of-the-European-Union-in-Corporate-Governance-for-European-Business.pdf> 19.

<sup>91</sup> Európai Bizottság: Cselekvési terv Európai társasági jog és vállalatirányítás – a részvényesek nagyobb szerepvállalását és a fenntartható vállalatokat szolgáló modern jogi keret. COM(2012) 740, 2012. 12. 12. E dokumentum egyike volt a Bizottság által kibocsátott cselekvési terveknek, amelyek a tőkepiacok európai szintű fejlesztésére kerestek megoldást.

<sup>92</sup> Ld. UNGERRECHTS i. m. 22–23.

jelentős eltérést mutat, ami később még nehézségeket okozhat, főként az angolszász működési jelleget megtestesítő vállalatok számára.

Az egyik ilyen nehézség a „*comply or explain*” alapelv sérelme lehet. Ahogyan a korábban idézett Wolff professzor megírta, a német felelős társaságirányítási gyakorlatra jellemző, hogy a kódex ajánlásaitól való eltérést nem engedi meg, annak ellenére, hogy a kódex – megfelelő indokolás mellett – megengedné.<sup>93</sup> Ez sértheti a társaságok önrendelkezését, hiszen ellehetetlenítheti azon társaságirányítási megoldások alkalmazását, melyek indokolt esetben eltérnének az ajánlásoktól. Ez főként akkor okozhat gondot, ha egy társaságot egyszerre több értéktőzsdén jegyeznek – például a frankfurti és a new yorki tőzsdén. Az angolszász jog ugyanis megtiltja, hogy a munkavállalók részt vegyenek a társaság ügyvezetésében.<sup>94</sup> Ugyanakkor a német társasági jog egyik fontos intézménye a munkavállalói részvétel a társaságirányításban. Ez pedig nehezen feloldható ellentétet képez a két felelős társaságirányítási koncepció között.

Nem szabad azonban elfelejteni, hogy a kötelező munkavállalói képviselőt a társaság működésében érdekelt (érintett) felek, a *stakeholder*ek védelme szempontjából garanciális megoldás, és mint ilyen, helyesen alkalmazva kézzelfogható előnyöket is biztosíthat.

A másik ok a kétszintű irányítási modell monopóliuma az *AktG* szabályai szerint alapított részvénytársaságoknál. Ennek gyökerei, mint már ismertetésre került, mélyre nyúlnak vissza a rajnai kapitalizmus hagyományaiban. Azonban az angolszász gondolkodásmódtól teljesen idegen ez a fajta megközelítés. Ez a probléma elvileg áthidalható lenne azzal, hogy eleget téve a jogszabályi előírásoknak, az angolszász vállalatok is működtetnek felügyelőbizottságot Németországban. Mivel azonban a felügyelőbizottság a német társaságirányítás rendszerében kiemelt szerephez jut, annak csupán névleges működtetése garanciális ellenőrzési szempontoktól fosztaná meg a befektetőket.

Németországban nem érvényesül maradéktalanul a „*comply or explain*” alapelv sem. Ennek köszönhetően a társaságok számára csak szűkebb körben adatik meg a lehetőség arra, hogy rugalmas megoldások alkalmazásával és a saját működési aspektusai mérlegelésével alakítsák ki a társaságirányítás arculatát. Számos esetben a jogszabályok rákényszeríthetik a vállalatokat a kötelező megoldás alkalmazására. Merőben más kérdés, hogy a két nézőpont közül melyik a helyes? A vállalati botrányok és a 2002 óta egyre sűrűbben jelentkező válságtünetek arra utalnak, hogy a törvényi szabályozás szerepe nem elhanyagolható a társaságirányítás területén, sőt számos tekintetben újragondolásra szorul.

<sup>93</sup> Ld. *Deutscher Corporate Governance Kodex* – Preambulum.

<sup>94</sup> Ld. Orly LOBEL – Anne Marie LOFASO: System of Employee Representation at the Enterprise. The US Report (February 15, 2013) In: *Systems of Employee Representation at the Enterprise: A Comparative Study*. (Bulletin of Comparative Labour Relations Series, Roger Blanpain, Hiroya Nakakubo and Takashi Araki Editors) Kluwer, 2012.; *WVU Law Research Paper*, No. 2013-7; *San Diego Legal Studies Paper*, No. 13-107. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2218862> 153–154.

