

**TŐKEPIACI REFORM ÉS CORPORATE GOVERNANCE AJÁNLÁSOK  
AZ EURÓPAI UNIÓBAN**

**BÉT Elemzések, 2003. szeptember 24.**

Az EU folyamatban lévő tőkepiaci reformjainak mélysége és várható hatása nem hasonlítható semmilyen más gazdasági szektorban jelenleg zajló, vagy várható változáshoz. A tíz csatlakozó ország tőkepiacai egy jószerivel teljesen új feltételekkel működő, illetve azokra éppen átálló európai tőkepiacokhoz fognak 2004 májusában csatlakozni.

A brüsszeli, valamint a jelenlegi és jövőre belépő tagországok munkaasztalain lévő két akcióterv előzménye, hogy a 90-es évek második felére bebizonyosodott: az EU tőkepiacai messze elmaradtak az USA tőkepiacának hatékonyságától. A vezető európai politikusok ebben annak a reális veszélyét látták, hogy a tőkeellátás hiányosságai miatt az európai gazdaságok hosszú távra elvesztik versenyképességüket a tengerentúli versenytárral szemben.

Erre a kihívásra válaszul az Európai Unió fő döntéshozó szervei 1999-ben elfogadták a Pénzügyi Szolgáltatási Akciótervet (Financial Services Action Plan, FSAP), amely a jogalkotási folyamat egyes témáit három nagy stratégiai cél köré csoportosította:

- egységes EU intézményi befektetői piac,
- nyilvános és biztonságos magánbefektetői piac,
- korszerű szabályok a tisztességes üzleti magatartás biztosítására, modern piacfelügyelet.

A munka felgyorsítása és eredményessé tétele érdekében létrehozták a Lámfalussy Bizottságot, amely elsősorban az EU tőkepiaci jogszabály-alkotási folyamatát mérte fel. 2001 februárjában a Bizottság javaslatot tett egy új folyamatrendszer kialakítására, valamint azokra a területekre, amelyeken a jogszabály-alkotást, illetve változtatást a legsürgősebben el kell végezni. Az Akcióterv végrehajtása jelenleg ezen elvek alapján történik.

A szakemberek a FSAP terv megvalósításának időpontjául 2005-t tűzték ki. A tervek szerint a legfontosabb témákat 2004 első negyedévének végéig szeretnék lezárni, mivel a 2004 májusában sorra kerülő Európa Parlament képviselőválasztás miatt a döntéshozatal hosszabb ideig várhatóan lelassul. Amennyiben az Unió szintű jogalkotás befejeződik a fenti időpontig, akkor 2005 végéig a tagországok saját jogrendjükben is érvényesíteni tudják az EU irányelveit.

A tőkepiacok számára is nagy jelentőségű a társasági jog modernizálását és a felelős vállalati-rányítás (corporate governance) megerősítését célzó akcióterv (Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union - a Plan to Move Forward), amelyet 2003 májusában hirdettek meg.

A két terv megvalósítása 2003 őszén kezdődik, ennek fő eszköze a jogalkotás lesz. Az Európai Unió jogszabályai és dokumentumai az alábbi formákban jelennek meg:

- Törvények (regulations): minden tagállamra nézve kötelező érvényűek, közvetlenül alkalmazandók.
- Irányelvek (directives): kötelező erejű jogszabályok, megvalósításuk módját és a saját jogrendbe való beépítését azonban az adott tagállam határozza meg. Az EU hivatalos lapjában, az Official Journal-ban történő megjelenést követő 18 hónapon belül a tagállamoknak az irányelvek rendelkezéseit saját jogrendjükbe be kell építeniük.
- Határozatok (decisions): közvetlenül alkalmazandó. Csak azokra kötelező, akikre vonatkozóan megalkották. Természetes és jogi személyekre, tagállamokra egyaránt vonatkozhat.
- Ajánlások (recommendations) és vélemények (opinions): kötelező erejük nincs.

Tekintettel arra, hogy a csatlakozó országok 2004. május 1-ig átveszik az EU hatályos jogrendjét, minden olyan törvényt (regulation) - amely ezen akciótervek keretében már megszületett, vagy a csatlakozás napjáig hatályba lép - a csatlakozó országok jogrendjének át kell vennie a tagság kezdetének napjáig.

Az irányelvek (directives) végrehajtására, azaz az irányelveknek az egyes tagországok hatályos jogrendszerébe való beépítésére az érintetteknek 18 hónap áll rendelkezésükre. A 2004 májusában csatlakozó országok számára is ez a szabály érvényes, tehát - a csatlakozás időpontjától függetlenül - a direktívák kihirdetésének napjától számított másfél éven belül azok tartalmának be kell épülnie a hazai jogrendbe.

A két akciótervben a legtöbb EU szintű jogszabály direktíva keretében jelenik meg.

## **A Pénzügyi Szolgáltatási Akcióterv (Financial Services Action Plan, FSAP) legfontosabb jogszabályai**

### ***Befektetési Szolgáltatási Irányelvek (Investment Services Directive, ISD II)***

A legátfogóbb piaci szabályokat és intézményeket az FSAP-n belül a Befektetési Szolgáltatási Irányelvek (Investment Services Directive, ISD II) elnevezésű dokumentum határozza meg. Az Irányelv az 1993-ban elfogadott korábbi változat módosítása, melyet valószínűleg 2004 elején fogadnak majd el, bár addig még sok vitatott pontját kell tisztázni a tartalmát illetően.

Az Irányelv célja, hogy egységesen szabályozza az EU tagországok piaci szereplőinek jogállását, megvalósítva a pénzügyi szolgáltatók számára is az "egységes EU-útlevél" illetve jogosítvány kiadását. Az Irányelvek szerint a piaci szolgáltatók három csoportba sorolhatók:

- a tőzsdék, mint szervezett piacok (regulated market),
- az elektronikus többoldalú kereskedési platformok (multilateral trading facilities, MTF), valamint
- a befektetési szolgáltatók, amelyekre bizonyos (technikai, információszolgáltatási, stb.) feltételek teljesítése esetén nem vonatkozik az irányelv-tervezet szerint a tőzsdékényszer (concentration rule), azaz az ügyfeleket megbízásait közvetlenül is végrehajthatják (a folyamat szakirodalomban használt neve: "internalisation").

Az Irányelvek egyik legvitatottabb kérdése a tőzsdén kívüli üzletkötés nyilvánosságra hozatalának módja az ügyletek megkötése előtt és után.

A szakmai közvéleményben ISD II. néven szereplő dokumentum legfrissebb változata 2003 közepén 'Irányelvjavaslat a pénzügyi eszközök piacáról' ('Proposal for a Directive on financial instruments markets') címmel jelent meg.

### ***Nemzetközi Számviteli Szabványok alkalmazása***

Az Európai Unió törvényben írta elő a tagországok tőzsdei kibocsátóinak (Regulation (EC) no 1606/2002 of the European Parliament and of the Council of 19 July 2002 on the application of international accounting standards), hogy 2005-től éves pénzügyi jelentéseiket a Nemzetközi Számviteli Szabványok (IAS) szerint készítsék el.

Ez megkívánja a társaságoktól, hogy már a 2004. évi pénzügyi beszámolójuk is rendelkezésre álljon a szabványok szerint. 2007-ig azok a cégek mentesülhetnek a szabályok alól, amelyek US GAAP szerint készítik jelentéseiket, illetve amelyeknek kizárólag hitelviszonyt megtestesítő értékpapírjait listázták a tőzsdén.

Tekintettel a jogszabály törvényi jellegére, a jogszabálynak Magyarországon is 2004. május 1-ig kell hatályba lépnie.. Ennek megfelelően valamennyi magyar részvénykibocsátónak már 2006-ban olyan 2005. évi pénzügyi jelentést kell auditáltatnia, amely IAS szerint készült. Tekintve, hogy a pénzügyi jelentéseknek két évet kell átfogniuk, a 2004. év adatait is meg kell adni az IAS szerint, legkésőbb a 2005. évi jelentés elfogadtatásakor.

### ***Bennfentes kereskedelem és piacbefolyásolás***

Az irányelvet 2003 januárjában fogadták el (Directive 2003/6/EC of the European Parliament and of the Council of 28 January 2003 on insider dealing and market manipulation (market abuse)). Ez az irányelv tartalmazza a tőzsdei kibocsátók által rendkívüli tájékoztatásként közzeendő információk meghatározását és egyértelműen szabályozza a bennfenteség fogalmát, valamint a piac befolyásolásának módozatait. A Bizottság (The Committee of European Securities Regulators, CESR) az irányelv gyakorlati és az egyes jogszabályi kategóriák pontos értelmezése érdekében útmutatásokat (implementing measures) bocsát ki.

Az irányelv tartalmának másfél évvel az elfogadás után, azaz 2004. augusztus 1-vel kell hatályba lépni Magyarországon. Bár az EU jogalkotási rendszere szabad kezet ad a tagországoknak, hogy milyen törvénykezési módon ültetik át a jogszabályokat (az egyes direktívákat "egy az egyben" külön törvényként iktatják be, vagy beépítik más jogszabályokba azok tartalmát), várhatóan a Market Abuse - a többi FSAP jogszabállyal együtt - a Tpt. módosítása révén jelenik majd meg a jogrendünkben.

### ***Irányelv a kibocsátási tájékoztatókról (Prospectus Directive)***

Az irányelv fő célja ezen a területen is az "egységes útlevél" kibocsátása, azaz amennyiben egy tagországban a felügyeleti szerv a tájékoztatót jóváhagyta, akkor ezen engedély alapján a

kibocsátó bármely tagországban értékesítheti értékpapírjait, nyilvános ajánlattétel vagy kereskedési rendszer (pl. tőzsde) útján. Az irányelv egyértelműen megszabja azokat a feltételeket és standardokat, amelyeknek a tájékoztatóknak eleget kell tenniük.

Mint valamennyi többi irányelv, ez is feltételezi, hogy tagországonként egy intézmény (authorized authority), - az adott ország értékpapír-felügyeleti szerve - jogosult az engedélyek kiadására. A kibocsátási tájékoztató jóváhagyása ugyanakkor az értékpapírok forgalmazására ad jogosítványt, az egyes piacok (tőzsdék) bevezetési feltételei változatlanul a tagországok és az Európai Unió együttes szabályain alapulnak.

Az irányelv határoz egy központi nyilvántartási és információszolgáltatási rendszer létrehozásáról is.

Mivel 2003 júliusában az EU fő döntéshozó intézményei között a jogszabály tartalmáról egyetértés alakult ki, a direktíva kihirdetése a közeljövőben várható.

### ***Irányelv a nyilvános tájékoztatásról (Transparency Directive)***

Az irányelv 2003 márciusában közzétett szövegtervezete a nyilvános társaságok rendszeres és rendkívüli tájékoztatási kötelezettségeit írja elő. Az egyik fő nyitott kérdés a negyedéves jelentések tartalmának mélysége, illetve a kis- és középvállalatok jelentési kötelezettsége. Az előterjesztésárhatóan 2004 elejére kerülhet végleges állapotba.

### ***További jogszabályok***

További, az értékpapírpiacok jövőbeli egységes működése szempontjából lényeges irányelvekkel kapcsolatban is folynak munkálatok. Ezek közül a legfontosabbak:

- Elszámolási irányelvek, Clearing & Settlement Directive;
- Vállalatfelvásárlási irányelvek, Take-over Directive;
- Munkanyag a hitelintézetek és a befektetési vállalkozások tőkekövetelményéről (a Basel II: hatásai az európai bankrendszerre), Working Document of the Commission Services on Capital Requirements for Credit Institutions and Investment Firms.

### **Társasági jogi és vállalatirányítási (corporate governance) akcióterv**

#### ***Előzmények***

Az Európai Unió Bizottsága (EU Commission) által 2003 májusában meghirdetett akcióterv jelentősége abban áll, hogy európai szintű állásfoglalást és szabályokat kíván megfogalmazni a vállalatirányítás (corporate governance) területén, ezzel is elismerve a téma fontosságát. Az előterjesztés egy szakemberekből álló munkabizottság anyaga alapján készült (Report of the high level group of company law experts on a modern regulatory framework for company law in Europe, Brussels, 4 November 2002).

A szakértői anyag a corporate governance-t olyan rendszerként definiálja, amelynek alapjai egyrészt a társasági jog, másrészt a vállalati gazdálkodást érintő egyéb jogszabályok, valamint

az általános gazdálkodási gyakorlat és a piac működésének struktúrája. A felelős vállalatirányítás (corporate governance) célja, hogy fokozza a társaság működésének hatékonyságát: messzemenőig figyelembe veszi a tulajdonosok érdekeit, biztosítja a törvényesség betűjének és szellemének, valamint a társasággal kapcsolatban lévő személyek, szervezetek jogos érdekeit is.

A felelős vállalatirányítás (corporate governance) fő témakörei:

- a részvényesek tájékoztatása és érdekérvényesítési lehetőségei,
- feladatmegosztás az igazgatóság és a vállalatvezetés (menedzsment) között,
- az igazgatóság összetételének meghatározása, különös tekintettel a független igazgatósági tagokra,
- a felsőszintű utánpótlás-tervezés, vezetői ösztönzési rendszer működésének áttekinthetősége,
- a belső kontrollmechanizmusok rendszerének irányítása és működtetése.

A felelős vállalatirányítás (corporate governance) elvei és gyakorlata elsősorban a nyilvános, illetve tőzsdén jegyzett társaságokra alkalmazandók. Egyre gyakoribb azonban, hogy magántulajdonban lévő, illetve állami vállalatok is önként alkalmazzák ezeket az elveket, gyakran saját szabályzatukat megalkotva.

Az Unió legtöbb tagországa már rendelkezik felelős vállalatirányítási (corporate governance) alapelvekkel. Ezeket rendszerint a tőkepiacok szereplői (leggyakrabban az értéktőzsdék) fogalmazták meg. Az alapelvek kialakításában általában szakmai szervezetek, tudósok és egyes állami intézmények képviselői is részt vesznek. A tagországok nyilvános tulajdonosi szerkezettel rendelkező gazdálkodó szervezetei az irányelvek szerint alakítják ki saját gyakorlatukat. Egyes esetekben a társaságok írásba foglalják saját vállalatirányítási (corporate governance) elveiket. Nagy nemzetközi cégcsoportoknál gyakori, hogy a holding központja kialakítja a csoport egészére vonatkozó irányelveket, amelyeket az egyes országokban tevékenykedő leányvállalatok saját jogi és piaci környezetükre alkalmaznak.

Az eltérő jogi és piaci feltételek miatt is számottevő eltérések vannak egyes országok, ország-csoportok felelős vállalatirányítási (corporate governance) gyakorlatában. A legmarkánsabb eltérés az angolszász és a német tőkepiaci kultúra különbsége mentén fedezhető fel. Míg az angol anyanyelvű jogalkotás a keretek megszabására törekszik - és annak kitöltését a gyakorlati szakemberekre, a jogalkalmazókra bízta -, addig a német jogrendszer a részletesebb jogi szabályozás kialakítását tartja szem előtt.

A felelős vállalatirányítás (corporate governance) témaköre az 1990-es évek elején jelent meg a közgazdasági elméletben és a gazdasági gyakorlatban. Az alapelveket az érdeklődés középpontjába a 2000-2001-es évek nemzetközi (elsősorban amerikai) vállalati botrányai helyezték. A jogalkotók válasza a botrányokra a Sarbanes-Oxley törvény volt, amely az amerikai vállalatirányítás legfontosabb kérdéseit (pénzügyi jelentések pontossága, információk nyilvánosságra hozatala) drákói szigorral újraszabályozta.

Miért van szükség egyáltalán corporate governance-ra? A kérdésre két, egyszerre helytálló válasz adható.

A jól megfogalmazott felelős vállalatirányítási (corporate governance) elvek gyakorlati megvalósítása segíti a vállalati vezetést munkája eredményes és prudens ellátásában, tehát pozitív gyakorlati hatásaival hozzájárul a cég értékének növekedéséhez.

Ugyanakkor napjainkban a világ tőkepiacát meghatározó befektetési alapok nagy része csak olyan részvényeket vásárolhat, amelynek kibocsátói nyilvános vállalatirányítási (corporate governance) politikával rendelkeznek. Sok befektető, nemzetközi intézmény és hitelminősítő intézet az egyes országokat is besorolja a corporate governance - politika fejlettsége tekintetében.

Jelenleg gyakorlatilag valamennyi fejlett tőkepiaccal rendelkező országban van hatályos Corporate Governance irányelv. Ezek vállalati szintű alkalmazásáról a nyilvános társaságoknak nyilatkozniuk kell. Mint ahogy az alapelvek eltérnek egymástól tartalmilag, normativitásban, illetve a szabályok „szigorát” illetően, úgy az alapelvek elfogadásának módjában is vannak különbségek. Az alkalmazás elfogadását illetően a leggyakoribb a „comply or explain” módszer, amelynek lényege, hogy amennyiben bizonyos egyedi, ágazati, stb. sajátosság miatt a társaság az általános elvektől el kíván térni, akkor ezt röviden ismerteti. Fontos hangsúlyozni, hogy az eltérések megindoklása nem valamiféle „bizonyítvány magyarázata”, hanem annak bemutatása, hogy az adott társaság működési sajátosságai miatt teszik indokolttá az eltéréseket az irányelvekben leírtaktól.

A hazai tőzsdei társaságok számára a Budapesti Értéktőzsde szakértőkkel együttműködve elkészítette a felelős vállalatirányítási ajánlásait, amelyeket rövidesen nyilvánosságra hoz.

### ***Az akcióterv fő tézisei vállalatirányítás témakörében***

Az Európai Unió akcióterve nem szándékozik egy újabb, EU-szintű corporate governance irányelv létrehozásával növelni az ezen a téren rendelkezésre álló dokumentumok számát.

Az akcióterv célja, hogy az EU tagországokban közös nézőpont jöjjön létre a leglényegesebb kérdéseket illetően. A legfontosabb kérdések az alábbiak:

- a kibocsátói éves jelentések tartalmazzanak egy corporate governance jelentést (Annual Corporate Governance Statement), amely rendszerbe foglalva részletesen leírja a társaság e területét érintő működési rendszerét és gyakorlatát;
- a társaságok igazgatóságainak tagjai kollektívan felelősek a társaság pénzügyi és nem pénzügyi jelentéseiért;
- a részvényesi jogok gyakorlását elősegítő jogi keretek továbbfejlesztése (pl. részvényesi részvétel és szavazás a közgyűlésen elektronikus eszközök felhasználásával), az EU-n belüli országhatárokon átnyúló részvényesi jogok gyakorlásának sürgős megoldása;
- ajánlás kidolgozása a független (independent) és a társasággal munkaviszonyban nem álló (non-executive) igazgatósági ill. felügyelő bizottsági tagok szerepének növelésére. Minimumkövetelmények meghatározása a kinevezési (nomination), javadalmazási (remuneration), valamint auditbizottságok létrehozására, összetételére és szerepére. Ezeket a követelményeket európai uniós szinten határozzák meg a jövőben és a tagállamok társaságai számára kötelezőek lesznek. A cégeknek vázolniuk kell, hogy miért térnek el a minimumkövetelményektől („comply or explain” elv);
- ajánlás elfogadása az igazgatósági tagok javadalmazására (Recommendation on Directors’ Remuneration). A tagállamok a legrövidebb időn belül ki kell, hogy dolgozzák az igazga-

tósági tagok javadalmazásának szabályozását. Ez lehetővé teszi, hogy a részvényesek a jövedelmek rendszerét jobban átláthassák, illetve annak alakításában részt vehessenek;

- „European Corporate Governance Forum” létrehozása, ahol a tagországok egyeztetetik irányelveiket és gyakorlatukat.

Mindezeket a célokat az Európai Unió 2005-ig kívánja elérni, részben direktívák, részben pedig ajánlások megtételével. A corporate governance témakörén belül 2006. és 2008. között az EU rendezni kívánja többek között az intézményi befektetők jelentési kötelezettségét részvényesi jogaik érvényesítéséről, a kibocsátók irányító testületeinek (igazgatóság/felügyelő bizottság) EU szintű átalakítását, valamint az igazgatósági tagok felelősségének szabályozását.

### **Linkgyűjtemény a téma további tanulmányozásához:**

#### ***Intézmények***

Az Európai Unió honlapja: [http://europa.eu.int/index\\_en.htm](http://europa.eu.int/index_en.htm)

The Committee of European Securities Regulators (CESR): <http://www.europafesco.org>

Federation of European Stock Exchanges (FESE): <http://www.fese.org/>

#### ***Akciótervek, dokumentumok***

EU Financial Services Action Plan: [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/)

EU Modernising Company Law Action Plan:  
[http://europa.eu.int/eur-lex/en/com/cnc/2003/com2003\\_0284en01.pdf](http://europa.eu.int/eur-lex/en/com/cnc/2003/com2003_0284en01.pdf)

OECD Principles of Corporate Governance:  
<http://www.oecd.org/dataoecd/47/50/4347646.pdf>

World Bank, IMF Corporate Governance Country Assessment – Hungary, February, 2003:  
[http://www.worldbank.org/ifa/rosc\\_hungcg.pdf](http://www.worldbank.org/ifa/rosc_hungcg.pdf)