

ban maradék nélkül megsemmisíti, akkor törvényszerkesztési vagy szövegezési szépséghibák kiszűzése e helyen csak az egységes és helyes impresszió rovására történhetnék. Valamely jogintézmény jelentőségét és gazdasági hasznavehetőségét alig befolyásolják a szabályozás formájának elkerülhetetlen érdeségei, amelyeket a gyakorlat egyébként is hamarosan lecsiszol. Ezért ha látjuk, hogy a jogélet levegőjében évtizedek óta formátlanul szállongó gondolat olyan gazdasági és jogi posztulátummá izmosodott, amelynek legális rendezése immár a feltétlen kényszerűség erejével hat: akkor a jogászközvélemény hivatása nem lehet más, mint a Javaslat törvényerőre való emelésének siettetésével az égetővé vált gazdasági szükséglet kielégítését előmozdítani.

Dr. Varannai István.

SZEMLE.

Jogalkotás.

Részvényjogunk reformja és az angol-amerikai részvényjog.

Nem véletlen az, hogy a jogfejlődés különösen a gazdasági életviszonyokkal legszorosabb kapcsolatban álló hiteljog terén a külföldi jogalkotás példái után mily irányban orientálódik. Nem a jogi konstrukció formai szépsége, logikájának lenyűgöző volta gyakorolja itt az igazi vonzóerőt, mint inkább az a körülmény, hogy mely országokkal állunk komoly és szoros gazdasági kapcsolatban s mit várhatunk tőlük fennálló összeköttetéseinkben. Az, hogy ma a hiteljog fejlődésében első-sorban pedig a társasági, illetve a részvényjog Németországban s most nálunk is behatóbban veszi figyelembe az angol-amerikai jog institúcióit és szellemét, annak kétségtelen oka abban rejlik, hogy mint hitelnyújtó piac, első-sorban Anglia és Amerika jönnek tekintetbe és így alakul ki az a természetes törekvés, hogy bizonyos jog intézményeinkkel is e pénzadó országok jogrendszeréhez igyekszünk közeledni.

Amidőn most nálunk a hatalmas anyagot felölelő Kunz-féle javaslat részvényjogi reformkérdéseit élénk megvitatás tárgyává tették, közgazdasági szempontból talán legnagyobb jelentőséggel az a témakör bírhat, mely nem annyira a részvénytársaság belső felépítésének jogtechnikai és szervezeti problémáit tárgyalja, hanem a részvényjog körében új, gazdaságilag elsőrendű jelentőséggel bíró részvényesi formákat kíván inaurálni. Ez újítások az angol-amerikai részvényjogrendszerhez való közeledést jelentenék. Közgazdasági és jogi szempontból itt a helyes döntéshez ugy jutunk el, ha választ a következő kérdésekre kerestünk:

Várható-e közgazdasági eredmény a tervezett új intézkedésektől?

Mily érdekek szolgálatába állottak azok a külföldön, és van-e nálunk is ily érdek, amelynek szempontjából a tervezett reformok szükségesnek mutatkoznak?

Ha ez utóbbi kérdésre igenlő választ adunk, úgy az a kérdés merül fel, vajjon a tervezett intézkedés alkalmas eszköze-e a helyesnek elismert cél elérésére és beilleszthető-e megfelelően jogrendszerünkbe?

Az angol—amerikai részvényjog rendszeréhez közelálló és ahhoz közeledést jelentő három oly intézmény körvonalai bontakoznak ki a Kunz-féle javaslatból, melyekkel már nálunk is foglalkoztak, de melyeknek ujabban különösen Németországban van igen gazdag irodalma s beható vita anyagát képezték a két legutolsó német jogászgyűlésnek is, jelesen:

Az átváltoztatható kötvények intézménye (Convertible Bond) (T. 14. §.),

a parin aluli részvénykibocsátás lehetővé tétele (8. §.) és a több szavazati joggal bíró részvények intézményes bevezetése (12. §.)

A részvényné átváltoztatható kötvény bevezetése úgy szerepel a Kunz-féle javaslatban is, mint a részvénytársaság érdekében álló intézkedés, mely a vállalat tőkeszerzési lehetőségeit kívánja előmozdítani. E sorok írója e kérdésnek nagy jelentőségére a magyar közgazdasági élet figyelmét a Pester Lloyd 1925 január 11-én megjelent cikkében hívta fel. Kétségtelen tény, hogy az átváltoztatható kötvény az amerikai gazdasági életnek népszerű intézménye, mely megfelel az amerikai mentalitásnak. Az, aki ily kötvényt vásárol, a részvénytársasággal való viszonylatában különlegesen kedvező helyzetet biztosít a maga számára, mert amíg az egyik oldalon feltétlenül élvezzi a részvénytársaság prosperálásától teljesen függetlenül a kötvénnyel járó biztos kamatoztatást, meg van adva számára az a további kedvező lehetőség is, hogy a részvények árfolyamának emelkedése esetén kötvényesi pozícióját a nyereséget biztosító részvényesi minőségre alakíthassa át, amíg tehát mint kötvényes a biztos kamatozást élvezi, opcionális helyzeténél fogva egy kedvező részvénykonjunkturát várhat ki s amikor már biztosra mehet, akkor válik részvényessé. Hatalmas összegek, az amerikai részvénytársaságok rendelkezésére álló teljes tőkekészletek imponáns hányada az, amely az amerikai emissziós piacon Convertible bond utján kerül a vállalatokhoz. Ha azonban ezt a tényt meg is állapítjuk, nem kevésbbé érdekes annak a konstatálása sem, hogy az utolsó két évben ez intézmény bevezetésének sürgős szükségét illetőleg a közfelfogásnak bizonyos átalakulásával találkozunk Németországban. Míg a krízis első és legsúlyosabb éveiben a Convertible bond bevezetésétől szinte csodátevő hatást vártak és attól a német közgazdasági életnek a holtponthól való kiemelését remélték, addig az idő múlásával kétségtelenül bebizonyosodott, hogy e kérdésnek gyakorlati közgazdasági jelentősége korántsem oly nagy súlyu, mint azt korábban hitték,

hogy az amerikai tőke nem helyez sulyt arra, hogy az ő jogi institúcióit vegyék át, hanem a reális gazdasági momentumokat nézi, a részvénytársaságok kellő fundaltságát, a tényleges belső értékeit, szolid üzletvezetését és az érdekelttség vállalásból eredő előnyöket. Hogy e részben az amerikai pénzpiac mennyire hajlik egy józan nemzetközi felfogás felé, azt az a körülmény bizonyíthatja igen élesen, hogy csak a most közelmúlt napokban határozta el a newyorki tőzsde azt, hogy a német birodalmi márkára szóló papirokat a newyorki tőzsdére beengedi. — Emellett az átváltoztatható kötvények jogi elismerésére irányuló szükségérzetet enyhítette Németországban az a körülmény is, hogy a vállalatok, melyeknek ily kötvények kibocsátására tényleg szükségük volt, tudtak magukon segíteni. A szindikátusi részvénycsoport, melyet gyakran a készlet részvény (Vorrats-Aktien) birtoklása is erősített külön erre irányuló tétéles részvényjogi rendezés nélkül is megtalálta a jogi formáját annak, hogy a kötvényeket átvevő érdekelttség számára megfelelő jogi formában opciót biztosítson egy előre meghatározott helyen letétbe helyezett részvény mennyiségre vonatkozólag. E megállapodás ehhez képest többnyire nem is a részvénytársaság, hanem csak a részvényesek egy csoportja és a kötvényeket átvevő hitelezői érdekelttség között jött létre, gyakorlatilag azonban a kötvényt vásárló érdekelttség számára ugyanazt a lehetőséget biztosította, mint amelyet az átváltoztatható kötvények jogi intézménye nyújthat. Ily kötvényeket relative igen kevés társaság bocsátott ki. Németországban tőzsdei jegyzésre csak négy társaság convertible bondja került: Bartall, Ufa, Harpener, Rhein, Stahlwerke. (Mellékesen megjegyezve, azokban a német esetekben, hol a részvénytársaság ily átváltoztatható kötvények útján szerzett pénzt, eddig a kötvénybirtokosoknak a részvények nagy áremelkedéséhez fűzött kilátásai nem váltak be.) Ugyanezen az alapon, mint ahogyan a convertible bondok kibocsátása sorra került, adtak ki más részvénytársaságok oly kötvényeket, amelyeknél a kötvénybirtokosok számára meghatározott árfolyamon a részvényekre elővételi jogot biztosítottak: a különbség itt a convertible bondokhoz viszonyítva az, hogy amíg ott a kötvény maga alakul át részvényvé, addig itt a kötvény megmarad s emellett él annak birtokosa az elővétel jogával. A kötvénybirtokosok számára az opció gyakorlásának lehetőségét itt is a részvénytöbbséggel rendelkező csoport biztosítja.

A német példa és még inkább az a körülmény, hogy az utolsó időkben a magyar pénzpiacnak sikerült igen komoly és értékes külföldi pénzszerzés-lehetőségekhez jutnia, az átváltoztatható kötvények jogi intézménye nélkül is, amellet szólóan, hogy valamely különösen messzemenő gyakorlati eredményt az átváltoztatható kötvények bevezetésétől aligha várhatunk. Nem tartjuk valószínűnek, hogy az amerikai piacon egyes magyar részvénytársaságok ily kötvényei iránt mutatkoznék komolyabb érdeklődés, az esélyeket kihasználni akaró játékos közönség szélesebb rétegei sorában. Ugy látszik, hogy a mi amerikai vagy angol pénzügyi összeköttetéseinknél a pénzszerzés lehe-

tősege egyes nagy bankintézetek, vagy az állam garancia-vállalása útján lesz lehetséges, ahol convertible bond alkalmazása tekintetbe nem jön. Mégis elképzelhető, hogy specialisan válságos időkben, amikor a kellemetlen tőzsdéi jelenségek után a papirokat vásárlási hajlandóság a nagyközönségnél teljesen elenyészik, a biztos kamatozást jelentő kötvények, mint a tőkeszerzésnek megfelelő módja, tehet majd talán a részvénytársaságok számára jó szolgálatokat éppen akkor, amikor erre leginkább van szükség. Erre a körülményre való figyelemmel, elvileg az átváltoztatható kötvények intézményének bevezetését, közgazdasági érdekből helyénvalónak tartanánk, azonban a javaslatban megállapított kauteálák lényegesebb és messzebbmenő kiépítése mellett.

Ez intézmény bevezetése esetén, ugyanis mulhatatlanul szükségesnek tartanánk azt, hogy a vonatkozó törvényes intézkedés elvileg zárja ki azt, hogy az átváltoztatható kötvények kibocsátása a részvényeknek parin alul való megszerzési lehetőségét jelenthesse. Ennek elvi lehetősége ugyanis igen könnyen adva volna akkor, amikor a kötvények kibocsátása igen alacsony árfolyamon történt, úgy hogy azok átalakítása esetén a részvények voltaképen parin alul kerülnek a kötvénybirtokoshoz. Ezen felfogásunk a parin alul való kibocsátás veszélyére alábbiakban utaló megjegyzéseinkkel áll összefüggésben.

Feltétlenül szükségesnek tartjuk, hogy a kötvényeknek részvényekre való átváltoztatási lehetősége időbelileg korlátoztassék, a kötvénybirtokos optálási joga időhatárhoz köttessék olykép, hogy 5 évnél hosszabb idő a kötvénybirtokos számára ne álljon az optálásánál rendelkezésre.

Végül feltétlenül kívánatosnak tartjuk azt is, hogy a kibocsátott átváltoztatható kötvényeknek a részvénytársaságok alaptőkéjéhez való arányszáma a törvényben korlátoztassék, az 10—20%-ot meg ne haladhasson. Ezen intézkedés felvételére azért van szükség, mert az átváltoztatható kötvények nemcsak az amerikai pénzcsoportok tőkéinek megszerzésére lehetnek alkalmasak, hanem azok a belföldi többségi csoport manőverezéseinek alkalmas keretével is szolgálhatnak, úgy, hogy e részben a korlátozás a visszaélések lehetőségének kizárása, a többi részvényesek jogainak megvédése szempontjából is kívánatosnak mutatkozik. Komoly megfontolást igényel az is, hogy a kötvénybirtokosok képviselőjének: a truste-nek milyen jogkört lehet biztosítani a részvénytársaság szervezésében arra vonatkozólag, hogy a kötvénybirtokosok érdekében a társaság vagyoni státusába és üzletvitelébe megfelelő betekintéssel bírjon.

Dr. György Ernő.

(Folytatjuk.)