

HARBULA PÉTER

Francia vállalatok tulajdonosi szerkezete, felelős irányítása és teljesítménye¹

*„Nem jó ám a sok úr kormányzata; egy legyen úr csak,
egy a király, kit sarja csavartelméjü Kronosznak
tett fejedelmünkké törvényeivel s jogarával.”*

Homérosz: Iliász, II. ének (Devecseri Gábor fordítása)

Jelen cikkemben összefoglalom tanulmányomat, amely 150 nagy francia részvénytársaság tulajdonosi szerkezetét vizsgálta 1986 és 2005 között. A teljesítmény és értékteremtés mértékeként az EVA-t és CFROI-t felhasználva megállapítható, hogy az amerikai családi tulajdonú cégek esetéhez hasonlóan, a működési teljesítmény egy bizonyos pontig – körülbelül 30%-ig – együtt javul a tulajdonosi szerkezet koncentrációjának növekedésével, majd ahogy a tulajdonosi struktúra egyre koncentráltabbá válik, a teljesítmény és az értékteremtés visszaesik. Azok a francia vállalatok, amelyek történetileg egy más vállalatokból álló részvényesi „kemény maggal” (*noyau dur*) rendelkeznek, a rossz vállalatirányítási rendszer egyik ékes példáját jelentik. Emellett ez a tanulmány egyértelmű bizonyítékkal szolgál az elmúlt 20 évben a francia vállalatok tulajdonosi szerkezetében bekövetkező, kiterjedt változásokra és a felelős vállalatirányítás fejlődésére.

BEVEZETÉS

A felelős vállalatirányítás (*corporate governance*) mint a részvényesi értéket növelő eszköz koncepcióját – Európa legtöbb országához hasonlóan – Franciaországban sem vették komolyan az 1990-es évek elejéig. Az értékteremtés-orientált vállalatirányítás iránti érdeklődésnek az elmúlt évtized elején mutatkozó felerősödése az akkori pénzügyi botrányok és általános gazdasági zűrzavar hullámára vezethető vissza, amelyek az új évezred kezdetén ismét együtt jelentkeztek. Ilyen értelemben a felelős vállalatirányításra fektetett hangsúly Franciaországban a krízisre adott válasznak tekinthető. Bár az előidéző válság nagymértékben csökkent, a tőzsdén jegyzett cégek felelős irányítása a mai napig a gazdasági viták középpontjában áll Franciaországban.

Az Egyesült Államok és az Egyesült Királyság legtöbb részvénytársaságának tulajdonjoga jellemzően számos, aránylag kis részesedéssel és korlátozott szavazati joggal rendelkező részvényes között oszlik meg, ennek eredményeképpen a tulajdonjog elválik az irányítástól.

¹ A cikk a Morgan Stanley Publication *Journal of Applied Corporate Finance* Vol. 19., 2007. téli 1. számában megjelent, angol nyelvű tanulmány magyar nyelvű változata.

A legtöbb tőzsdén jegyzett francia, illetve más európai cég esetében viszont a tulajdonosi szerkezet inkább koncentrált, egyetlen (gyakran az alapító család tagjaiból álló) részvényesi csoporttal, amely az irányítást gyakorolja. A tulajdonlás és érdekek effajta koncentrációja az általános megítélés szerint fontos előnyökkel jár.

A leglényegesebb az, hogy limitálja a „képviselési költségeket (*agency costs*)” – vagyis azt a hatékonyság- és értékvesztést, amit az idéz elő, hogy (1) a jelentős tulajdonrész nem rendelkező, profi menedzserek hajlamosak az értékmaximalizáláson kívül más (saját) célok eléréséért küzdeni, illetve (2) azok a költségek okozzák, amelyek az új részvények atomizált befektetők részére történő kibocsátásából fakadnak. Másfelől, egy többségi részvényes jelenléte egy másfajta képviselési probléma egyértelmű lehetőségét veti fel: annak eshetőségét, hogy a többségi részvényes olyan „személyes előnyökhöz” (*private benefits of control*) jut, amelyeket a kisebbségi részvényesek költségen ér el.² A többségi részvényesek – különösen azok, akik a cash-flow-hoz és osztalékokhoz fűződő jogaikhoz képest aránytalanul nagy szavazati joggal rendelkeznek – néha arra használják fel befolyásukat, hogy túlzott fizetést húzzanak, a vállalati politikát saját igényeiknek megfelelően alakítsák, vagy más módon hígítsák a kisebbségi részvényesek értékét (nem arányos osztalék, kisebbségi részvényesek jogait csorbító részvénykibocsátás stb.).

Eltekintve minden komolyabb definíciótól, úgy vélem, hogy a felelős vállalati irányítás célkitűzése nem más, mint biztosítani, hogy a vállalatok célja a cég (összes) részvényese (*shareholder*) felé képviselt érték maximalizálása legyen.³ A különböző tulajdonlási típusok – a többségi részvényes által dominált vagy az elaprózódott részvényesi struktúra – relatív eredményessége attól függ, hogy a koncentrált tulajdonosi szerkezet előnyei a vezetőség feletti kontroll szempontjából mennyivel nyomnak többet a latban, mint a kisebbségi részvényesek jogainak csorbításából eredő költségek.

A vállalat tulajdonosi szerkezetének és eredményességének kapcsolatára vonatkozó első elméleti tanulmányokat az 1980-as évek elején publikálták. Ezek azt sugallták, hogy a koncentrált részvénytulajdonhoz jellemzően alacsonyabb szintű hatékonyság és profit társul.⁴ Az ilyen – különösen a családi tulajdonban lévő – cégek gyengébb teljesítményét a vezetőség bebetonozódása, a menedzsment és a részvényesek ellentétes érdekei, illetve a kisebbségi részvényesek jogainak csorbítása magyarázza. Egy nemrégiben készített elméleti tanulmány arra a következtetésre jutott, hogy bár a vezetőség többségi részvényesek által felügyelt, egyre erősebb, alapos ellenőrzése segíthet csökkenteni az erőforrások pazarlását,

2 LA PORTA ET AL. [1999] szerint a tulajdonlás és az irányítás szétválasztásának problémája nagy cégek esetén főként az, hogy a nagy többségi részvényesek „kiszemmizik” a kisebbségi részvényeseket. Tanulmányuk azt mutatja, hogy az Egyesült Államok és az Egyesült Királyság kivételével a legnagyobb vállalatok jellemzően nagy részvényesekkel rendelkeznek – például az alapító család, az állam vagy más vállalatok –, és a többségi részvényesek gyakran a cash-flow-hoz kötődő jogaikat meghaladó mértékű irányítási vagy ellenőrzési jogkörrel rendelkeznek, illetve ezen családi vállalkozásokban a tulajdonosi és irányítási, illetve ellenőrzési funkciók nem válnak szét. A szövegben vagy a lábjegyzetekben hivatkozott összes cikk adatait l. az irodalomjegyzékben.

3 Az értékmaximalizálás célját – bár gyakran megteszik – nem szabad a vállalat nem befektető részvényeseinek elhanyagolásaként értelmezni. A vállalatoknak értékknövelő (vagy értékmegőrző) beruházásokat kell eszközölniük a cég kulcsfontosságú szereplői, csoportjai (például az alkalmazottak, ügyfelek, beszállítók, és amennyiben fontos, szövetségi és helyi önkormányzatok) érdekében.

4 Többek között FAMA és JENSEN [1983], valamint DEMSETZ [1983] tanulmánya alapján.

ez a felügyelet egyben korlátozza is a vezetőség kezdeményező készségét és kreativitását.⁵ Egy másik tanulmány azzal érvelt, hogy míg a többségi részvényesek pozitív hatást gyakorolnak a nyereség minőségére (*quality of earnings*), a részvények alacsonyabb likviditása összességében csökkenti a cég értékét.⁶

Az elmúlt tíz évben azonban számos empirikus tanulmány helyezte kedvezőbb megvilágításba a többségi részvényeseket. Például a nemzetközi felelős vállalatirányításról szóló, széles körben idézett tanulmányában *Raphael La Porta, Florencio López-de-Silanes* és *Andrei Schleifer* (1998) kimutatta, hogy az Egyesült Államokat és az Egyesült Királyságot kivéve, a legtöbb vállalatnak van többségi részvényese, mint például egy család, egy másik cég vagy az állam. La Porta et al. szerint ezt elsősorban az magyarázza, hogy azokban az országokban, ahol a kisebbségi részvényeseket aránylag csekély mértékben védik, a vállalkozásokba külső tőkét bevonni szándékozó, belső tulajdonosok kénytelenek jelentős tulajdoni hányadot megőrizni annak érdekében, hogy a külső befektetőket rávegyék, ruházzanak be a cégbe.⁷

Ezen felül, most már meggyőző bizonyítékkal is rendelkezünk az amerikai vállalatok többségi részvényeseinek értéknövelő szerepéről. Például az amerikai családi tulajdonban lévő vállalatok 1992–1999 közötti eredményeit vizsgáló, egyik tanulmány 2003-ban kimutatta, hogy e cégek átlagos eszközarányos megtérülése (EBITDA/összes eszköz) 6,6%-kal magasabb volt, mint a nem családi tulajdonban lévőké. Ez a tanulmány arról is beszámolt, hogy a magasabb megtérülés akkor a legnagyobb, amikor a családi tulajdon eléri a körülbelül 32%-os arányt: ezután a tulajdonrész növekedésével arányosan, progresszíven csökken (bár összességében a megtérülés magasabb marad).⁸ Talán még meglepőbb, hogy ugyanezen tanulmány szerint a Standard and Poor's 500-as listáján szereplő ipari vállalatok több mint 35%-a áll családi irányítás alatt, és e cégek kinnlévő részvényeinek közel 18%-a van családi tulajdonban.⁹

Azok az olvasók, akik előtt ismeretlen volt a családi tulajdonnak és ellenőrzésnek az Egyesült Államokban uralkodó, jelentős szerepe, a francia vállalatok tulajdonosi szerkezetében nemrégiben végbemenő változásokon is meglepődnek majd. Mivel a francia gazdaság és tőzsde az elmúlt tíz évben progresszív módon nemzetközivé vált, a legnagyobb francia vállalatokat egykor összetartó kereszt tulajdonlások kiterjedt hálózata elkezdett felbomlani. Következésképpen a tőzsdén jegyzett francia cégek napjainkban a tulajdonosi szerkezet

5 BURKART, GROMB és PANUNZI [1997].

6 BOLTON és THADDEN, VON [1998].

7 LA PORTA, R. F., LÓPEZ-DE-SILANES, F. és SCHLEIFER, A. [1998].

8 A családi tulajdonban lévő cégek hasonló teljesítményéről számolt be több más tanulmány is, beleértve BARRONTINI és CAPRIO [2006], DRAHO és McVEY [2005], valamint CHANG és HERTZEL [2004] munkáit. A legfrissebb kutatások is azt jelzik, hogy azok a vállalatok, amelyek esetében a részvényesi szavazati jogok aránytalanul nagyobbak a cash-flow-hoz fűződő jogoknál, jellemzően alulteljesítenek. Példa erre LEMMON és LINS [2003] tanulmánya, amely az 1998-as ázsiai tőzsdeválság alatt a tulajdonosi szerkezetnek a vállalati értékekre gyakorolt hatását vizsgálta, arra a következtetésre jutva, hogy a piramisszerű részvényesi struktúrával rendelkező vállalatok jelentősen alulteljesítenek.

9 ANDERSON és REEB, *Journal of Finance* [2003]. Ezenkívül a *BusinessWeek* ugyanezen évben publikált tanulmánya szerint az 1993 és 2002 közötti tízéves időszakban a családi vállalatok évente átlagosan 15,6%-os hozamot eredményeztek részvényesiknek, a nem családi vállalkozások 11,2%-os teljesítményéhez képest. Lásd WEBER, J., LAVELLE, L., LOWRY, T., ZELLNER, W. és BARRETT, A.: Family, Inc., *BusinessWeek*, 2003. november.

szembeszökő sokszínűségét mutatják – a hagyományosabb, főként állami vagy családi tulajdonban lévő vállalkozásoktól a szóródó, gyakran külföldi intézményi befektetők tulajdonában lévő paketteket is magukban foglaló részvényesi bázissal rendelkező vállalatokig. Ez a változatosság viszont lehetőséget kínál a hozzám hasonló kutatóknak a tulajdonosi szerkezet, teljesítmény és értékteremtés közötti kölcsönhatás vizsgálatára.

A jelen cikk a szerzőnek azt a tanulmányát foglalja össze, amely 150 nagy francia részvénytársaság tulajdonosi szerkezetét vizsgálta 1986 és 2005 között. A teljesítmény és értékteremtés mértékeként az EVA (Economic Value Added) és CFROI (Cash Flow Return on Investment) segítségével megállapítható, hogy az amerikai családi tulajdonú cégekhez hasonlóan, a működési teljesítmény egy bizonyos pontig – körülbelül 30%-ig – együtt javul a tulajdonosi szerkezet koncentrációjának növekedésével, majd – ahogy a tulajdonosi struktúra egyre koncentráltabbá válik – a teljesítmény és az értékteremtés visszaesik. Az eltérő szavazati jogokat biztosító, különböző fajtájú részvények hatását vizsgálva, az is látható, hogy az eltérő szavazati jogokat biztosító részvények közötti jelentős árkülönbözlet a rossz vállalatirányítási struktúra egyik jellemzője, illetve a komoly képviseleti problémák egyik fokmérője. Ebből a szempontból (is) azok a vállalatok, amelyek Franciaországban egy részvényesi „kemény maggal” rendelkeznek, a rossz vállalatirányítási rendszer egyik példáját jelentik. Talán a legfontosabb mégis az, hogy tanulmányom egyértelmű bizonyítékkal szolgál az elmúlt 20 évben a francia vállalatok tulajdonosi szerkezetében bekövetkező, kiterjedt változásokra és a felelős vállalatirányítás fejlődésére.

A FRANCIA VÁLLALATOK TULAJDONOSI SZERKEZETÉNEK FEJLŐDÉSE

A jelenlegi francia vállalatirányítási rendszer a francia kormánynak arra a kísérletére vezethető vissza, amikor a II. világháború után megpróbálta helyreállítani a gazdaságot. Akkoriban számos jelentős vállalkozást államosítottak annak érdekében, hogy az állam jelenlétét megerősítsék a kulcsfontosságú szektorokban, és „nemzeti sztárcegeket” hozzanak létre, amelyek képesek felvenni a versenyt a külföldi vállalatokkal. 1982-ben, a gazdasági stagnálás csaknem egy évtizedes időszaka után az államosítási program előirányzatait a következő három célkitűzéssé fogalmazták át: (1) a legfőbb eszközök visszahelyezése az állam tulajdonába; (2) a gazdasági növekedés egy újabb ciklusának beindítása a nemzeti iparpolitika segítségével; valamint (3) a vállalkozások új, polgári szerepvállalásának bátorítása.

Mindazonáltal 1986-tól a gazdaságpolitika (és a politika, nem kis részben az államosítási hullám csődje következtében) éles fordulatot véve, az állami tulajdontól a szabad vállalkozás felé mozdult el. Az új politikai rendszer bevezetett egy 65 céget érintő privatizációs programot. 1986-tól 1988-ig a CGE (most Alcatel), Saint-Gobain, Société Générale, Matra, Paribas és Suez (vagy TF1) vállalatokat nyilvános tőzsdei bevezetés útján (újra)privatizálták. Mivel az állam többé már nem finanszírozta ipari projektjeiket, a pénzügyi piacokon jutottak saját tőkéhez, sokszor szavazati jogot nem biztosító részvények kibocsátásával.

Egy hasonló politikai koalíció gazdaságpolitikájának tudható be a privatizációk 1993-ban meginduló, második hulláma. Az ezt követő négy évben nyolc nagy francia csoportot – Seita, Renault, BNP, Rhône-Poulenc, Elf, UAP, Usinor, Péchiney – priva-

tizáltak részlegesen vagy teljes egészében. 1994 végére az állami szektor már csupán három francia iparágban – távközlés, energia és közlekedés – dominált.

A privatizációs folyamat során a törzsrésztvényeknek csupán limitált részét tartották fenn meghatározott részvényesek (mint például a nyílt végű befektetési alapok és dolgozók) számára. A részvények nyilvános forgalomba hozatala alkalmával a papírok többségét olyan más belföldi cégek vásárolták meg, amelyek gyakran még maguk is állami tulajdonban voltak, és privatizálásra vártak. Külföldi részvényesek ritkán jelentek meg, főként a francia tőkepiacok (viszonylag) fejletlen állapota miatt. A francia háztartások pedig – angolszász társaikkal ellentétben – csekély tapasztalattal rendelkeztek ezen a téren, és kevés érdeklődést mutattak a részvénytulajdonlás iránt. Ennek eredményeképpen a privatizált csoportok nemcsak eladókká, hanem jelentős vevőkké és tulajdonosokká is váltak a privatizációs folyamatban.

Más szóval, a vállalatok egymás részvényeit vásárolták fel, ezáltal kereszttulajdonok hálózata jött létre. Ezek a hálózatok nagy vonzerővel rendelkeztek a vezetők és szabályozók szemében. A legfontosabb talán az, hogy ezek a kereszttulajdonok – a tőke egy jelentős részének „zárolásával” – az ellenséges átvételt nagyon bonyolulttá, ha nem lehetetlenné tették. Ennek a rendszernek magyar megfelelője talán a „kemény mag”-tulajdonlás lehetne. A vezetőknek a tőkepiaci erőktől való effajta védelmét elméletileg az indokolja, hogy ily módon ösztönzik őket a hosszú távú szemléletre, arra, hogy a cég nem befektető részvényeseinek érdekeit is jobban figyelembe vegyék. Ám az, hogy hagyatkozhatunk-e a vezetőségre e védelem hosszú távú értékteremtése érdekében, a legjobb esetben is csak kétséges állítás, amelyre később szolgálok válaszokkal.

A „kemény magos” rendszert nemcsak a kereszttulajdonlás hálózata tartja össze. Ezeket szakmai vezetők irányította, és a hagyományok szerint – sokszor ugyanazokban az elitiskolákban – „kitenyésztett” igazgatósági tagok felügyelete alatt álló vállalatok alkotják. Ez a hagyomány és képzés viszont elősegítette az üzleti és politikai érdekek „magas szintű” szövettségének megőrzését.¹⁰

Az így kialakuló francia felelős vállalatirányítási modell – amelyben a különféle cégek részvényesei a kereszttulajdonlás hálózatában kötődnek egymáshoz – *de facto* a vezetőség által gyakorolt irányítás modellje, amelyben a részvényeseknek gyenge befolyásuk van. Ezenkívül az a tény, hogy ezen „kemény magos” vállalatok igazgatói közül sokan más hasonló cégeknek is igazgatói vagy menedzserei, a befolyás és ellenőrzés még nagyobb fokú koncentrációjához vezet, főként ha tudjuk, hogy az igazgatótanácsok nagyon is hajlamosak meghajolni a vezetőség akarata előtt, és a vállalatirányítást átengedni neki.¹¹ Azt azonban látni kell, hogy e rendszer kialakulása csak részben volt véletlen. Ha nem is ez volt a francia politika szándékos törekvése, mindenesetre a politikai elit jelentős szerepválla-

10 PROWSE [1995] helyesen írta le a rendszert, amikor azt mondta: „forgóajtó-bürokraták” uralják, akik közös politikai gyökerekkel rendelkeznek, vagy iskolatársak voltak, ezért hajlandók a hálózat részévé válni, és erősíteni a felek közötti kölcsönhatást.

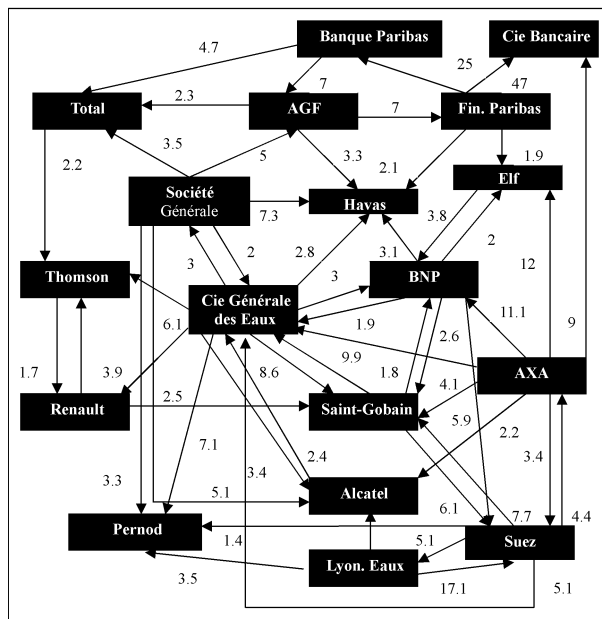
11 A nagy franciaországi csoportokat az ENA-ban (a legfelsőbb szintű francia állami bürokráciáját oktató intézmény) és más „elitképzőkben” nevelt vezetők túlzott jelenléte jellemzi. 1999-ben a CAC 40 vállalatának 27 fős vezetője került ki az ENA-ból vagy a Polytechnique-ből. Bár a halmozott igazgatósági tagságot a 2002-ben elfogadott új törvények és rendeletek (*Loi sur la Nouvelle Réglementation Economique*) erősen korlátozták, 2003 végén a CAC 40 igazgatósági székének 44%-át az igazgatósági tagok 22%-a birtokolta.

lását a gazdasági élet irányításában, valamint az elit összejártságát semmiféle konkrét intézkedéssel nem akadályozta.

Össességében, a francia vállalati tájképet egy évtizeddel ezelőtt uraló kereszttulajdonokból eredő „kemény magos” tulajdonosi szerkezetet tekinthetjük a hallgatólagos vállalati szövetségesek hálózatának, amely a tényleges ellenőrzést a vezetőség kezébe helyezi. A vállalati „szövetségesek” tulajdonrészé egy adott cégben ritkán érte el a szavazati többséget, és a „kemény mag” mögé nézve azt láthattuk, hogy a többi kisebbségi részvényes jellemzően erősen szóródott, illetve minimális mértékben vett részt a vállalati döntéshozatalban. Ehhez tudni kell, hogy a kialakulás éveiben a külföldi intézmények birtokában lévő részvénytulajdon még kevésbé volt erős, mint ahogyan ma tapasztalható.

1. ábra

**Kereszttulajdonlás a francia vállalatirányítási struktúrában
(tulajdonrészesezés 1997. decemberében)**



Az 1. ábra a CAC 40 tőzszeindex vállalatainak 1997-es kereszttulajdon-arányait mutatja be. Az ábra nem ad teljes képet, inkább csak a hálózat egy „szelétét” illusztrálja, amit az akkoriban rendelkezésre álló, korlátozott mennyiségű információból rekonstruálni tudtam (a korábbi kutatásokat is beleértve).

Vizsgáltam az 1. táblázatot vevésük szemügyre (amely az 1995 és 2003 közötti kereszttulajdonokat mutatja be), érzékelhető a kereszttulajdonlástól eltávolodó trend.

1. táblázat

**Kereszttulajdonlás a CAC 40 vállalatok körében
(1995 decembere és 2003 decembere között)**

Kereszttulajdonok száma	1995	1997	1999	2001	2003
0 – 1	12	13	19	26	29
2 – 5	16	17	13	10	8
5 – 10	6	5	5	2	1
10 +	6	5	3	2	2
Összesen	40	40	40	40	40
Összes birtokolt részvény- tömb átlagos mérete	1995	1997	1999	2001	2003
Kevesebb mint 2%	3	3	10	22	20
2% – 5%	10	9	18	10	16
5% – 10%	23	25	10	7	4
Több mint 10%	4	3	2	1	0
Összesen	40	40	40	40	40

Az 1990-es évek közepétől megjelennek a nemzetközi nyílt befektetési alapok a legnagyobb francia társaságok részvényesei között, ami nyomást gyakorolt a vezetésre annak érdekében, hogy szűkítsék a vállalati fókuszot, és produkáljanak hozamot a lekötött tőkéből. Ezekkel a változásokkal párhuzamosan, e cégek felsővezetői közül sokan kötelezettséget vállaltak arra, hogy a más vállalatokban meglévő kereszttulajdonaikat csökkentsék, vagy akár meg is szüntessék.¹²

ÉRTÉKTEREMTÉS ÉS VÁLLALATI TELJESÍTMÉNY: SZÁMÍT-E, KI A RÉSZVÉNYES?

Bizonyíthatjuk-e, hogy összefüggés áll fenn a francia társaságok tulajdonosi szerkezete és a vállalat eredményessége, illetve az értékteremtés között? Erre a kérdésre keresve a választ, megvizsgáltam egy 150 nem pénzügyi vállalkozásból álló francia mintát az 1986 és 2005 közötti időszakra. Bár a teljes részvényesi hozam mint változó valószínűleg nagy érdeklődésre tart számot a befektetők körében, nem ez az egyetlen módja annak, hogy egy cég adott időszak alatti teljesítményét mérjük. Tanulmányom célja az volt, hogy az értékte-

12 A francia vállalati struktúra ilyen irányú fejlődéséről l. HARBULA PÉTER: Tulajdonosi és nagyvállalati struktúra a francia gazdaságban [1999], illetve BANCEL [1995], BELIN-MEUNIER [1997], CHABANAS és VERGEAU [1996], valamint CHARREAU [1997] munkáit.

remtésre összpontosítsunk az időszakos vállalati teljesítmény két jól ismert és széles körben elfogadott mérőszáma – az EVATM¹³ és a CFROITM¹⁴ – segítségével.

A 150 cégből álló mintát két fő kategóriába soroltam, majd a később felsorolt további alosztályokra bontottam. (Megjegyzés: a 2. és 3. táblázatban szereplő vállalatok besorolását és a tulajdonosi szerkezet változásának figyelembe vételét a Függelék részletezi).¹⁵

1) 99 többségi vagy irányító részvényesekkel rendelkező vállalat. E vállalatokban az irányító részvényes(ek) *de jure* vagy *de facto* alapon kizárólagos ellenőrzést gyakorol(nak) a legfontosabb vezetőségi döntések felett. Azokat a vállalatokat soroltuk ebbe csoportba, amelyek legnagyobb részvényese a szavazati jogoknak legalább 20%-ával rendelkezett. Nemcsak az egyedi részvényesek számítanak, hanem ismert és publikus részvényesi koalícióik is. Ezen a csoporton belül egy 55 cégből álló almintát is beazonosítottunk, amelyik „nagy” részvényesekkel rendelkezett (50%-ot meghaladó tulajdonrész);

2) 51 vállalat elaprózódott részvényesi struktúrával, amely – bár nincs köztük 20%-os tulajdonnal bíró részvényes (vagy részvényesi koalíció) – gyakran magában foglal intézményi, valamint egyéni befektetőket. Ebből a csoportból is kiemeltem egy 25 cégből álló alcsoportot, amely „kemény magos” tulajdonosi szerkezettel rendelkezik. Ez utóbbi alkategóriába soroláshoz egy kisebb csoport közös tulajdonában lévő 15%-os részesedést már elegendőnek tartottunk, feltéve, hogy nem volt más, azzal egyenlő nagyságú vagy nagyobb szavazati joggal bíró részvényesi csoport.

2. táblázat

**Értékteremtés és teljesítmény 150 francia cég esetében
1986 és 2005 között¹⁶**

	Irányító részvényesi szerkezetű cégek a teljes mintához képest	Elaprózódott tulajdonosi szerkezetű cégek a teljes mintához képest
Részvényesi hozam		
Átlag	2.3%	-4.5%
Medián	2.2%	-4.1%
Cégek száma átlagosan	99	51

13 STEWART [1991].

14 MADDEN [1998], [1999].

15 Az ábra a megfigyelési időszak alatt az egyes kategóriákban szereplő cégek átlagos számát mutatja. A tulajdonosi hányad a szavazati jogokra utal.

16 A részvényesi hozamot és EVATM teljesítményt minden évben mértük, és a cégeket évente kategóriákba soroltuk. A CFROITM-et a megfigyelt időszakra vonatkozóan számítottuk ki, és a cégeket annak alapján osztályoztuk, hogy a megfigyelt időszak alatt mely kategóriába tartoztak leginkább.

	Irányító részvényesi szerkezetű cégek a teljes mintához képest	Elaprózódott tulajdonosi szerkezetű cégek a teljes mintához képest
EVA™		
Átlag	5.5%	-10.4%
Medián	7.0%	-13.6%
Cégek száma átlagosan	99	51
CFROI™		
Átlag	2.2%	-8.1%
Medián	2.1%	-9.0%
Cégek száma	93	57

A 2. táblázatból látható, hogy az irányító részvényesekkel rendelkező 99 francia vállalat szembeötlően magasabb EVA-t és CFROI-t produkált, mint az elaprózódott tulajdonosi szerkezetű 51 cég, ami azt sugallja, hogy a többségi részvényesek fontos ellenőrző és fejelemző szerepet játszhatnak a nagyvállalatok irányításában. (A részvényesi hozam terén végzett elemzés is hasonló irányba mutat, de az eredmények kevésbé meggyőzőek.) Másfelől, amint azt a 3. táblázat illusztrálja, miután mintámból eltávolítottam a 25 „kemény magos” vállalatot, a fennmaradó 26, szóródó tulajdonosi szerkezetű cég teljesítménye igen közeli az irányító tulajdonosokkal rendelkező cégekéhez.

**Értékteremtés és teljesítmény francia cégek esetében
1986 és 2005 között¹⁷**

A teljes minta átlagához képest	„Kemény magos” irányítású cégek	Nem „kemény magos” irányítású, elaprózódott tulajdonosi szerkezetű cégek	Irányító részvényes	Nagy részvényes
Részvényesi hozam				
Átlag	-5.8%	-3.0%	6.1%	-0.9%
Medián	-6.9%	-1.6%	8.7%	-3.0%
Cégek száma átlagosan	25	26	44	55
EVATM				
Átlag	-27.4%	6.0%	7.7%	3.6%
Medián	-36.3%	8.5%	9.8%	4.8%
Cégek száma átlagosan	25	26	44	55
CFROITM				
Átlag	-31.7%	5.5%	8.7%	-5.2%
Medián	-32.0%	4.6%	10.2%	-7.7%
Cégek száma	21	36	39	54

Ezen kívül a táblázatokból kiolvasható, hogy az 55 „nagy” részvényessel rendelkező cég minden kiválasztott mérőszám tekintetében alulteljesít a minta többi cégéhez képest. Ez az eredmény azt sejteti, hogy egy bizonyos szintű tulajdoni hányadon túl a kisebbségi tulajdonosok kihasználásának a lehetősége többet nyom a latban, mint a jobb ellenőrzés potenciális előnyei.

A részvényesi „kemény maggal” rendelkező vállalatok egyértelműen alulteljesítettek a mintában. Kisebbségi mértékben ugyanez állítható a nagy részvényesekkel bíró társaságokról, különösen abban az esetben, ha a tulajdonosi hányad jóval meghaladja az 50%-ot. Így

¹⁷ Az EVATM teljesítményt minden évben mértük, és a cégeket évente kategóriákba soroltuk. A CFROITM-et a megfigyelt időszakra vonatkozóan számítottuk ki, és a cégeket annak alapján osztályoztuk, hogy a megfigyelt időszak alatt mely kategóriába tartoztak leginkább.

megállapításaim nem támasztják alá azt az állítást, amely szerint a piaci erőktől elszigetelt vezetőség hatékonyabb, hosszabb távú stratégia megvalósítását teszi lehetővé. A jelentős szavazati hányaddal rendelkező többségi tulajdonossal jellemezhető cégek viszonylag gyengébb teljesítménye pedig erőteljesen azt sugallja, hogy a tulajdonosi szerkezet túlzott koncentrációja sem optimális.

A HALADÁS JELEI

Amikor megpróbáltam azt vizsgálni, hogy a „kemény magos” vállalatok jelenléte milyen mértékben rontja le a szétaprózódott tulajdonosi szerkezettel rendelkező cégekből álló minta összteljesítményét, kísérletet tettem annak a megállapítására is, hogy a tanulmányomban figyelembe vett, húszéves időszak alatt milyen változások álltak be a minta vállalatainak a teljesítményében. A 150 vállalatból álló teljes minta, valamint az általam leírt három alcsoport mindegyike szempontjából összehasonlítottam az első tízéves időszak (1986–1995) részvényesi hozamát, EVA- és CFROI-adatait a második időszak (1996–2005) átlagaival.

4. táblázat

Teljesítményjavulás a mintában az 1986–1995 közötti időszakban az 1996–2005 közötti időszakhoz képest

A minta átlagos eredményeihez képest	Irányító részvényes	Nagy részvényes	Nem „kemény magos” irányítású, elaprózódott tulajdonosi szerkezetű cégek	„Kemény magos” irányítású cégek
Részvényesi hozam 1986–1995	-8.9%	-9.2%	-12.2%	-14.5%
Részvényesi hozam 1996–2005	+7.3%	+13.2%	+11.5%	+8.9%
EVA 1986–1995	-9.2%	-9.1%	-12.5%	-14.5%
EVA 1996–2005	+8.4%	+12.9%	+9.8%	+19.4%
CFROI 1986–1995	-7.5%	-8.5%	-7.7%	-12.3%
CFROI 1996–2005	+8.4%	+11.0%	+8.9%	+15.1%

Amint az a 4. táblázatból kitűnik, minden csoport teljesítményében tekintélyes előrelépés tapasztalható. E fejlődés részben az 1990-es évek végén fennálló, kedvező makro-ökonomiai feltételeknek tulajdonítható. A legfőbb indok viszont mégis a „kemény magos” vállalatirányítási rendszer fokozatos felbomlása.¹⁸

Mint korábban jeleztem, ezeket a változásokat tekinthetjük a francia felső menedzsment válaszának is a külföldi intézményi részvényesek növekvő nyomására: ez utóbbiak elsősorban az alaptevékenységek által elért értékteremtés növekedését követelték. Ez persze avval járt együtt, hogy növelni kellett az eszközhatékonysági mutatókat, és meg kellett válni a „felesleges” befektetésektől.

Vegyük például az Alcatel esetét! 1990-ben egy frissen privatizált cégcsoport, amelynek tevékenységi körében többek között szerepel a mechanika, energiaipar, hajóépítés (ezeket később Alsthom néven leválasztották), könyvkiadás és -szerkesztés (Générale Occidentale), elektronika (Cegelec) és kábelgyártás (Nexans). 2000 elejére a vállalat kizárólag telekommunikációs készülékeket gyártó és szolgáltató céggé vált, amit részben eladások és felvásárlások sorozatával (DSC, Xylan, Packet Engines, Spatial Technologies és nemrégiben a Lucent) ért el. A Suez is hasonló utat választott, amikor megvált pénzügyi szolgáltató- és médiavállalkozásaitól annak érdekében, hogy tisztán közüzemi vállalattá alakuljon. E két cégnek az 1990-es évek közepe óta látható átalakulása a francia vállalatirányítás és teljesítmény általános fejlődési irányát képviseli.

A „KEMÉNY MAGOS” VÁLLALATIRÁNYÍTÁSI MODELL FELBOMLÁSA

A korábban állami tulajdonban lévő francia társaságok privatizálása során létrejött „kemény magos” vállalatirányítási struktúrának a francia gazdaságban betöltött szerepe fokozatosan csökkent. Erre meggyőző bizonyítékul szolgálnak a következő példák.

Amikor a Marceau Investissement 1988-ban belekezdett a Société Générale (SG) erőszakos felvásárlásába, az SG törzsrészvényesei szövetséget alakítottak, amely megakadályozta az ajánlattételt. Ezzel szemben, amikor 2003-ban az Alcan a Pechiney céget fenyegette felvásárlással, lényegében ugyanaz a részvényesi „kemény mag” (beleértve a BNP Paribas-t, az AGF-t (amely a német Allianz irányítása alatt állt) és a Caisse des Dépôts et des Consignations-t, a CDC-t¹⁹) nem állt ellen. A két eset végkimenetele közötti különbség legalább részben annak a ténynek tulajdonítható, hogy a Pechiney részvényeinek körülbelül 12%-a az egyesült államokbeli Fidelity és Franklin alapok tulajdonában volt, míg a „kemény mag” a szavazati jogok alig több mint 13%-ával rendelkezett.

¹⁸ Mint megjegyeztük, a „kemény magos” rendszert a kereszttulajdonlások és az azonos kézben részesítve, illetve egymást átfedő érdekeltségekkel rendelkező igazgatósági tagok és vezérigazgatók hálózata segítette elő. Ám ez a rendszer is jelentősen megváltozott az 1990-es évek közepe óta. Például 1997-ben az igazgatósági tagoknak csupán 8%-a volt független. Ez az arány 2000-ben 24%-ra, 2004-ben pedig 39%-ra emelkedett. Hasonlóképpen, 1996-ban az igazgatósági tagok közel 50%-a a „nagy iskolák” egyikének növendéke volt, míg ez az adat 2004-ben mindössze 33% körül mozgott. (Forrás: Korn Ferry International Annual Board of Directors Study, valamint a szerző kutatásai).

¹⁹ Ez a tőzsdén nem jegyzett és teljes mértékben állami tulajdonban lévő bank kulcsszerepet játszik a francia kormányzati szándék kifejezésében, és még mindig jelentős részesedéssel rendelkezik számos vezető francia vállalatban, de tulajdonrésze ritkán haladja meg az 5%-ot.

A Pechiney tulajdonosi szerkezetének változása tükrözi az elmúlt két évtizednek a francia gazdaság és értékpapírpiacon progresszív „nemzetköziesítésében” elért eredményeit. Míg 1988-ban a francia vállalatok részvényeinek csupán körülbelül 10%-a volt külföldiek tulajdonában, 2003 végére ez az arány megközelítette a 44%-ot.²⁰

LÉTEZIK OPTIMÁLIS SZINTŰ TULAJDONOSI KONCENTRÁCIÓ?

Bár a fenti elemzés sejteti a „kemény magos” tulajdonosi szerkezet és a vállalati kereszttulajdonlás mint vállalatirányítási modell korlátait, nem szolgál túl sok információval a jelen cikk elején felvetett kérdésre: egy többségi részvényes jelenléte (vagyis a „belső ellenőrzés”) eredményesebb vállalatirányításhoz és nagyobb hatékonysághoz vezet, mint a „piaci alapú (vagy külső)” ellenőrzés, amely a szétaprózódott tulajdonosi szerkezetű vállalatokat hivatott „fegyelmelni”? Azaz a vállalati teljesítmény és értékteremtés a tulajdonosi koncentráció erősödésével együtt közvetlenül (vagyis tulajdonképpen lineárisan) változik-e – más szóval, az 50%-os többségi részvényessel rendelkező cégek rendre jobban teljesítenek, mint a 25%-os részvényes tulajdonában lévők?

Harold Demsetz és *Ken Lehn* 1985-ös, az amerikai vállalatok tulajdonosi koncentrációját és a vállalatok értékét vizsgáló, úttörő tanulmányában azt állította, hogy az eltérő beruházási követelményekkel rendelkező, különböző (például high-tech/low-tech, kezdő/érett) vállalkozástípusoknak más-más tulajdonosi szerkezetet kellene alkalmazniuk. Demsetz és Lehn érvelése szerint, amennyiben ez igaz, nem várhatjuk, hogy egyértelmű kapcsolatot találjunk a tulajdonosi szerkezet és az értékteremtés között.²¹ Egy 2001-ben készített tanulmányban pedig Demsetz és *Villalonga* arra jutott, miután vizsgálta a koncentrált tulajdonosi szerkezetű amerikai vállalatok eltérő típusait, hogy ezek a cégek többé-kevésbé ugyanúgy teljesítettek, mint szétaprózódott tulajdonosi szerkezetű társaik.²²

Másfelől – mint korábban jeleztük – *Anderson* és *Reeb* 2003-as tanulmánya a családi irányítás alatt álló, nyilvános amerikai részvénytársaságokról arra az eredményre jutott, hogy azok a cégek, amelyeknek nagyobb százaléka van családi tulajdonban, rendre magasabb működési hozamot érnek el. Ennek ellenére – mint korábban szintén jeleztük – a nem családi vállalkozásokhoz képest elért teljesítménykülönbség körülbelül 30%-os tulajdoni hányadnál éri el a csúcst, amely után fokozatosan hanyatlik.

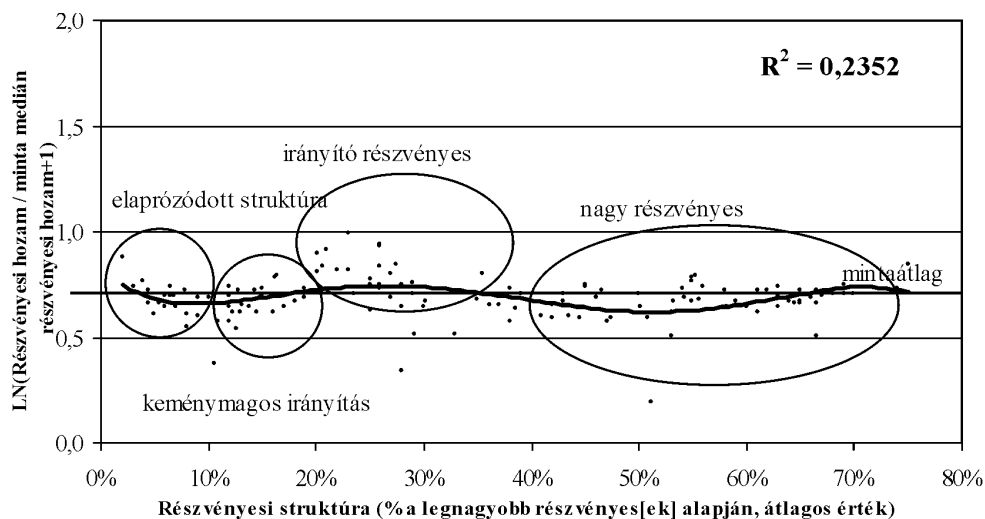
Ez utóbbi tapasztalat hasonló ahhoz, amire én jutottam, amikor a francia nagyvállalatokból álló mintán a tulajdonosi koncentráció és érték közti kapcsolatot vizsgáltam. A tulajdonosi koncentrációt a legnagyobb részvényes vagy részvényesi koalíció szavazati jogainak százalékában mértem (ami Franciaországban gyakran jelentősen eltér a cash-flow-hoz és osztalékhoz fűződő jogoktól).

20 A Georgeson Inc. által végzett kutatás szerint, amelyet a *Le Monde* 2003. július 29-i számában megjelent beszámolóban publikáltak.

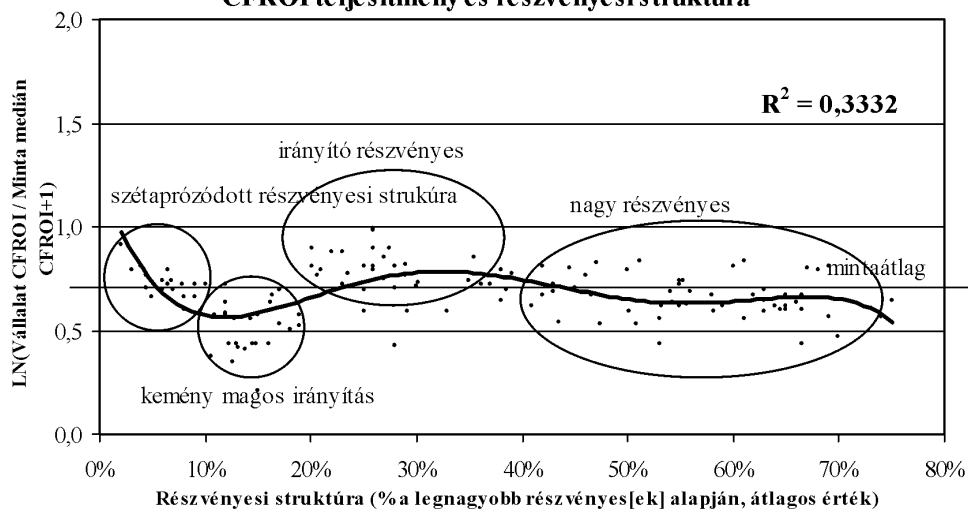
21 DEMSETZ és LEHN [1985].

22 A kutatók általában ellentmondásos eredményekre jutottak e témakörben: DEMSETZ és VILLALONGA [2001] a tulajdon és teljesítmény közötti összefüggést tesztelte, és arra a következtetésre jutott, hogy nem áll fenn kapcsolat. Ezzel szemben ANDERSON és REEB [2003] ellentmondó eredményekről számolt be; eszerint a családi tulajdonban lévő vállalkozások nagyobb teljesítményt értek el, az optimális részesedés szintje pedig körülbelül 30%.

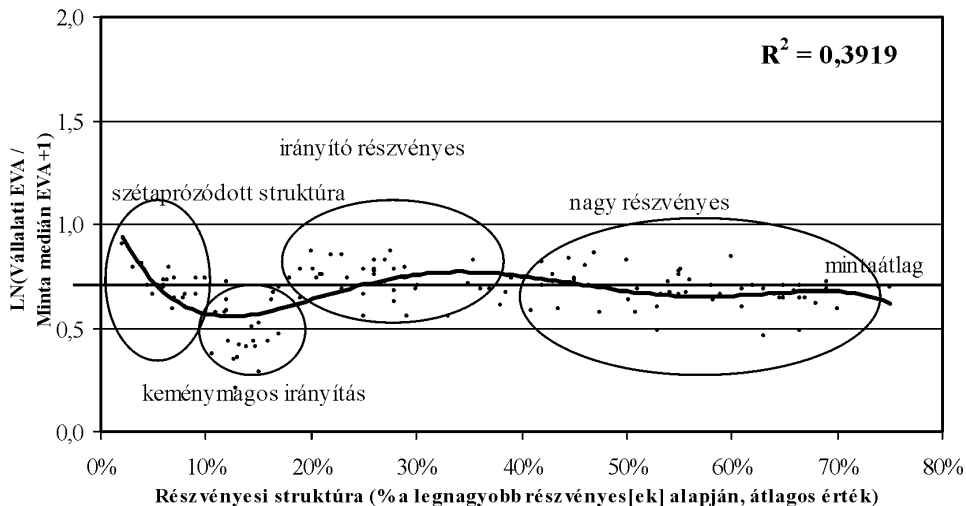
CFROI, EVA és részvényesi struktúra



CFROI teljesítmény és részvényesi struktúra



EVA teljesítmény és részvényesi struktúra



Megjegyzés: az R^2 érték kiszámításához öt különböző elsőrendű regressziós egyenletet használtunk fel, amelyeket a részvényesi struktúra alapján a különböző tulajdoni hányadok között fektettünk le. A grafikonon bemutatott érték ezen egyenletek átlagát jelenti. A különböző változók természetes logaritmusát a szóródás csökkentése miatt alkalmaztuk, a grafikus ábrázolást elősegítendő.

A 2. ábra alapján látható, hogy a jól teljesítő vállalatok két elkülöníthető csoportját lehet megkülönböztetni. Az egyik csoportot (a bal oldalon) nagyon szétterjedt tulajdonosi szerkezet jellemzi (ahol egyetlen részvényes sem rendelkezik a szavazati jogok 5-10%-át meghaladó hányaddal), míg a második csoportban olyan többségi részvényesek szerepelnek, amelyeknek a százalékos tulajdonrésze 25% körüli. A nagy (50%-nál nagyobb) részvényesekkel rendelkező vállalatok teljesítménye némiképp alatta marad a minta átlagának, míg a cégek „kemény magos” mintája jelentősen alulteljesített.

A CSALÁD SZEREPE A FRANCIA VÁLLALATOKBAN

A jelen tanulmányban megfigyelt vállalatok részvényesi struktúráját nagymértékben befolyásolta a családi alapítású, illetve családi tulajdonban lévő cégek jelenléte. Az általam vizsgált cégek legalább egyharmadában az alapító vagy annak családja volt a legnagyobb részvényes. A befolyás az irányító részvényessel vagy a nagy tulajdonossal rendelkező vállalatok esetén a legfontosabb, de számos szétaprózott tulajdonosi szerkezetű cégnél is van bizonyíték az alapító vagy a család befolyására (5. táblázat). Ez utóbbira szolgál példaként az Accor, a Danone vagy a Cap Gemini.

**Részvényesi struktúrák a tulajdonos alapján
1986 és 2005 között²³**

	Nem „kemény magos” irányítású, elaprózódott tulajdonosi szerkezetű cégek	„Kemény magos” tulajdonosi szerkezet	Nagy részvényesi struktúra	Irányító részvényesi struktúra	Összesen
Állam	4	5	2	8	19
Család / alapító	7		27	28	62
Francia vállalat	2	8	6	8	24
Külföldi vállalat	2	1	3	3	9
Munkavállalók / Vezetőség	3	2	2	2	9
Francia pénzüintézet	4	8	2	4	18
Külföldi pénzüintézet	4	1	2	2	9
Összesen	26	25	44	55	150

Mi magyarázhatja ezeket az eredményeket? Egyesek azzal érvelnének, hogy az ábra bal oldalán elhelyezkedő vállalatok előtt sok ígéretes befektetési lehetőség áll nyitva, és ahhoz, hogy ezeket a lehetőségeket ki tudják használni, a jelentősen diverzifikált részvényesi bázis által biztosított likviditásra és a részvényeseik magasabb kockázatviselő képességére van szükségük.²⁴ Ezen túlmenően, egy ellenséges felvásárlás potenciális veszélye arra kényszerítheti a vezetőséget, hogy optimalizálja a vállalat teljesítményét. Ám e cégek nagyobb teljesítménye természetesen összefügghet a menedzsment szaktudásával és színvonalával is. Az ebben a mintában szereplő társaságok közül sokakat befolyásos, a működést hatékonyan ellenőrző elnök-vezérigazgatók irányítanak csakúgy, mintha egy jelentős többségi részvényesek által gyakorolt hatalomról lenne szó. Ilyen cégekre kiváló példaként szolgál az Euronext, az Air Liquide és az Accor az 1990-es évek közepéig.

23 Az adatok a teljes vizsgált időszak kerekített átlagértékei a vállalati részvénystruktúrákban történt változások miatt.

24 A tulajdonosi struktúra mint kritérium fontosságát az értékkeremtés szintjének meghatározásában egy sor regressziós egyenlet útján teszteltük. A részvényesi kritérium bevonása megnövelte a regressziós egyenletek jelentőségét (a módosított regressziós együttható, R^2 50% és 55% között mozog a mérés típusától függően, míg közelebb esik a 30–35%-hoz, ha a részvényesi kritériumot elhagyjuk). Így tehát az X^2 tesztek is – figyelembe véve a tulajdonosi hányadot mint a teljesítmény és az értékkeremtés fokmérőjét – szignifikáns változók. A regressziós egyenleteket és számításokat az egyszerűség kedvéért mellőztük a tanulmány ezen változatából.

Ezzel ellentétben az érettebb cégek, amelyek kevésbé függenek a külső tőkétől, inkább a koncentrált tulajdonosi szerkezetből profitálhatnak, legalábbis egy bizonyos pontig, amely a magam, illetve mások kutatásai alapján a 25% körüli tulajdoni részesedés körül helyezkedik el. Bár a befolyás ezen szintje egyértelműen elég nagy ahhoz, hogy csökkentse az ellenséges felvásárlás lehetőségét, vélhetően elég kicsi ahhoz, hogy bőséges részvénylikviditást tegyen lehetővé, és valamennyire nyitva hagyja a vállalatot a tőkepiacok bizonyos fokú befolyása, sőt esetleg ellenséges átvétel lehetősége előtt is. Amint a tulajdonrész meghaladja a 30%-os szintet, nagyobb a valószínűsége, hogy a többségi részvényes fő céljának a hosszú távú ellenőrzés megőrzését tekinti majd, és nem lép fel a részvényesi értékmaximalizálással szemben, amely amúgy a felvásárlás elleni védekezés egyik leghatékonyabb eszköze is.²⁵

Így tehát a 2. *ábra* egyértelmű üzenete az, hogy azoknál a vállalatoknál, ahol a többségi részvényesek a szavazati jogok túlnyomó többségével rendelkeznek, a saját „személyes hasznuk” költsége valószínűleg meghaladja a vezetőség elkötelezett, hosszú távú tulajdonosok általi ellenőrzésének a hasznát.²⁶ A másik fő – ugyanilyen egyértelmű – üzenet az, hogy a „kemény magos” tulajdonosi szerkezet rendre alulteljesít, ezáltal csökkenti mind az érintett cégekbe befektető vállalatok, mind az effajta „védelemben” részesülő cégek értékét. Bár ezt a rendszert már régóta azzal az érveléssel védik, hogy a vezetőség megkapja a hosszú távra tervezés lehetőségét és a rövid távú eredményre összpontosító nyomás alól felszabadultan működik (ami elvben jó dolog), az empirikus kutatás eredményei alapján ez a szabadság a hosszabb távú megtérülés vizsgálata alapján nemigen realizálódik.²⁷

A SZAVAZATI PRÉMIUM

A tulajdonosi szerkezet hatása a teljesítményre és értékre akkor is észlelhető, ha megvizsgálunk egy másik változót: a szavazati jogot biztosító részvényeknek a szavazati jogot nem biztosító részvényekhez képesti árfolyam különbségét, a „szavazati prémiumot”.²⁸ A szavazati prémium nagyságát gyakran tekintik a felelős vállalatirányítás fokmérőjének, a csekély különbséget a jól működő vállalatirányítási rendszer bizonyítékának minősül.²⁹ Számos tanulmány jutott arra az eredményre, hogy a gyengébb részvényesi védelmet biztosító

25 Az átfogó elemzésbe számos egyéb tényezőt is bevontunk annak érdekében, hogy bizonyos változókat – mint például a méret, eszközhatékonyság, tőkeáttétel vagy a részvényárak likviditása – is beépítsünk a vizsgálatba. Az eredmények azt jelzik, hogy az iparág-specifikus torzulások nem hatottak a minta eredményeire, és így az empirikus kutatás prezentált eredményeire. A részvények likviditása a teljesítménymérés és az értékteremtés szempontjából szintén fontos változónak bizonyult, alátámasztva azt a feltételezést, hogy a nagy többségi tulajdonnal együtt jár a tulajdonos személyes haszna, ami miatt csökken a likviditás, és ez végső soron a vállalat értékének a csökkenéséhez vezethet, ahogyan ezt GROSSMAN és HART [1980], [1986] feltételezte korábbi munkáiban.

26 Ezek a helyzetek némiképp feloldhatók azoknak a nemzeti törvényeknek és szabályozási politikáknak a megváltoztatásával, amelyek célja nagyobb védelmet nyújtani a külső (főként külföldi) befektetők számára. Am az új évezred elejéig a francia politika e tekintetben egyértelműen elmaradt az angolszász országokétól.

27 Ez az általánosítás nem vonatkozik az összes részvényesi koalícióra.

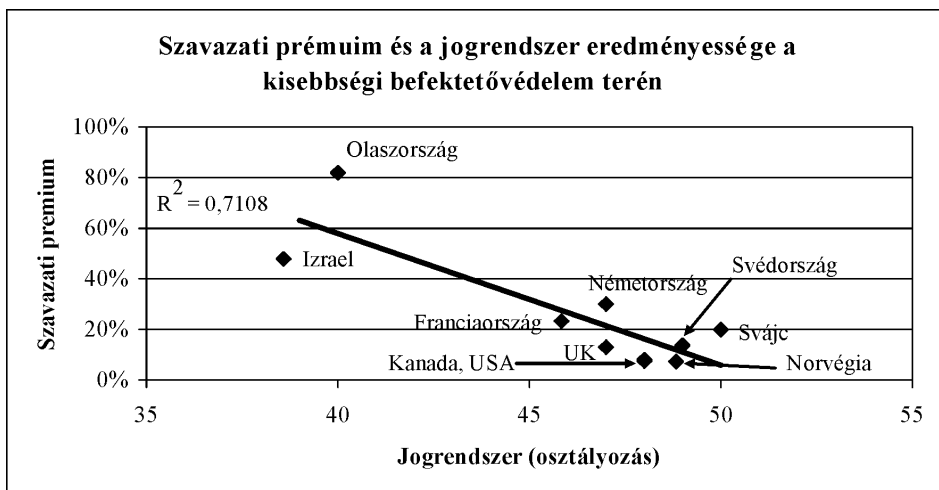
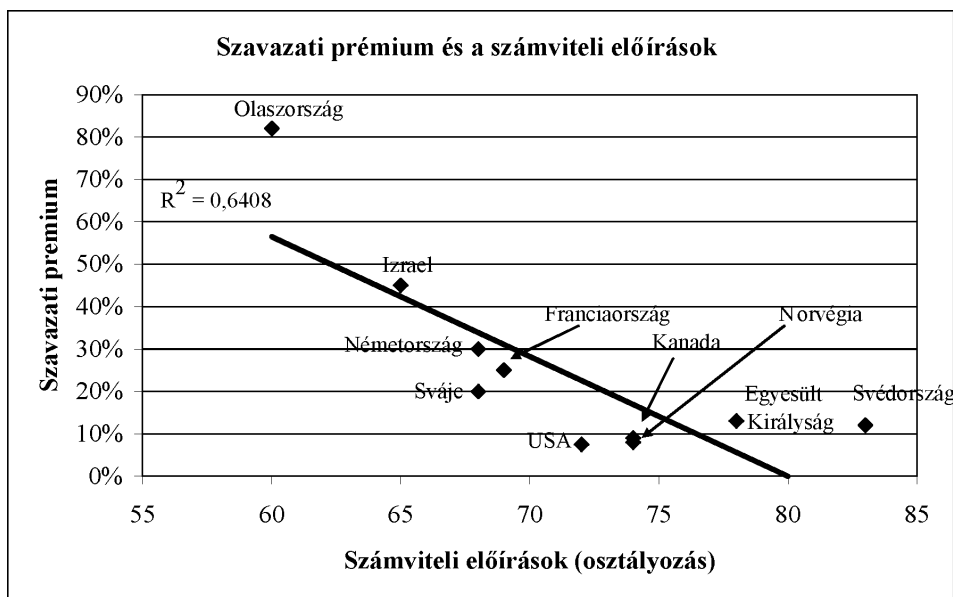
28 A legtöbb vállalat az egy részvény – egy szavazati elvet követi. Ha ezt a szabályt megszegik, megszakad a jövedelemhez (osztalékokhoz vagy cash-flow-hoz) kapcsolódó jogok és az irányítási jogkör (vagyis a szavazati jog) közötti kapcsolat, és csökken a részvényeseknek a vezetőség felett gyakorolt ellenőrzési jogköre. GROSSMAN és HART [1988], illetve HARRIS és RAVIV [1988] alaposan elemezte és bebizonyította az egy részvény – egy szavazati rendszer optimális jellegét a cash-flow (osztalékok) és szavazati jogok szétválasztásának szempontjából.

29 ZINGALES [1994], [1995].

országokban magasabb a szavazati prémium, ami azt jelenti, hogy a részvényesek szavazatának fontos szerepe van.³⁰ Példa erre, hogy a római jogot alkalmazó országokban (például Olaszország és Franciaország) a befektetővédelmi szabályozás általában erősebb, mint a szokásjog országáiban (például az Egyesült Államok és az Egyesült Királyság), ami a magasabb szavazati prémiumban is megtestesül (lásd 3. ábra).

3. ábra

A szavazati prémium nemzetközi összehasonlítása³¹



30 MODIGLIANI ÉS PEROTTI [2000].

31 LA PORTA ET AL. [1998], [1999], [2000], valamint MUUS [1998].

Franciaország esetében ezt a kérdést az teszi különösen érdekessé, hogy a 80-as évek végén és a 90-es évek elején lezajló privatizációs folyamat során sok francia vállalat tőkét tudott lehívni a tőkepiacokról *szavazati jogot nem biztosító* részvények kibocsátása útján. A 90-es évek közepe óta azonban e szavazati jogot nem biztosító részvények többségét visszavonták a piacokról, többek között azért, mert a befektetők nem nézték jó szemmel a tőkestruktúra elaprózását.

Ha egy cég szavazati jogot nem biztosító részvényeket bocsát ki, azok értékét annak alapján kell meghatározni, hogy a befektetők tudják: a többségi részvényesek aránytalanul nagy szavazati jogukat személyes haszonszerzésre és a kisebbségi tulajdonosoktól kapott érték átruházásra is használhatják. Az ilyen jellegű értéktranszfer sokféle formát ölthet a bérén kívüli juttatásoktól a gazdaságtalan, de személyes érdekeket megtestesítő projektek finanszírozásáig. Ám a legnagyobb szavazati prémium valószínűleg akkor keletkezik, amikor a szavazati jogot biztosító részvényeket a vállalat ellenőrzésének átruházását célzó tranzakció megakadályozására – vagy az eredmény más módon történő befolyásolására – használják fel.

Ez okból a francia vállalatok szavazati jogot biztosító részvényeinek árfolyamát 57 olyan „kiszorításos” (*squeeze out*) tranzakció során elemeztem, amikor a francia vállalatok kisebbségi részvényesei számára a többségi tulajdonossal megegyező árat ajánlottak fel részvényükért (a francia tőzsdeszabályozásnak megfelelően).

6. táblázat

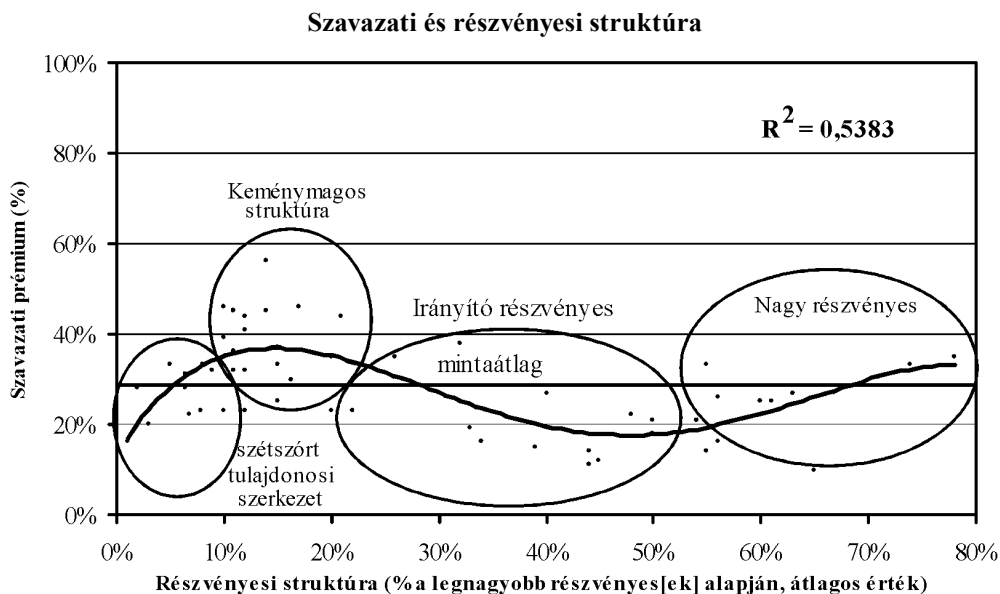
A szavazati prémium 1988 és 2005 közötti változásának elemzése

	Teljes minta	Nem „kemény magos” irányítási, elaprózódott tulajdonosi szerkezetű cégek	„Kemény magos” tulajdonosi szerkezet	Nagy részvényesi struktúra*	Irányító részvényesi struktúra*
Átlag	28.6%	28.0%	32.1%	28.2%	20.2%
Medián	25.3%	23.8%	30.8%	22.5%	20.0%
Időelemzés (átlagértékek)					
1988–1995	39.4%	39.7%	40.8%	39.9%	34.9%
1996–2005	24.2%	22.5%	30.8%	21.2%	17.2%
Tranzakciók száma	57	17	18	17	5

*Statistikailag nem szignifikáns adat 5%-os konfidenciaintervallumban

Amint az a 6. táblázatban látható, az általam vizsgált 18 éves időszak alatt (1988–2005) a szavazati prémium jelentősen csökkent. A korábban bemutatott értékteremtés- és eredményességvizsgálat alapján arra a következtetésre jutottam, hogy a mintában szereplő „kemény magos” vállalatok a teljes időszak során átlagon felüli prémiumot mutattak fel (lásd 4. ábra) – csakúgy, mint a jelentős többségi részvényessel rendelkező cégek – a minta átlagához képest.

4. ábra



ZÁRÓ MEGJEGYZÉSEK

A francia társaságok tulajdonosi szerkezetét és irányítását már régóta a belső és külső ellenőrzés sajátos keveréke jellemzi. Az Egyesült Államok és az Egyesült Királyság tőzsdén jegyzett vállalatainak nagyobb mértékben szóródó tulajdonosi mintájával ellentétben, a jegyzett francia cégek túlnyomó többsége továbbra is rendelkezik nagy (sok esetben többségi) részvényesekkel, akik közé az alapítók vagy alapító családok, a francia kormány és más társaságok is tartoznak.

Ám a francia gazdaság és tőzsde elmúlt évtizedben végbement, progresszív „nemzetközivé válása” révén a legnagyobb francia vállalatokat összefogó kereszttulajdonlás kiterjedt hálózatai elkezdtek felbomlani. Ennek eredményeképpen napjainkban a tőzsdén jegyzett francia cégekben a tulajdonosi struktúrák széles skáláját figyelhetjük meg, ami nemcsak a nagy állami és családi tulajdonú vállalkozásokat foglalja magában, hanem egyre növekvő számban olyan szétaprózódott tulajdoni szerkezetű vállalatot is, amelyekben külföldi intézményi befektetők többségi tulajdonnal rendelkeznek. Fontos azonban megjegyezni, hogy

bármennyire is jelentős a részvényesi struktúra befolyása a vállalatok eredményességére és az értékteremtés minőségére, a különböző vizsgálatok azt mutatják, hogy elsősorban az iparág határozza meg a teljesítményt, és csak másodsorban követi a tulajdonosi szerkezet.³²

A koncentrált tulajdonosi szerkezet értékét bizonyító, 150 tőzsdén jegyzett francia nagyvállalatra kiterjedő tanulmányom azt mutatja, hogy az elmúlt 20 évben a többségi részvényesekkel rendelkező cégek túlteljesítették szétaprózott tulajdonosi struktúrájú társaik eredményét. Azonban úgy tűnik, a tulajdonosi szerkezet koncentráltasága csak egy bizonyos pontig teremt értéket. A családi tulajdonban lévő amerikai vállalkozásokról készített tanulmányok eredményeihez hasonlóan, az én tanulmányom is bizonyítja, hogy a vállalat teljesítménye a többségi részvényes tulajdonosi hányadának növekedésével együtt javul, 25-30% körül éri el a csúcst, majd azt követően hanyatlik. Ez azt jelenti, hogy eddig a pontig a részvényes erősebb készletet érez arra, hogy a vállalati teljesítményt a nagyobb tulajdoni hányad által biztosított ellenőrzési jogkörrel figyelje, mint hogy a kisebbségi részvényesek kivásárlására csábító erőnek engedjen; ráadásul ez a tulajdonosi hányad bizonyos fokú likviditás megőrzését (valamint a „külső felek” esetleges beavatkozását) is lehetővé teszi.

Mintámban egyértelműen azoknak a nagyvállalatoknak a teljesítménye maradt alul, amelyek jelentős vállalati részvényesekkel (ama bizonyos „kemény maggal”) rendelkeztek, de nem volt egyedüli többségi tulajdonosuk. Ám tanulmányom arra is rávilágít, hogy a francia vállalatirányításnak az elmúlt évtizedben elért egyik legnagyobb eredménye a kemény magos tulajdonosi és irányítási struktúra fokozatos elsoványodása volt. Ezt a változást nemcsak a külföldi intézményi befektetők nyomása idézte elő, hanem jelentős kormányzati reformkezdeményezések is, amelyekben a francia állami hatóságok és vállalatvezetők is részt vettek.³³

További kutatások szükségeltetnek annak vizsgálatára, hogy a francia vállalatok tulajdonosi szerkezetének és irányításának a jelen tanulmányban leírt változásai jelentős, hosszú távú hasznot jelentenek-e a gazdaság számára. Azáltal, hogy számos francia vállalkozást elszigeteltek a piaci kapitalizmus zord versenyétől, a „kemény magos” irányítási rendszer bizonyíthatóan segítette, hogy az érintett cégek a saját iparágukban nemzetközileg versenyképesé váljanak. Az viszont tény, hogy ezek a társaságok az elmúlt 20 év nagy részében nem nyújtottak megfelelő hozamot részvényeseiknek.

Visszatérve tanulmányom fő üzenetéhez, elképzelhető, hogy a kisebbségi (vagyis passzív) részvényesek számára a legmegbízhatóbb védelmet a jelentős belső részvénytulajdon és a külső piaci befolyás (félvásárlás) lehetőségének keveréke nyújtaná. Ez az elv pedig érvényes lehet az amerikai „piaci alapú” vállalatirányítási rendszerre is. Az USA-ban és más országokban a kockázatitőke-társaságok kedvező hozadéka, hogy a menedzsment számára ösztönző tulajdonosi szerkezetet jelentenek. Ám egy nemrégiben készített (még nem publikált) tanulmány meggyőző bizonyítékkal szolgál arra nézve, hogy még a nagy amerikai részvénytársaságok esetén is sokkal nagyobb a belső (menedzsment általi) tulajdonlás,

32 Különböző statisztikai vizsgálatokkal sikerült bizonyítani, hogy a tanulmány eredményeit nem befolyásolta egy-egy szektor alul- vagy felülreprezentáltsága a mintákban.

33 Az 1995-ös és 1999-es Viénot-jelentéseknek megfelelően, amelyeket a francia munkáltatók szakszervezete szponzorált (CNPF/MEDEF).

mint azt korábban gondolták.³⁴ Röviden, még a leginkább piacorientált vállalatirányítási rendszerek is – legalább bizonyos mértékig – hagyatkozhatnak az elkötelezett tulajdonosok ellenőrző és irányító tevékenységeire.

FÜGGELÉK

A részvényesi hozam, EVA- és CFROI-modellek

A tanulmányomban szereplő minta 150 francia, tőzsdén jegyzett, nem a pénzügyi szférába sorolható cégből állt, amelyek a „Premier Marché” és a „Second Marché” tagjai. Az elemzés 1986-tól 2005-ig vizsgálja a tárgyat. Minden egyes cég az 1986 és 2005 között eltelt húsz évből legalább 15 évig szerepel a mintában.

Ezen időszak során minden évben megvizsgáltuk e cégek tulajdonosi szerkezetét, részvényesi hozamát és működési teljesítményét (amelyet az EVA-mérőszám segítségével mértünk). A részvényesi hozam és az EVA kiszámításához minden társaságot minden egyes évben tulajdonosi kategóriákba soroltunk. A CFROI-megközelítéshez a vállalatokat az időszak legnagyobb részében fennálló tulajdonosi szerkezetük alapján rendeltük a különböző csoportokhoz.

A részvényesi hozamot úgy számítottuk ki, hogy kiszámoltunk minden bevettelt és potenciális kiadást, amit egy részvényes kapott vagy költött volna, ha az időszak elején megveszi a részvényt, és az időszak végéig megtartja. Ez azt jelenti, hogy a potenciális tőkenyereséghez hozzáadtuk az időszak során kapott osztalékbevételeket, majd ebből levontuk az esetleges tőkeemelési befizetéseket.

Az EVA-t úgy számítottuk ki, hogy az üzemi eredményből kivontuk az eléréséhez szükséges és felhasznált tőke elméleti költségét. Az EVA-elemzés az „EVA-rátán” alapul, amelyet a kalkulált NOPAT-ra (üzemi nyereség mínusz adókölség) és az adott évre vonatkozó, átlagos befektetett működő tőkére (*capital employed*, CE) alapoztunk. A tőkeköltséget (*c*) súlyozott átlagos tőkeköltségként (WACC) definiáltuk, és a saját tőke súlyozásához az adott évre vonatkozó, átlagos piaci kapitalizációt, az adósság súlyozásához pedig a nettó pénzügyi adósság átlagos szintjét hasznaltuk fel.³⁵ Az EVA-ráta meghatározása a következő:

$$\frac{NOPAT_n - c_n^* \frac{(CE_{n-1} + CE_n)}{2}}{\frac{(CE_{n-1} + CE_n)}{2}}$$

A CFROI-modell a a diszkontált cash-flow elveiben gyökerezik, és egy belső megtérülési rátán (*IRR*) alapuló megközelítést alkalmaz. Az EVA esetéhez hasonlóan, a CFROI modellben a cash-flow definíciója a hitelezőknek és részvényeseknek kifizethető üzemi cash-flow (*operating free cash-flow*). Ebben az értelemben a CFROI hasonlít az EVA-megközelítéshez, hiszen mindkettő egy befektetett működő tőkére alapuló megközelítésre támaszkodik. A CFROI-ráta az, ahol az *IRR*-re a következő egyenlet érvényes:

³⁴ HOLDERNESS, C. G. [2006].

³⁵ Ebben az elemzésben a nettó pénzügyi adósságot a hosszú távú pénzügyi adósság mínusz a készpénz és a könnyen készpénzzé tehető értékpapírok egyenlettel határoztuk meg.

$$0 = -GCE_0 + \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1 + CFROI)^i} + \frac{GCE_n}{(1 + CFROI)^n} ,$$

ahol GCE_0 az időszak elején befektetett bruttó működő tőke, a GCE_n pedig a becsült élettartam végén felszabadított bruttó befektetett működő tőke.

Az eredménykimutatásokat és mérleget a Bloombergtól és az éves beszámolókból szereztük be (onesource.com és céges weboldalak). A részvények jegyzési árát a Bloombergtől és a Fininfótól vettük át, illetve a Euronext NV jóvoltából jutottunk hozzá. Az egyes cégek elvárt hozamának kiszámításához a Capital Asset Pricing Modelt használtuk fel. A kockázatmentes kamatlábat és a tőkekockázati felárat a *Dimson–Marsh–Staunton* [2004] tanulmányt felhasználva számítottuk ki, míg az éves béta faktort a Bloomberg adataiból származtattuk.

IRODALOMJEGYZÉK

- ANDERSON, R.–REEB, D. [2003]: Founding-Family Ownership and Firm Performance: Evidence from the S&P 500, *The Journal of Finance*, június.
- BANCEL, F. [1995]: Le Processus de Privatisation: la Spécificité Française, in: Les privatisations, La documentation française, Párizs.
- BELIN-MEUNIER, C. [1997]: Les holdings comme outil de gouvernement d'entreprises, in: Le gouvernement d'entreprises, Economica, Párizs.
- BARONTINI, R.–CAPRIO, R. [2006]: The Effect of Family Control on Firm Value and Performance: Evidence from Continental Europe, *European Financial Management*, 12:5.
- BOLTON, P.–VON THADDEN, E. [1998]: Liquidity and control: a dynamic theory of corporate ownership structure, *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 154. szám
- BURKART, M.–GROMB, D.–PANUNZI, F. [1997]: Large Shareholders, Monitoring and the Value of the Firm, *Quarterly Journal of Economics*, 112. szám
- CHABANAS, N.–VERGEAU, E. [1996] Nationalisations et Privatisations depuis 50 ans, *Les notes bleues de Bercy*, Párizs, N° 87.
- CHANG, S.–HERTZEL, M. [2004]: Equity Ownership and Firm Value: Evidence from Targeted Stock Repurchases, *The Financial Review*, 39:3.
- CHARREAUX, G. [1997]: Vers une Théorie du Gouvernement d'entreprises, in: Le gouvernement d'entreprises, Economica, Párizs.
- DEMSETZ, H. [1983]: The Structure of Ownership and the Theory of the Firm, *The Journal of Law & Economics*, 26.
- DEMSETZ, H.–LEHN, K. [1985]: The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences, *Journal of Political Economy*, 93. szám
- DEMSETZ, H.–VILLALONGA, B. [2001]: Ownership Structure and Corporate Performance, *Journal of Corporate Finance*, 7. szám
- DIMSON, E.–MARSH, P.–STAUNTON, M. [2004]: The Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns, Princeton, Princeton University Press
- DRAHO, J.–MCVEY, H. [2005]: U.S. Family run Companies – They May Be Better Than You Think, *Journal of Applied Corporate Finance*, 17:4.
- EHRHARDT, O.–NOWAK, E. [2003]: Private Benefits and Minority Shareholder Expropriation, Humboldt University and University of Southern Switzerland, Lugano, Working Paper
- FAMA, E.–JENSEN, M. [1983]: Separation of Ownership and Control, *Journal of Law and Finance*, 26. szám
- GROSSMAN, J.–HART, O. [1980]: Takeover Bids and the Free Riding Problem and the Theory of the Corporation, *Bell Journal of Economics*, 11. szám
- GROSSMAN, J.–HART, O. [1986]: The Costs and Benefits of Ownership: a Theory of Vertical and Lateral Integration, *Journal of Political Economy*, 94. szám

- GROSSMAN, J.–HART, O. [1988]: One share-one vote and the Market for Corporate Control, *Journal of Financial Economics*, 20. szám
- HARBULA, P. [1999]: Tulajdonosi és vállalati struktúra Franciaországban (Ownership and Enterprise Structure in France), *Közgazdasági Szemle*, Budapest
- HARBULA, P. [2004]: Tulajdonosi szerkezet és felelős vállalatirányítás Franciaországban (Ownership structure and Corporate Governance in France), doktori disszertáció, Université Paris II., Assas
- HANOUNA, P.–SARIN, A.–SHAPIRO, A. [2001]: Value of Corporate Control: Some International Evidence, USC Marshall Scholl of Business, Working Paper
- HARRIS, M.–RAVIV, A. [1988]: Corporate Governance – Voting Rights and Majority Rules, *Journal of Financial Economics*, 20. szám
- HOLDERNESS, C. [2006]: The Myth of Diffuse U.S. Corporate Ownership, *Review of Financial Studies* következő száma
- JENSEN, M.–MECKLING, W. [1976]: The Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, 3. szám
- LA PORTA, R.–LÓPEZ-DE-SILANES, F.–SCHLEIFER, A. [1998]: Law and Finance, *Journal of Political Economy*, 53. szám
- LA PORTA, R.–LÓPEZ-DE-SILANES, F.–SCHLEIFER, A. [1999]: Corporate Ownership around the World, *Journal of Finance*, 54. szám
- LA PORTA, R., LÓPEZ-DE-SILANES, F., SCHLEIFER, A.–VISHNY, R. [2000]: Investor Protection and Corporate Governance, *Journal of Financial Economics*, 58. szám
- LEMMON, M.–LINS, K. [2003]: Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm Value: Evidence from the East Asian Financial Crisis, *The Journal of Finance*, augusztus
- MADDEN, B. [1998]: The CFROI Valuation Model, *Journal of Investing*, tavasz
- MADDEN, B. [1999]: CFROI Valuation: A Total System Approach to Valuing a Firm, Butterworth-Heinemann, London
- MODIGLIANI, F.–PEROTTI, E. [2000]: Security versus Bank Finance: The Importance of a Proper Enforcement of Legal Rules, MIT, Working Paper
- MUUS, K. [1998]: Non-voting Shares in France: An Empirical Analysis of the Voting Prémium, Frankfurti Egyetem, Working Paper 22.
- PROWSE, S. [1995]: Corporate Governance in an International Perspective, *Financial Markets, Institutions and Instruments*, 4. szám
- STEWART, G. B. III. [1991]: The Quest for Value, HarperCollins, New York
- ZINGALES, L. [1994]: The Value of the Voting Right: A Study of the Milan Stock Exchange Experience, *Review of Financial Studies*, 7. szám
- ZINGALES, L. [1995]: What Determines the Value of Corporate Votes?, *Quarterly Journal of Economics*, november

NAGY ZOLTÁN

A faktoring mint pénzkölcsönnyújtási tevékenység

A tanulmány a faktoring szabályozásával foglalkozik, különösen a közjogi és magánjogi szabályozás problémái kapcsán ad áttekintést. Ahhoz azonban, hogy a magyar szabályozás ellentmondásait megértsük, a cikk – rövid európai áttekintés mellett – kiemelten foglalkozik az Európai Unióba 2004-ben belépett egyes tagállamok jogi megoldásaival. A cikk tárgyalja a faktoring pénzkölcsönnyújtási tevékenységként való megítélését, mivel a hitelintézeti törvény a faktoringot ebbe a tevékenységi körbe sorolja be, illetve a hitel és pénzkölcsön különös nemeként határozza meg. Ezért a cikk részletes elemzéssel összeveti a Polgári Törvénykönyv és a hitelintézeti törvény jogintézményeit. Foglalkozunk a faktoring nemzetközi követelésvásárlásra vonatkozó szabályozásával is. Az UNIDROIT Egyezmény ugyan nem terjed ki a belföldi faktoringra, azonban jogi megoldásai mintául szolgálhatnak részben a jövőbeli szabályozás, részben a joggyakorlat számára, ezért a tanulmány utal az egyezmény megoldásaira. A cikk azonban nemcsak a problémák felvetésére koncentrálnak, hanem javaslatot tesz a jogszabályi hiányosságok kiküszöbölésére is,

BEVEZETÉS

A faktoringot a hazai közjogi és magánjogi szabályozás egyaránt mostohán kezelte a korábbi évtizedekben. Ez világosan jelezte, hogy a jogintézmény gazdasági jelentőségét alábecsülték mind a gazdasági élet, mind a jogi szakma szereplői.¹ A helyzet napjainkra teljes mértékben megváltozott, az üzletág dinamikus növekedésnek indult, és volumenében is kezd jelentőssé válni.² Ez azonban már indokolná a jogalkotásban is a szélesebb körű és pontosabb szabályozást, amelynek hiánya esetleg a további növekedés gátjává válhat.

Sajnos, a Polgári Törvénykönyv kodifikációja során nem határozták meg nevesített szerződési típusként az ügylettípust. A magánjogi szabályozás helyett tehát a közjogi, pénzügyi jogi szabályozásnak kellene felvállalnia a jogintézmény szabatos meghatározását. Ez nyilvánvalóan a pénzügyi jog területén nehezebb feladat, különösen azért, mert elkerülhetetlenül érinti a magánjogi szabályozás átdolgozását is, amely kívül esik a pénzügyi jog feladatkörén. Az „elkerülhetetlenség” alatt azt értem, hogy a faktoring-jogviszonyokkal

1 A faktoringpiac 1998-ban még csak 28 868 millió forint forgalmat ért el, amely 2001-re már 150 121 millió forintot tett ki. (MARTINKÓ KÁROLY: Faktoring – a vállalatfinanszírozás hamupipőkéje, Saldo Rt., Budapest, 2002. 91. o.) Ez a forgalom a 2002–2007 közötti időszakban tovább nőtt, 2007-re eléri a 700 milliárd forintos összeget (FARKAS BARBARA: Felemásan nőtt a faktorpiac, *Világgazdaság*, 2007. január 16., 14. o.)

2 MARTINKÓ [2002] id. mű 61. o.: A mai modern faktoring az 1970-es évektől kezdődően alakult ki Nyugat-Európában, Magyarországon pedig az 1990-es években válik ismertté.

kapcsolatban egyre több jogvita keletkezik, és a bíróságoknak a tételes jog kevés segítséget nyújt a helyes döntés meghozatalában.

A gyakorlati szakemberek egyre többször említik, hogy szükség lenne egy önálló faktoringtörvény létrehozására. Ettől a szakmai minisztérium és a jogalkotó egyaránt elzárkózott, arra hivatkozva, hogy van egy egységes faktoringtörvényünk.³ Azonban ez csak a nemzetközi követeléstől szól, és belföldön kötelező jelleggel nem alkalmazható, illetve a jogalkalmazók sem támaszkodnak erre a jogszabályra; értelmezési kérdésekben is ritkán hivatkozik rá a bírói gyakorlat.

A faktoring „őshazája”, az Egyesült Államok mutat példát a kontinentális jogterületnek, amikor egységes szabályozást alakít ki a faktoringtevékenységre már 1954-ben⁴, illetve hasonló szabályozást találunk az angol törvényhozás területén⁵.

A nyugat-európai országok gyakorlatában a szabályozás hasonló a magyar jogéhoz: a polgári jogi szabályozás nem nevesített szerződési konstrukciókat alkalmaz, mint például a német szabályozás.⁶

Érdemes azonban a volt szocialista országok jogi szabályozását részletesebben áttekinteni, különösen azt, hogy milyen további lehetőségek nyílnak a törvényi szabályozás fejlesztésére. Ezek az országok hasonló gazdasági, politikai, társadalmi fejlődésen mentek keresztül, mint Magyarország, de mégis eltérő jogi megoldásokat alkalmaztak a jogintézmény szabályozására.⁷

1. A FAKTORING JOGI SZABÁLYOZÁSA AZ EURÓPAI UNIÓ EGYES TAGÁLLAMAIBAN

A faktoringfinanszírozás jelentőségének elemzésénél egy világbanki tanulmány is kiemeli – négy szempontba gyűjtve faktoring előnyeit –, hogy a 2004-ben belépő új tagállamok számára a kis- és középvállalkozások finanszírozásában ez az egyik legfőbb finanszírozási technika.⁸

Az első fontos előnynek tekinthetjük, hogy a faktoring kiemeli az esedékes követeléseket a kötelezett (adós) vagyonából, ami fizetéseképtelenség esetén fontos, különösen, ha az adott országnak kezdetleges, vagy nem hatékony a jogrendszere.

3 1997. évi LXXXV. törvény a nemzetközi követeléstől szóló, Ottawában, 1988. május 28-án kelt UNIDROIT Egyezmény kihirdetéséről. Az egyezmény a Magyar Köztársaság jogszabályozásában 1996. december 1-jén lépett hatályba (továbbiakban UNIDROIT Egyezmény).

4 A Uniform Commercial Code (UCC), azaz az Egységes Kereskedelmi Törvény Pennsylvaniában született meg, és mára már valamennyi szövetségi állam alkalmazza. (MARTINKÓ [2002], id. mű 59. o.) Az USA-ban egyébként született korábban is egy önálló faktoringtörvény, a Factors Act (1889). (SZÓCSIK EDINA: A faktorálási üzletág, *Befektetés* 4/1988. 45. o.)

5 MARTINKÓ [2002], id. mű 59. o.

103/2003. (I. 25.) Kormányhatározat: Az új Polgári Törvénykönyv koncepciója (Ptk. koncepció [2003])

7 Az elemzést és az ismertetést a Világbank szakértőinek a kelet-európai országok faktoringfinanszírozásáról szóló tanulmánya alapján készítettem el (BAKKER, MARIA H. R.–KLAPPER, LEORA F.–UDELL, GREGORY F.: Financing Small and Medium-size Enterprises with Factoring: Global Growth in Factoring – and its Potential in Eastern Europe, The World Bank, Warsaw, 2004.). A tanulmány nyolc, a Európai Unióhoz csatlakozó ország – Csehország, Szlovákia, Észtország, Lettország, Litvánia, Lengyelország, Szlovénia, Magyarország – jogrendszerét vizsgálta meg.

8 BAKKER, MARIA H. R.–KLAPPER, LEORA F.–UDELL [2004], id. mű 22. o.

Másodsorban – az ún. vagyonalapú finanszírozás egyik típusaként – különleges előnnyel rendelkezik a magas kockázatú kis- és középvállalkozások finanszírozása terén. Ennek véleményem szerint azért is különös jelentősége van ezekben az országokban, mivel a forogészközhiány nagy mértékben akadályozza működésüket és fejlődésüket.

Harmadsorban az információs struktúra hiányosságai is a faktoring felé terelik az ügyfeleket. A faktorálást végző pénzügyi intézmények elsősorban magát a követelést minősítik, kevésbé veszik figyelembe magát a követelés értékesítőjét. A minősítés tehát a követelés kötelezettjét érinti. A világbanki jelentés is kiemeli az információs hiányosságokat, amelyek három területen különösen jelentősek:⁹

- a kis- és középvállalkozások kevésbé informáltak, mint a nagyvállalatok;
- az alacsony könyvelési színvonal;
- az auditált pénzügyi jelentések hiánya.

Ezért egyrészt előnyösebb a faktoring az egyéb hitelkonstrukcióknál¹⁰, másrészt hátrányt jelent, mert az információk hiánya problémák forrása lehet a faktorcégek számára is.¹¹

Negyedszer: az exportot alapvetően befolyásolja a faktoringtevékenység, különösen a fejlődés korai fázisában lévő kis- és középvállalkozásoknál. A nemzetközi faktoring azonban nemcsak forrást biztosít, hanem biztonságosabbá is teszi a külföldre irányuló szállításokat.

A jogi környezet, egy ország jogrendjének a szilárdsága alapvetően befolyásolja a pénzügyi tranzakciókba vetett kölcsönös bizalom alakulását az állami intézmények, a természetes személyek és a gazdálkodó szervezetek között. *Arrow* szerint a bizalom a kereskedelmi tranzakciók „fontos kenőolaja”; továbbá *Harhoff* és *Korting* kutatásai is igazolják, hogy a bizalom foka befolyásolja azokat a feltételeket, amelyek alapján a bankok kölcsönt nyújtanak a kis- és középvállalkozásoknak.¹²

A jogrend és a fejlődés szoros összefüggésben van Európában, ami azt jelenti, hogy a szilárd jogrenddel bíró országok gyorsabban fejlődtek gazdasági és társadalmi szempontból egyaránt.¹³ A jogi szabályozásban a faktoring területén is találunk azonos és eltérő megoldásokat.¹⁴

Csehország és Szlovákia polgári törvénykönyvei hasonló szabályokat tartalmaznak a követelések átruházásáról. A követeléseket a polgári törvénykönyvben definiált átruházási szerződéssel lehet átruházni. A követelés megvásárlója bármilyen jogi személy lehet, és

9 BAKKER, MARIA H. R.–KLAPPER, LEORA F.–UDELL [2004], id. mű 23. o.

10 A faktoringgal konkuráló konstrukcióknak tekinti a tanulmány a financial statement lendinget, a relationship lendinget és a credit-scored lendinget. A financial statement lending esetén a kölcsön nyújtása a kölcsönfelvő pénzügyi kimutatása alapján (auditált beszámoló), a minősítés segítségével történik. A relationship lending esetén a vevőkör elemzése és egyéb információk alapján történik a hitel odaítélése, míg a credit-scored lending esetén speciális banki mutatók, kvantitatív vizsgálat alapján történik a hitelnyújtás (id. mű 23. o.).

11 A tanulmány szerint a fizetések teljesítéséről szóló – például az állami hitelnyilvántartók, a magánkézben levő üzleti hitelnyilvántartó irodák, a hitelbiztosító társaságok, valamint maguk a faktorok által gyűjtött – adatok csekély mennyisége bonyodalmakat fog okozni a belföldi követelések faktorálása tekintetében. A külföldi követelések esetén, ha a számla kötelezettje fejlett ipari országokból való, ez a probléma nem annyira jelentős, mivel ezekben az országokban fejlettebb az információs struktúra (id. mű 23. o.).

12 Hasonló eredményre jutott az EBRD „Jelentés az átmenetről 2003” című tanulmánya is (id. mű 28. o.).

13 A jogrend minősítése azt veszi figyelembe, hogy a jogi szabályozás mennyire illeszkedik a nemzetközi szten-derdekhez (id. mű 28. o.).

14 BAKKER, MARIA H. R.–KLAPPER, LEORA F.–UDELL [2004], id. mű 30. o. Az egyes országok jogi szabályozásának főbb jellemzőit foglalja össze a tanulmány táblázatos formában is.

nem kell engedéllyel rendelkeznie ahhoz, hogy követeléseket vásároljon. Az átruházás érvényességéhez szükséges az adós értesítése. Nincsen jogilag szabályozott rendszer az átruházás nyilvántartásba való bejegyzésére, annak érdekében, hogy harmadik személlyel szemben is érvényes legyen. Ebből kifolyólag a harmadik személy hivatkozhat az átruházás érvénytelenségére. Csehszlovákia 1990-ben aláírta az UNIDROIT Egyezményt.¹⁵

Észtország hitelintézeti törvénye értelmében a pénzügyi intézmények a pénzügyi szolgáltatások széles skáláját kínálhatják ügyfeleiknek, ideértve a hitelezést, a lízinget és pénzügyi eszközöket. Mindezekon felül az intézmények a felsoroltakon kívüli szolgáltatásokat is nyújthatnak, amennyiben azok közvetlenül kötődnek fő tevékenységükhöz vagy kiegészítik azt, és amennyiben alapítanak vagy vásárolnak olyan leányvállalatokat, amelyek ezeket a szolgáltatásokat biztosítják. Habár a törvény nem használja kifejezetten a faktoring kifejezést, megfogalmazása kellően általános ahhoz, hogy a felsorolt pénzügyi szolgáltatások között magába foglalja a faktoringot is. Azok a cégek, amelyek lízinggel és faktoringgal foglalkoznak, általában hitelintézetek leányvállalatai. Mindezekon felül számos pénzügyi lízingcég kínál faktoring szolgáltatásokat. A faktoringügyletek lehetnek visszkeresetesek vagy visszkereset nélküliek. Visszkeresetes faktoring esetén a faktortól a követelés eladója visszavásárolhatja a kifizetetlen követelést. A követelések értékelésére vonatkozó általános szabályok a faktoringból származó követelésekre is vonatkoznak.

Lettország banktörvénye engedélyezi a bankoknak lízing- és faktoringműveletek végzését, továbbá 1998-ban életbe léptették az UNIDROIT által létrehozott nemzetközi faktoringegyezmény szabályait.

Annak érdekében, hogy kiszélesítse a banki műveletek körét, a Litván Nemzeti Bank 1999-ben újabb típusú műveletek végzésére – faktoring, pénzügyi közvetítés és készpénzkezelés (cash management) – jogosította fel a bankokat. Ezenkívül 2001-ben az új polgári törvénykönyv számos szerződéstípus – köztük a faktoring – szabályozását összhangba hozta a nemzetközi joggal.

Lengyelországban az 1997-es banktörvény felsorolja a bankok által végezhető tevékenységeket, és megteremti a bankok faktoring szolgáltatásainak szabályozási hátterét. Mindazonáltal a felsorolt tevékenységeket nem kizárólag a bankok végezhetik, ezért más pénzügyi intézmények is jogosultak faktoring szolgáltatás nyújtására.

Szlovéniában az 1999-es banktörvény kimondja, hogy a bankok nyújthatnak faktoring szolgáltatásokat. A törvény meghatározása értelmében a faktoring szolgáltatás „*részletfizetésekben megnyilvánuló követelések megvásárlása visszkereseti joggal vagy anélkül*”. A lakosok és nem lakosok közötti hitel- és garanciaszerződések szabályozásában a külföldi valuta-törvény az irányadó. A jogszabály kereskedelmi- és magánhiteleket különböztet meg, és a faktoringot a kereskedelmi hitelek közé sorolja, amennyiben az alapul fekvő szerződések úgyszintén kereskedelmi hitelek.

Megállapíthatjuk tehát, hogy a faktoringot elsősorban pénzügyi szolgáltatásként, és jellemzően engedélyköteles tevékenységként határozzák meg. A szigorúbb szabályozás kizárólag a bankokat jogosítja fel erre a tevékenységre; enyhébb szabályozási körben ez más pénzügyi intézmények számára is megengedett, és csak kivételesen fordul elő, hogy bárki végezhesse ezt a tevékenységet.

A közjogi szabályozás mellett megtalálhatjuk ezekben az országokban a rendezett magánjogi szabályozást, továbbá jellemző az UNIDROIT Egyezmény hatályba lépése, ezáltal a nemzetközi faktoring szabályozásának a megerősítése.

Ebből a szempontból a hazai szabályozás is hasonlít az említett országok jogrendjéhez, hiszen a hitelintézetekről és pénzügyi vállalkozásokról szóló törvény¹⁶ határozza meg a faktoring mint engedélyköteles pénzügyi szolgáltatás fogalmát. Az intézményi struktúra tekintetében rögzíti, hogy ezt a pénzügyi tevékenységet csak pénzügyi intézmények végezhetik üzletszerűen. A nemzetközi faktoring szabályai is rögzítettek az UNIDROIT Egyezmény 1996-os bevezetése óta.¹⁷ Általánosságban ki kell emelni – és e tekintetben is egyetértek az idézett tanulmány megállapításaival –, hogy a legtöbb probléma a magánjogi szabályozás területén akad, amelynek azonban részletesebb és önálló vizsgálata szükséges, így a jelen tanulmányban csak néhány kérdésre utalnék.

A közjogi szabályozástól a magánjogi szabályozás rendszere teljes mértékben eltér. A magánjogi szabályozás ugyan egy fejezetbe vonja a bank- és hitelviszonyok szabályozását, de ez nem jelenti a Ptk.-ban a teljes körű szabályozást.¹⁸ A bank- és hitelviszonyok körében a hitel- és a kölcsönszerződés, a bankszámla- és a betétszerződés, a folyószámla-szerződés, a takaréketét-szerződés szabályozása történt meg. Jellegükből adódóan más pénzügyi szolgáltatásokat vagy nem szabályoz nevesített szerződésként (lízing, faktoring stb.), vagy a Ptk. más fejezetben határozta meg, mint például a bankgaranciát,¹⁹ amely a szerződést biztosító mellékkötelezettségek között szerepel.

A faktoring szerződést – véleményem szerint tévesen – engedményezési szerződésként határozza meg a Ptk. magyarázata, egy legfelsőbb bírósági döntés alapján.²⁰ A Ptk. magyarázata a faktoring szerződést valamely jövőben esedékessé váló követelés átruházásaként, illetve megvásárlásaként fogja fel, kimondva, hogy a faktoring szerződés lényegileg engedményezési szerződésként értelmezhető. Ezt megalapozandó, egy szerintem helytelen, a Legfelsőbb Bíróság által hozott eseti döntésre hivatkozik.²¹ Az előremutató felfogás szerint a faktoring polgári jogi értelemben egy atipikus szerződés, amelynek csak kiegészítő, mögöttes szabálya lehet az engedményezés.²² Ez a felfogás egyébként már a bírói jogalkalmazásban is megjelent,²³ azaz a faktoring lényege a követelésnek a megvásárlása, megelőlegezése. A faktoring tehát a jogalkalmazói felfogás szerint olyan atipikus szerződés, amely a felek üzleti szerződési céljától, szándékától függően a visszterhes engedményezés, az adásvétel, illetve a hitelviszony elemeit foglalja magába. Ez a bírói felfogás tehát – véleményem szerint helyesen – nem tesz egyenlőségjelet a faktoring és az engedményezési jogviszony közé.

A magánjogi problémafelvetés azonban mélyebb elemzést indokol, így itt csak összefoglalnám a jelenlegi magánjogi szabályozásnak a pénzügyi szolgáltatásokra, ezen belül a

16 1996. évi CXII. tv. a hitelintézetekről és pénzügyi vállalkozásokról (Hpt.)

17 UNIDROIT Egyezmény

18 Ptk. (1959. évi IV. törvény a Magyar Köztársaság Polgári Törvénykönyvéről) 522. §–534. §

19 Ptk. 249. §

20 GELLÉRT GYÖRGY (szerk.): A Polgári Törvénykönyv magyarázata I–II., Complex Kft., Budapest, 2007., 1179. o.

21 BH 1999. 77. (LB. Gf. I. 32.886/1997. sz.)

22 NOCHTA TIBOR: Vázlatok a faktoring szerződés magánjogi alapkérdéseire, *Magyar Jog* 12/1996., 715. o.; MISKOLCZI BODNÁR PÉTER: Speciális adásvételi szerződések II., *Gazdaság és Jog* 3/1996., 5–6. o.

23 BH 2005. 72. (Szegedi Ítéletábla Gf. I. 30. 511/2003. sz.)

factoringra vonatkozó kérdéseit. A legfontosabb probléma annak az összhangnak a hiánya, aminek alapján módosítani kellene a közjogi szabályokat, vagy a magánjogi szabályozást a jelenleg folyó kodifikáció során részben a közjogi szabályozáshoz, részben a gazdasági élet változásaihoz kellene igazítani.²⁴

Kiemelendő, hogy elmaradott és rossz a Ptk. fogalomhasználata, mivel több helyen a pénzügyintézet fogalmát használja a törvény, holott ez a fogalom a Pit.-ben volt használatos, jelenleg a pénzügyi intézmény elnevezés hatályos.²⁵ A szabályozás nem veszi figyelembe, hogy a pénzügyi vállalkozások is nyújthatnak pénzkölcsönt, és a bankkölcsön fogalmát használja mind a törvényszövegben, mind a magyarázatban, ami szintén ellentmond a közjogi szabályozásnak.²⁶

Nem fejezi ki a kor követelményeit,²⁷ hiszen a kétszintű bankrendszerre történő átállás után a bank és hitelviszonyok szabályozása érdemben nem változott, és az új típusú pénzügyi szolgáltatások polgári jogi kereteit is ezek a szabályok adják, de nem képesek az újszerű követelményeknek megfelelni.²⁸

Hiányos továbbá a szabályozás, mivel a tömegesen előforduló szerződési típusok nem nevesítettek, és a jogalkotás ezeket sajnos a jövőben sem kívánja szabályozni,²⁹ ami jogbizonytalanságot okoz.³⁰

2. A FAKTORING MINT A HITEL- ÉS PÉNZKÖLCSÖNNYÚJTÁS KÜLÖNÖS NEME

A factoringtevékenységet a hiteltípusú szolgáltatások rendszerén belül a hitel- és pénzkölcsön nyújtásának különös nemeként szerepel.³¹ A Hpt. rendszertanilag az értelmező rendelkezések között definiálja a factoringot mint a követelésnek – az adós kockázatának átvállalásával vagy anélkül történő – megvásárlását, megelőlegezését (ideértve a factoringot és forfetírozást is), valamint leszámítolását, függetlenül attól, hogy a követelés esedékességének a nyilvántartását és a kintlevőségek beszedését ki végzi.³²

Az első kérdés, hogy beilleszthető-e a factoringtevékenység a pénzkölcsön nyújtásának a fogalmába, és helyes-e a Hpt. besorolása. Véleményem szerint a factoring egy össze-

24 SÁRKÓZY TAMÁS: Az új Ptk. szövegtervezetéről a gazdasági jog oldaláról, *Gazdaság és Jog* 1/2007., 7. o.

25 Ptk. 523.§ (1)–(2) bek.

26 Ptk. 523.§ (2) bek.: *Ha a hitelező pénzügyintézet – jogszabály eltérő rendelkezése hiányában –, az adós kamat fizetésére köteles (bankkölcsön).* GELLÉRT [2007] id. mű 1891. o.: *Bankkölcsönről van szó minden olyan esetben, amikor pénzügyintézet nyújt kölcsönt.*

27 SÁRKÓZY [2007] id. mű 7. o.

28 SZENTIVÁNYI IVÁN: A kétszintű bankrendszer tíz éve és a bankügyletek szabályozásának fejlődése, *Gazdaság és Jog* 7–8/1997., 25. o. Ilyenek például a szerző szerint a bankszámla- és betétszerződések.

29 SZENTIVÁNYI [1997] id. mű 26. o. A szerző ilyen ügyletnek tekinti többek között a folyószámlahitelt, a factoringot, pénzügyi lízinget, leszámítolást, visszleszámítolást, pénz- és kölcsönügyletek közvetítését, a banki határidős és opciós ügyletek lebonyolítását, fedezeti ügyleteket.

30 SÁRKÓZY [2007] id. mű 7. o. Hasonló véleményen van a szerző is. Véleménye szerint – amellyel messzemenőig egyetértek –, a Ptk. szerződéses része háttérbe szorítja a gazdasági szerződéseket. Ő is fontosnak tartaná a gyakorlat alapján, hogy néhány jelenleg még nem nevesített szerződéstípus önálló szerződéstípusként jelenjen meg a Ptk.-ban: a lízing, a factoring, a franchise, a vagyonkezelési, a koncessziós, a szponzorálási és merchandising, valamint a raktározási szerződés.

31 FÖLDES GÁBOR: *Pénzügyi jog*, Osiris Kiadó, Budapest, 2003. 325–327. o.

32 Hpt. 2. sz. melléklet I. 10.2. b)

tett, komplex szolgáltatáscsomagból álló ügylet, amely nem viseli magán teljes mértékben a pénzkölcsönnyújtás jellemzőit, attól eltérő közjogi és magánjogi ügyletként kezelendő. Ez nem jelenti azt, hogy nincs közös vonása a faktoringnak a pénzkölcsön nyújtásával, de véleményem szerint nem határozható meg a faktoring a pénzkölcsön különös nemeként. Ezt támasztja alá az Ápt. és a Pit. szabályozása, illetve több külföldi jogforrás, amelyben önálló ügyletként sorolják be a pénzügyi szolgáltatások közé. Mind az Ápt., mind a Pit. önálló pénzügyi tevékenységként kezelte a követelésvásárlást.³³ De ha megnézzük mind az osztrák, mind a német bankjogi szabályozást, ott is önálló ügyletként definiálja a faktoringügyletet.

A KWG nem említi ugyan a banki ügyletek között, mivel itt csak a hitelintézetek által végezhető tevékenységet sorolja föl, de más jogszabályhelyen már megtaláljuk nevesítve, mint a pénzkövetelések ellenérték fejében történő megszerzését, amely nem kizárólagosan hitelintézetként végezhető tevékenység.³⁴

Az osztrák bankjogi szabályozás viszont a bankügyletek körébe sorolja, és önálló ügyletként a hitelügyletektől megkülönböztetve tünteti fel faktoringügylet elnevezéssel.³⁵ A BWG az ügyletet áruszállításra vagy szolgáltatásokra szóló követelések felvásárlásának tekinti, átvállalva a követelés kockázatát és a követelések behajtását, kizárva az ügylet fogalmából a hitelbiztosítási tevékenységet.

A hitel és pénzkölcsön nyújtása mint pénzügyi szolgáltatás gyűjtőfogalomként szerepel a Hpt.-ben³⁶, tehát nem csak a faktoringtevékenységet öleli fel.³⁷ A gyűjtőfogalmi jellegét két aspektusa adja. Egyrészt különféle ügylettípusokat ölel fel:

33 Az 1979. évi II. törvény (Ápt.) végrehajtási rendelete (23/1979. [VI.28.] MTr.) Vhr. 41.§ (1) bek. önállóan határozza meg mint áruszállításból és szolgáltatásokból származó követelések vásárlását és eladását. A Pit. szintén önálló pénzügyi tevékenységként határozza meg a 4. § (1) bek. k) pontjában mint követelések megvásárlását (faktoringügylet). A Pit. a fogalmat részletesen a 3. § (1) bek. b) pontjában határozza meg.

34 Gesetz über das Kreditwesen (Kreditwesengesetz – KWG [2005]). A német jogi szabályozás a bankügyletek, pénzügyi szolgáltatások felsorolását a fogalom meghatározások között nevesíti: 1.§ (1)–(3) bek. A faktoringtevékenységet az 1. § (3) bek. sorolja fel.

35 Az osztrák jogi szabályozás a Bankwesengesetz (BWG [2002]) 1. § (1) bek. 16. pontjában határozza meg a fogalmat, és sorolja be a bankügyletek közé (Factoringgeschäft).

36 Hpt. 2. sz. melléklet I. 10. pontja:

10. Hitel és pénzkölcsön nyújtása:

10.1. Hitelnyújtás: a hitelező és az adós között írásban létesített hitelszerződés alapján meghatározott hitelkezelésre tartása az adós részére jutalék ellenében, és a hitelintézet kötelezettségvállalása meghatározott szerződési feltételek megléte esetén a kölcsönszerződés megkötésére, vagy egyéb hitelművelet végzésére.

10.2. Pénzkölcsönnyújtás:

a) a hitelező és az adós között létesített hitel-, illetve kölcsönszerződés alapján a pénzösszeg rendelkezésre bocsátása, amelyet az adós a szerződésben megállapított időpontban – kamat ellenében vagy anélkül – köteles visszafizetni;
b) követelésnek – az adós kockázatának átvállalásával vagy anélkül történő – megvásárlása, megelőlegezése (ideértve a faktoringot és a forfitírozást is), valamint leszámítolása, függetlenül attól, hogy a követelés esedékességének nyilvántartását és a kintlévőségek beszédését ki végzi;

c) minden olyan megállapodás, amely értékpapír vételéről és határidős visszazáraztatásról rendelkezik és a szerződés tárgyát képező értékpapírok a vevő (hitelező) javára az ellenérték óvadéki biztosítékaul szolgálnak úgy, hogy azokat az ügylet ideje alatt további ügyletben sem elidegeníteni, sem megterhelni nem lehet;

d) a jelzálog-hitelintézetéről és a jelzáloglevélről szóló külön törvény szerinti önálló zálogjog vásárlása és egyidejű eladása útján végzett tevékenység;

e) zálogkölcsön nyújtása.

10.3. A hitel és pénzkölcsön nyújtására irányuló pénzügyi szolgáltatási tevékenység a hitelképeség vizsgálatával, a hitel- és kölcsönszerződések előkészítésével, a folyósított kölcsönök nyilvántartásával, figyelemmel kíséréssel, ellenőrzésével, a behajtással kapcsolatos intézkedéseket is magában foglalja.

37 LENTNER CSABA: Pénzpiacok szabályozása Magyarországon, Akadémiai Kiadó, Budapest 2006., 70. o.

- hitelnyújtás;
- pénzkölcsönnyújtás;
- faktoring, forfetírozás;
- repoügylet;
- önálló zálogjog vásárlása és egyidejű eladása.

Másrészt a hitel és pénzkölcsön nyújtásához kapcsolódó kiegészítő tevékenységeket is e fogalmi körbe vonja, így beletartozik a pénzügyi szolgáltatásba a hitelképesség vizsgálata, a szerződés előkészítése, nyilvántartása, a hitelmonitoring, illetve a követelések beszedése. Jól látszik tehát, hogy a jogalkotó az ügyletekhez kapcsolódó adminisztrációs és szakértői tevékenységeket is beleérti a szolgáltatásba.³⁸ Ezek a kiegészítő tevékenységek szintén engedélykötelesek³⁹.

A *hitelnyújtás fogalma* alatt önálló szerződési formát határoz meg a Hpt., amelynek célja hitelkeret rendelkezésre tartása az adós részére, illetve kötelezettségvállalás kölcsön-szerződés megkötésére, vagy egyéb hitelművelet végzésére. Ez a meghatározás egybecseng a polgári jogi fogalommal, a Hpt. tehát a közjogi fogalom meghatározásához a magánjogi szabályozást használja fel.⁴⁰ Azonban rögtön az elnevezésben is látható különbség, a polgári jog a bankhitelszerződést, míg a Hpt. – nyilvánvalóan tudatosan – a hitelszerződés megjelölést használja. A magánjogi elnevezés a fejezet címeként használt elnevezésből, a bank- és hitelviszonyok elnevezéséből eredhet, de az alcímként használt elnevezés már hitel- és kölcsön-szerződés. Véleményem szerint, ha összhangba hozzuk a közjogi és magánjogi elnevezést, mindenképpen a magánjogi elnevezés pontosságának a problémája vetődik fel, hiszen hitelnyújtásra nem csak bankok jogosultak, hanem a bank fogalmánál szélesebb közjogi fogalmi rendszerbe tartozó hitelintézetek (bankok, szakosított hitelintézetek, szövetkezeti hitelintézetek), sőt pénzügyi vállalkozások is jogosultak kölcsön nyújtására. De jogosultak-e hitelnyújtásra a pénzügyi vállalkozások a definíció alapján? Véleményem szerint nem, csak pénzkölcsön nyújtására. Ennek oka az, hogy a hitelnyújtás egyik fogalmi eleme a hitelkeret rendelkezésre tartása, amely pénzforgalmi számla nyújtása nélkül nem lehetséges, viszont pénzforgalmi szolgáltatás nyújtására csak hitelintézet jogosult.⁴¹

Véleményem szerint tehát a pénzügyi intézmény fogalmát kellene használni a magánjogi rendszerben, a Ptk. fogalmi körében. Ennek alapvető indoka, hogy a Ptk. nem alkot magánjogi értelemben vett bankfogalmat, ebben az esetben viszont át kell vennie a közjogi fogalmakat, amelyek nem illeszkednek jelenleg teljes mértékben a szerződéses rendszerbe.⁴²

38 FÖLDES [2003] id. mű 327. o.

39 FÖLDES [2003] id. mű 327. o.: A jogalkotó engedélykötelessé tette a kölcsönzéssel összefüggő technikai teendőket is. V.ő. KÓNYA JUDIT: A vállalkozások bankügyletei, KJK-Kerszöv Kft., Budapest 2001., 33. o.

40 Ptk. 522.§ (1) bek.: *Bankhitelszerződéssel a pénzügyi vállalat kötelezettségét, hogy jutalék ellenében meghatározott hitelkeretet tart a másik szerződő fél rendelkezésére, és a keret terhére – a szerződésben meghatározott feltételek megléte esetén – kölcsön-szerződést köt, vagy egyéb hitelműveletet végez.* (2) bek.: *A bankhitelszerződés érvényességéhez a szerződés írásba foglalása szükséges.*

41 Hpt. 5.§ (2) bek., b) pont: *Kizárólag hitelintézet jogosult pénzforgalmi szolgáltatások nyújtására, ha a törvény eltérően nem rendelkezik. A pénzforgalmi szolgáltatások fogalmát a Hpt. 2. sz. melléklet 1.9. pontja határozza meg. Pénzforgalmi szolgáltatás külön jogszabály szerint a pénzforgalom körében nyújtott szolgáltatások összessége, ideértve elsősorban a pénzforgalmi számlavezetést, a fizetési megbízások teljesítését, továbbá a nemzetközi fizetési forgalom lebonyolítását.*

42 Érdemes rámutatni arra, hogy ezt a problémát nem oldja fel a Ptk. kodifikációja sem, elnevezésében továbbra is a bank és hitelviszonyok elnevezést használja a jogalkotó.

A hitelszerződés megkötésének a célja a kölcsönszerződés kötése, vagy egyéb hitelművelet végzése. Mind a Hpt., mind a Ptk. szabályozása azt sugallja, hogy a hitelszerződés a kölcsönszerződéstől elkülönülő szerződésfajta, a kölcsönök tényleges nyújtásával a hitelszerződés megszűnik, az annak alapján kötött kölcsönszerződések azonban önálló életet élnek a Ptk. magyarázata szerint.⁴³

Ez a jelenlegi banki gyakorlat alapján nem válik ketté, általában egy szerződésbe foglalással történik meg a hitel- és kölcsönszerződés megkötése, vagy csak hitelszerződés kötése jön létre, ennek alapján folyósítják a kölcsönt, és nem kötnek külön kölcsönszerződést. Az ügyletnek a gyakorlatban történő szétválasztása több jogi problémát vet fel. Így például a hitelszerződéshez kötött zálogjogszerződések kérdését: azaz, ha megszűnne a hitelszerződés a kölcsön folyósításával, akkor ez hogyan hat ki a zálogjogok létre.⁴⁴ Az egyéb hitelműveletek értelmezéséhez sem a Hpt. szabályozása, sem a Ptk. magyarázata nem ad iránymutatást.⁴⁵ Egyes szakírók dalmi álláspontok szerint ilyenek minősül például a váltók leszámítolása vagy a kölcsönnyújtás.⁴⁶ Erre azonban semmilyen jogszabályi utalást nem találunk.

A pénzkölcsön fogalma közjogi értelemben a polgári jogi kölcsönszerződés fogalmától függ. A pénzkölcsön fogalmát a Hpt. kitágítja, és fogalmi körébe vonja a Ptk.-ban nem szabályozott atipikus szerződéseket.⁴⁷ (Ilyenek a korábban említett faktoring, forreftírozás, repoügylet, illetve önálló zálogjog vásárlása.)

A közjogi és a magánjogi szabályozás között hasonlóságot a kölcsönnyújtás meghatározásánál találunk.⁴⁸ A Hpt. értelmében a kölcsön a hitelező és az adós között létesített hitel-, illetőleg kölcsönszerződés alapján a pénzösszeg rendelkezésre bocsátása, amelyet az adós kamat ellenében vagy anélkül köteles a szerződésben megállapított időpontban visszafizetni. A magánjogi szabályozás és a közjogi szabályozás eltérése azonban szembevetendő. Míg a Hpt. szabálya a kölcsönjogviszony létrejöttét – nagyon helyesen – hitel és kölcsönszerződés alapján is lehetővé teszi, addig a Ptk. szabályai vitathatóan csak kölcsönszerződésről szólnak.⁴⁹

A közjogi szabályozás célja, hogy minél tágabban határozza meg a kölcsönügylet fogalmát, ezáltal minél több ügyletet vonjon be az engedélykötelezettség körébe. Mindezen elv figyelembe vételével kölcsönügyletnek minősíti azokat az ügyleteket is, ahol a hitelező nemcsak pénzügyi intézmény, hanem bárki lehet, illetve a kamat nélküli ingyenes ügyleteket is. (Nyilvánvaló, hogy a pénzügyi szolgáltatássá váláshoz szükségesek a korábban említett törvényi feltételek is!)

A Ptk. szintén nem köti ki a szerződő felek személyét és a kamat felszámítását, hanem a kamatozó ügyleteket speciális kölcsönügyletnek, bankkölcsönnek minősíti.⁵⁰ Azonban

43 GELLÉRT Gy. [2007] id. mű 1882–1883. o.

44 KÓNYA [2001] id. mű 32. o.

45 KÓNYA [2001] id. mű 32. o.

46 FÖLDES [2003] id. mű 326. o.

47 FÖLDES [2003] id. mű 326. o.

48 Ptk. 523.§ (1) bek.: *Kölcsönszerződés alapján a pénzügyi intézet vagy más hitelező köteles meghatározott pénzösszeget az adós rendelkezésére bocsátani, az adós pedig köteles a kölcsön összegét a szerződés szerint visszafizetni.* (2) bek.: *Ha a hitelező pénzügyi intézet – jogszabály eltérő rendelkezése hiányában –, az adós kamat fizetésére köteles (bankkölcsön).*

49 KÓNYA [2001] id. mű 32. o.

50 BARTA JUDIT-FAZEKAS JUDIT-HARSÁNYI GYÖRGYI-KOVÁCS ISTVÁN-MISKOLCZI BODNÁR PÉTER-UJVÁRINÉ ANTAL EDIT (szerk.: MISKOLCZI BODNÁR PÉTER): *Üzleti szerződések, UNIÓ Kft., Budapest 2005., 339–343. o.*

– amint korábban említettem – a fogalomhasználat itt is rossz a magánjogi szabályozásban, mivel a Ptk. rendszeréhez tartozó fogalmat, a pénzügyi fogalmát használja, és ezért rosszul definiálja a pénzügyi intézmények által nyújtandó kölcsön fogalmát. Másrészt, a közjogi bankfogalom eltérése miatt, a korábban elmondottak szerint megtevesztő a bankkölcsön fogalmának a használata is.

A pénzkölcsön nyújtásának közjogi fogalmából a jogalkotó egyes speciális kölcsönügyleteket kizár, illetve a kereskedelmi hitelt, jellegéből adódóan, nem minősíti pénzügyi szolgáltatásnak.⁵¹ A kereskedelmi hitel az áru és szolgáltatás ellenértékének a megfizetését jelenti akként, hogy a materiális és a pénzügyi teljesítés nem egy időpontban történik, előlegfizeteskor a vevő, halasztott fizetés esetén az eladó hitelez az ügyletet.⁵² A kölcsönnyújtó oldaláról megközelítve, a jogalkotó nem tekinti pénzkölcsön nyújtásának az eseti munkáltatói kölcsönt, a biztosító által nyújtott kötvénykölcsönt, az önkormányzati lakáscélú vagy szociális kölcsönt, anya és leányvállalat, illetve a leányvállalatok közötti pénzügyi műveleteket.⁵³

Úgy tűnik, a kivételek között nem találunk egyetlen faktoringtípusú ügyletet sem, azonban a legutóbbi, anya-leányvállalati viszony vonatkozásában egy új fogalmat használ a jogalkotó, a *pénzügyi művelet fogalmát*, amely tágabb fogalom, mint a pénzkölcsönnyújtás fogalma. A PSZÁF-állásfoglalások alapján a pénzügyi műveleteket olyan pénzügyi tevékenységnek kell tekintenünk, amelyet a törvény nem minősít pénzügyi szolgáltatásnak, mivel azt zárt körben anya- és leányvállalat, illetve leányvállalatok között végzik.⁵⁴ Egyébként a pénzügyi műveletek alatt természetesen a pénzügyi szolgáltatási tevékenységeket is értjük.

Mindebből következik, hogy a pénzügyi művelet fogalmi körébe beletartozik a faktoringtevékenység is. Megállapítható tehát, hogy a fentiek szerinti zárt körben üzletszerűen folytatható faktoringtevékenység engedélykötelezettség nélkül, és nem csak pénzügyi intézmények számára. Ezt a kivételes kört véleményem szerint további esetkörrel kellene bővíteni, amely nem sértené a pénzpiac biztonságát.

Ilyen kivételt érdemlő eset, amikor egy vállalkozás azzal a céllal vásárol követelést, hogy azt beszámítsa a tartozásába. Ebben az esetben nincs szó a követelés kezeléséről, sem hitelnyújtásról, sem egyéb szolgáltatásról, hiszen a cél a követelés végleges megvásárlása.

51 Hpt. 2. sz. melléklet I. 10.4. pontja:

Nem minősül pénzkölcsön nyújtásnak

- a) a munkáltató által a munkavállaló részére szociális céllal – esetileg – adott kölcsön,
- b) az egymással áruszállítási vagy szolgáltatási jogviszonyban álló vállalkozások vagy természetes személyek által e jogviszonyra tekintettel adott halasztott fizetés vagy előleg, ide nem értve a hitelintézet által kötött ilyen ügyleteket,
- c) a biztosítóintézet által az életbiztosítási kötvény tulajdonosának nyújtott kötvénykölcsön,
- d) az önkormányzat által adott lakáscélú vagy szociális kölcsön,
- f) anyavállalatnak leányvállalatokkal, illetőleg ez utóbbiak egymás közötti, a likviditás biztosítása érdekében közösen végrehajtott pénzügyi művelete, ide nem értve a pénzügyi intézmény által kötött ilyen ügyletet.

52 FÖLDES [2003] id. mű 327. o.

53 A Hpt. 2. sz. melléklet III. 38–39. pontjában az értelmező rendelkezések között határozza meg az anyavállalat és a leányvállalat fogalmát. Eszerint: *anyavállalat minden olyan vállalkozás, amely egy másik vállalkozás működése ellenőrző befolyást gyakorol. Leányvállalat minden olyan vállalkozás, amelynek működésére egy másik vállalkozás ellenőrző befolyást gyakorol. A leányvállalat valamennyi leányvállalatát az anyavállalat leányvállalatának kell tekinteni.*

54 www.pszaf.hu 60. o., 76. o.

lása a beszámítás érdekében. Ez a gyakorlatban is működik ún. körengedményezés révén, ahol két-három, illetve többszereplős engedményezések sorozata révén valósul meg a beszámítás, és a követelések ellenértékét nem pénzben, hanem az egyik követelés ellenértékét egy másik követelés engedményezésével fizetik ki. Sok esetben ez a tevékenység váltóban megtestesülő követelések forgatásával, illetve engedményezésével valósul meg, „váltókör” elnevezéssel. Ezt a konstrukciót megengedhető kivételként engedélyezni kellene nem csak pénzügyi intézmények számára is, hiszen ez nagy mértékben csökkentené a körbetartozást, és növelné a vállalkozások likviditását. Szerintem ez jelenleg sem tekinthető faktoringtevékenységnek a korábban az üzletszerűség fogalmánál kifejtettek miatt. (Álláspontom nem találkozik a felügyeletével, mivel a PSZÁF egyik eseti jellegű állásfoglalásában kifejti el- lenkező véleményét.⁵⁵)

Az egy külön kérdés, hogy a körengedményezést szervező vállalkozások vagy cégek tevékenysége engedélyköteles-e. Szerintem ez nem pénzügyi szolgáltatás, ezért nem is ér- vényes rá az engedélykötelezettség. Nem végeznek ügynöki tevékenységet pénzügyi in- tézmény számára vagy annak nevében, sem a bankközi piacon. Akik számára megszerve- zik, közvetítik az engedményezéseket, azok nem pénzügyi vállalkozások, tehát a látszólag pénzügyi tevékenységnek minősülő, rendszeresen, nyereségre törekvően végzett szolgálta- tás nem minősülhet pénzügyi szolgáltatásnak a jelenlegi szabályozás alapján. A közvetítői szerepen kívül pedig egyéb tevékenységet nem lát el a körengedményezés szervezője. Itt azonban a pénzügyi biztonság érdekében szigorúbb szabályozást kellene alkalmazni, és a körengedményezések szervezőjének a tevékenységét engedélykötelessé kellene tenni, hogy arra csak pénzügyi intézmény legyen jogosult.

A faktoring fogalmát a pénzkölcsönnyújtás fogalmán belül találjuk meg.⁵⁶ A definíció a faktoring és forfetirozás fogalmát egy komplex szolgáltatásként ragadja meg, amely magá- ban foglalja a finanszírozást (megelőlegezés, leszámítolás), a követelések nyilvántartását, a követelések beszedését, illetve a követelések kockázatának átvállalását. A törvényi fogalom alapján rögzítenünk kell, hogy a fogalom tartalmaz kötelező tartalmi elemeket, illetve eshe- tőleges szolgáltatásokat.

Kötelező tartalmi elem a finanszírozás, amely lehet végleges jellegű (vétélár), illetve előlegjellegű. Az eshetőleges szolgáltatás a követelések kockázatának az átvállalása, a kö- vetelések nyilvántartása és a követelések beszedése.

A törvényi fogalom egyaránt a követelésvásárlás fogalmán belül helyezi el a faktoring- és forfetirozási tevékenységet. Ezt azért is fontos rögzíteni, mivel véleményem szerint a követel- ésvásárlás fogalma tágabb fogalom, mint a faktoring, bár sokszor szinonimaként használják a szakirodalomban és a gyakorlatban is. A két ügyletnek ugyanis eltérő a célja: a követelésvásár- lás esetén cél a követelés átruházása, illetve vásárlása végleges jelleggel, míg a faktoring célja a követelésfinanszírozás, azaz elsődlegesen a hitel-, illetve kölcsönelemnek van jelentősége.⁵⁷ A követelés megelőlegezése kifejezés is erre utal, és a törvény szövegéből is az következik, hogy

55 www.pszaf.hu 60. o., 52–53. o.

56 Hpt. 2. sz. melléklet, Értelmező rendelkezések I. 10.2. b) pontja: *Követelésnek számít – az adós kockázatának átvállalásával vagy anélkül történő – megvásárlása, megelőlegezése (ideértve a faktoringot és a forfetirozást is), valamint leszámítolása, függetlenül attól, hogy a követelés esedékességének a nyilvántartását és a kintle- vőségek beszedését ki végzi.*

57 SZENTIVÁNYI IVÁN: A faktoring és ami mögötte van, *Gazdaság és Jog* 1/1995., 10. o.

az utóbbi előlegzés képezi a faktoring fogalmi részét. Ez jelentős előrelépés a Pit.-ben meghatározott fogalommal szemben, ahol a követelés megvásárlását, a finanszírozást, és az egyéb szolgáltatásokat a faktoring kötelező tartalmi elemévé tette.⁵⁸

Előremutató továbbá a definíció egyes külföldi jogszabályi rendelkezésekhez képest is. A német és osztrák szabályozás a faktoringot a követelészvásárlással azonosítja, és a tulajdonjog átszállását kötelező tartalmi elemé teszi, hasonlóan a Pit. rendszeréhez. A KWG a faktoringot a pénzkövetelések ellenérték fejében történő megszerzésének tekinti,⁵⁹ míg a BWG áruszállításra vagy szolgáltatásokra szóló követelések felvásárlásának, amelyhez kapcsolódó kötelező szolgáltatás a követelések kockázatának átvállalása – kivéve a hitelbiztosítást –, és a követelések beszedése.⁶⁰

A definíció bizonytalanságát adja azonban többek között a követelészvásárlás kifejezés. Kérdés, hogy ez alatt a követelés eladása is értendő, vagy szigorúan véve, csak a vásárlás. A szakirodalomban fellelhető felfogás szerint a szűkebb értelmezés a helyes, és ennek monetáris politikai szempontja is volt a jogalkotó részéről, azaz – mivel a bankkövetelések döntő többségükben kölcsönügyletekből származnak –, ha ezeket a bankrendszeren kívüli szereplőknek rendszeresen értékesíthetnék, az megbonthatná azt az egyensúlyt, ami a hitelpiac mögött álló bankrendszer és a tőkepiacot jelentő, bankrendszeren kívül állók között kívánatos.⁶¹

Ezzel teljes mértékben nem értek egyet. Ha a szigorú nyelvtani értelmezést vesszük, természetesen csak a követelés megvásárlására kerülhet sor. A gyakorlat azonban ennek ellentmond. A hazai bankok hol nyilvános, hol zártkörű pályázatokon értékesítik kétes követeléseiket, és ugyanezt teszi például egy áttételesen állami tulajdonban levő pénzügyi vállalkozás, a Magyar Követeléskezelő Rt. is. Ezen esetekben egyszer sem lépett fel a PSZÁF, jogosulatlan tevékenységnek minősítve a követeléseledadásokat. Mindenesetre célszerű lenne a fogalom kiterjesztése, azaz követelések vásárlásáról és eladásáról rendelkezni a törvényi definícióban, hasonlóan az Ápt. rendszeréhez,⁶² vagy a követelések adásvétele kifejezést használni, amely magában foglalja az eladást is.

Egyébként sem lehet célja a jogalkotónak, hogy korlátozza a pénzügyi intézményeket a követeléseik értékesítésében. Ezek tömeges, vagy csomagban történő megvásárlása csak pénzügyi intézmény számára lehetséges, és csak egyedi követelések kerülhetnek nem pénzügyi szolgáltatókhoz. Továbbá lehetővé kell tenni, hogy a bankok portfóliójuk tisztítása érdekében eladhassák egyes követeléseiket.

A fogalom használatának megváltoztatása ellen szól a gyakorlati szóhasználatba belevitt követelészvásárlás kifejezés, ezért az a megoldás is célszerű lehet, hogy törvényi értelmezés keretében a fogalmat a követelések eladására is kiterjesztve határozzuk meg.

A követelések eredetét és jellegét nem határozza meg a törvény. Az osztrák banktörvény, illetve a Pit. rendszere egyaránt áruszállításokból és szolgáltatásokból eredő követeléseket

58 Pit. 3.§ (1) bek. b). *Követelések megvásárlása: bármilyen pénzben teljesítendő követelés megvásárlása és azzal összefüggésben fizetés teljesítése a jogosult részére, valamint ezekhez kapcsolódóan az esedékes fizetések nyilvántartása, kintlevőségek beszedése, illetve kockázatvállalás a megrendelő fizetési mulasztása esetére.*

59 KWG 1.§ (3) bek. 2.

60 BWG 1.§ (1) bek. 16.

61 SZENTIVÁNYI id. mű 25. o.

62 23/1979. (VI.28.) MTr. (Vhr.) 41.§ (1) bek.: *Áruszállításból és szolgáltatásokból származó követelések vásárlása és eladása.*

említ, ezzel mintegy leszűkítve a faktorálható követeléseket. Nem indokolt az ilyen jellegű szűkítés, ezért a hatályos szabályozás már nem tér ki a követelés eredetére, az alapjogviszony típuskényszere nem érvényesül.

Nem utal viszont a jogalkotó a követelés jellegére, azaz arra, hogy pénzkövetelésről van szó, és ebben hasonlít az Ápt.-beli, illetve az osztrák jogi megoldásra egyaránt. A Pit. és a német meghatározás kifejezetten kimondja, hogy csak pénzkövetések faktorálásáról lehet szó. Ez a helyes jogi álláspont azonban valószínűleg azért nem került bele a törvényi definícióba, mivel a pénzkölcsön nyújtása fogalmán belül helyezték el a faktoringot. Ha tehát – utalva a korábban kifejezettekre – az ügylet kikerül a pénzkölcsönnyújtás fogalmából, és önálló pénzügyi szolgáltatási típusként határozzák meg, feltétlenül fontos, hogy a pénzkövetelés megjelölés a fogalom részévé váljon. Erre például jól megfelel a Pit. rendszere, ahol a jogalkotó a *bármilyen pénzben teljesítendő követelés* kifejezést használja.

Nem kapunk a törvényi szabályozástól iránymutatást abban a tekintetben sem, hogy a faktoringügylet csak a le nem járt, vagy a lejárt követelések finanszírozását is jelenti-e, tehát a törvényalkotó nem tesz korlátozást. Nem találunk ilyen megkötést sem az osztrák, sem a német jogban, illetve a korábbi hazai szabályozásban sem.

A szakirodalom nem egységes ebben a tekintetben. Van olyan szakirodalmi felfogás, amely kizár egyes követeléstípusokat a faktoringtevékenységből.⁶³

- vitatott követelések;
- lejárt követelések;
- természetes személyek magánjellegű követelései;
- részletfizetéses követelések;
- hosszú (hat hónapon túli) lejáratú követelések.

Ennek jogszabályi alapját sem a hazai, sem a külföldi szabályozásban nem találtam, inkább csak elméleti okfejtésről van szó, amelynek célja a faktoring fogalmának a szűkítése. Egyedül a természetes személyek magánjellegű követeléseinek a faktoringból való kizárásáról található korlátozó szabályokat mind a nemzetközi, mind a belföldi faktoring területén.⁶⁴

Tehát a jogalkotók a hazai és a nemzetközi szabályozásban sem akarták nagy mértékben korlátozni a faktorálók tevékenységét abban, melyek lehetnek a megvásárlásra kerülő követelések. Ezzel szembenálló szakirodalmi felfogás a faktoring fogalmába tartozónak tartja a lejárt követelések megvásárlását is.⁶⁵ Az ügylet természetének megítélésénél a szerző fontosnak tartja, hogy a szerződés tárgya lejárt vagy le nem járt követelés. A le nem járt követelésnél a kölcsönelem hangsúlyos, a megelőlegezési funkció érvényesül, míg a lejárt és kockázat átvállalásával járó követelések esetén az átruházási elem, a dologi jogi jelleg érvényesül, de mindkét típust a faktoringba tartozónak tekinti.

A két felfogás lényegi különbsége tehát az, hogy szűken értelmezzük-e a követelésvásárlás fogalmán belül a faktoring fogalmát a követelések tipizálása révén, vagy a faktoring

63 MARTINKÓ KÁROLY: Faktoring – a vállalatfinanszírozás hamupipőkéje, SALDO Rt., Budapest 2002., 18–19. o.

64 UNIDROIT Egyezmény 1. cikk 2. a): *A szállító a faktorra engedményezi vagy engedményezni fogja az olyan adásvételi szerződésből keletkezett kintlevőségeit, amelyek a szállító és vevői által kötött szerződésekből erednek, ha ezek nem olyan szerződések, amelyeknek tárgyát az adós személyes, családi vagy háztartási használat céljából szerezte meg.* Ptk. 328. § (2) bek.: *Nem lehet engedményezni jogosult személyéhez kötött, valamint azokat a követeléseket, amelyek engedményezését jogszabály kizárja.*

65 SZENTIVÁNYI id. mű 10. o.

minden típusú követelés megvásárlását magában foglalja. A szűkített értelmezés jogszabályi pontosítást igényelne, amely véleményem szerint meghaladja a jelenlegi kereteket, és a Hpt.-n belül nehezen oldható meg.

Kérdés továbbá, hogy kell-e korlátozni a faktoráló társaságok szerződési szabadságát, és csak a le nem járt követelések piacára szorítani a tevékenységüket. Gyakorlati tapasztalat, hogy sok esetben lejárt követelések a tárgyai a finanszírozási jellegű szerződéseknek, hiszen egyes, elsősorban állami nagyvállalatok a lejárat plusz 60–120 napra fizetnek, ami nem teszi kétséssé a követelés megtérülését.

Annyiban osztom az első szakirodalmi felfogást, hogy célszerű lenne a követelésvásárlás, a faktoring és a követeléskezelői, beszedői tevékenység elhatárolása törvényi szinten, de ez mindenképpen meghaladja a jelenlegi jogszabályi kereteket, és felveti egy önálló faktoringtörvény létrehozásának, vagy a magánjogi szabályozás pontosabbá tételének szükségességét.

Amennyiben ez nem valósul meg, továbbra is fenn kell tartani a törvényi definícióban a széles körű értelmezést, ezzel nem korlátozva a faktoringtársaságok többszintű tevékenységét. A szerződési szabadság, illetve a kockázatvállalás figyelembe vételével a faktoringtársaságok eldöntik, hogy a piaci szegmens mely területén lehetnek sikeresek, és személyi-tárgyi feltételeik melyik terület ellátását teszik lehetővé.

A szolgáltatási csomaggal kapcsolatban is eltérő szabályokkal találkozunk a hazai, külföldi és a nemzetközi jogi szabályozásban. Ellentmondás van a Hpt. szabályai és az UNIDROIT Egyezmény szabályrendszere között. A Hpt. szabályozása a finanszírozást – nagyon helyesen – a faktoring kötelező elemének tekinti, míg a többi szolgáltatást esetlegesen kiegészítő elemként fogja fel (kockázatvállalás, követelésnyilvántartás, kintlevőségek beszedése), ezzel mintegy nem is véglegesítve a lehetséges szolgáltatások körét. Ez rendkívül előremutató szabályozást jelent, amely lehetővé teszi, hogy a gyakorlatban működő pénzügyi intézmények bármilyen típusú faktoringszolgáltatást nyújtsanak, vagy a piac igényeinek megfelelően bővítsék ezt a szolgáltatási csomagot.

Ezzel szemben szigorúbb szabályozást alkalmaz az UNIDROIT Egyezmény.⁶⁶ A dokumentum felsorolja a faktoringhoz kapcsolódó szolgáltatásokat (finanszírozás, könyvelés, kintlevőségek beszedése, kockázatvállalás), amelyek közül kettőt kell ellátnia a faktoringtevékenységet végzőnek.

Tehát a finanszírozás a nemzetközi faktoringszabályozásban nem kötelező elem, mivel egyéb szolgáltatás ellátása is kielégíti a faktoring fogalmát. Ez helytelen álláspontja a jogalkotónak, mivel a gyakorlat és a szakirodalom egyaránt rámutat arra, hogy a finanszírozás nélkülözhetetlen eleme az ügyletnek.⁶⁷

Helytelen továbbá az is, hogy két szolgáltatást kell ellátni a felsorolt négy közül. Ennek semmilyen gyakorlati vagy elméleti indokát nem találjuk. Helyesebb lenne – hasonlóan a magyar szabályozáshoz – a finanszírozást kötelező, a többi szolgáltatást választható elem-

66 UNIDROIT Egyezmény 1. cikk 2. b): *A faktornak az alábbiak közül legalább két tevékenységet el kell látnia:*

- a szállító megelőlegzése, ideértve kölcsönöket és előleg folyósítását,
- kintlevőségekkel kapcsolatos számlavezetés (könyvelés),
- kintlevőségek beszedése,
- védelem az adós fizetési késedelme vagy mulasztása esetére.

67 MARTINKÓ [2002] id. mű 18–19. o.

mé tenni úgy, hogy ad abszurdum csupán a finanszírozási tevékenység megvalósulása is elegendő legyen a faktoringtevékenység végzéséhez, ahogy utal erre a német KWG-ben megvalósuló szabályozás. A német jogi szabályozás nem nevesíti a szolgáltatásokat, csak a finanszírozási jelleget emeli ki.

3. ÖSSZEZÉS

Összegezve tehát: vitatott a faktoring helye a pénzügyi szolgáltatásokon belül. A Hpt.-beli szabályozás sok tekintetben előremutató, de pontosításra szorul. Fontos lenne önálló pénzügyi szolgáltatásként megfogalmazni a faktoringtevékenységet, kiemelve a pénzkölcsönnyújtás fogalmi köréből. El kellene határolni a hazai szabályozásban a követelésvásárlás fogalmát a faktoringtevékenységtől és a követeléskezeléstől, a követelésvásárlást pedig kiegészíteni a követeléseladási tevékenységgel, ezáltal legálisan lehetővé tenni, hogy a pénzügyi intézmények értékesíthessék a követeléseiket.

Lehetővé kellene tenni egyes különleges esetekben a nem pénzügyi intézmények és nem anya-leányvállalati viszonyban levő gazdálkodó szervezetek számára a rendszeres követelésekengedményezést, kifejezett törvényi felhatalmazással, mivel a gyakorlatban e tekintetben nagyfokú bizonytalanság uralkodik.

KÓNYA JUDIT

A nemzetközi hitelszerződés¹ jogi aspektusai

A hitelszerződés Ptk.-beli szabályozása keretjelleget, csak a felek közötti jogviszony néhány elemét ragadja meg. Ezért az angolszász jogfelfogás alapján kialakított, nemzetközileg használt hitelszerződés sok támponttal szolgál a feleknek a jogviszony tartalmi elemeinek bővítésére. A szerző Lee C. Bucheit ügyvédnek a Financial Law Review-ban megjelent cikke alapján elemzi a bővíthető tartalmi elemeket. Ezeket a kategóriákat használja a Loan Market Association sztenderdje is, amelyeket a jelen tanulmány ugyancsak figyelembe vesz. A hazai szerződő felek – anélkül, hogy honosítanák az angolszász terminológiákat – használják a nemzetközi mintákat. Ezért felmerül a jogi magyarázat igénye, hogy megvilágítsuk, mikor milyen szövegezéssel lehet a hitelező, illetve az adós érdekeit megvédeni. Erre tesz kísérletet a szerző.

CÉLKITŰZÉS

A nemzetközileg használt hitelszerződésről – gyakorlati tapasztalatok alapján – azért kívánok egy jelentősebb terjedelmű cikket közreadni, mert bár széles körben elterjedt, olykor honosított szerződéses kikötésekkel állunk szemben, azok átfogó feldolgozása eddig a hazai szakirodalomban nem történt meg.

A cikk célja megmutatni a nemzetközi hitelszerződés speciális kikötésrendszerét, amely a szerződő felek jogi kapcsolatát minden esetleg felmerülő szempontból szabályozza, és nem elégszik meg azzal, hogy a szerződés szinte csak a jog háttérszabályaira utal, ahogyan ezt – például a magyar Ptk.-ra hivatkozva – a korábbi szerződéses gyakorlat tette.

Első ránézésre is terjedelmes, és túl szerteágazónak tűnő dokumentum-komplexumokat takar a nemzetközileg használt hitelszerződés.

A részletes, bonyolult szabályozás indoka, hogy a pénzpiacok fejlettsége miatt az angol és az amerikai, úgynevezett angolszász típusú szerződések uralják a világ – mondhatni összes – bankjánál a finanszírozási dokumentumokat. A különböző országok eltérő belső jogszabályi rendszerének fennállása mellett a világszerte jellemző jogegységesítési törekvés egyik jó példája lehet a finanszírozásban uralkodó, túlnyomórészt azonos szerződési kikötésrendszerrel megfogalmazott hitelszerződés.

Az angolszász jogi gondolkodás precíz, szinte minden esetre megoldást tartalmazó szerződéses klauzulákat (záradékokat, kikötéseket) követel meg. Amikor elemezzük majd a gyakorlatban az úgyszólván mindig azonos tagolású, azonos típusú jognyilatkozatokat tartalmazó hitelszerződést, látni fogjuk, hogy igenis indokolt a részletes kikötésrendszer.

Ez a gyakorlatban annyit jelent, hogy a szerződéses szabadság elvére épülő, alapvetően diszpozitív Ptk. nem gondol, és nem is gondolhat minden olyan eseményre, történésre, cselekményre és körülményre, amelynek a felek egymás közötti viszonyában éppen a kitűzött

1 Forrás: a szerző PhD-dolgozatának egyik fejezete.

szerződéses cél megvalósulása érdekében jelentősége van. Jellemző példaként említhetjük, hogy a Ptk.-ban jelenleg külön kikötés nélkül nem azonnali hatályú felmondási ok a hitelösszeg vagy kamata esedékességekori megfizetésének elmulasztása. A Ptk. 525 § (1) e. pontja szerint a hitelező azonnali hatállyal felmondhatja a kölcsönt, ha pl. „*az adós más súlyos szerződésszegést követett el*”. Minthogy az adós főkötelezettsége a hitel/kamat megfizetése, ennek elmulasztására hivatkozva sikeres lehet egy perben a hitelezői felmondás jogszerűségére alapított kereset. Megjegyezzük azonban, hogy az új Ptk. ezen felmondási esetet – az egyértelműség kedvéért – említeni fogja.

Fontos megjegyeznünk azt is, hogy ezek a típusszerződések hitelezővédelem-centrikusak, már ezért sem szerencsés mechanikus átvételük, így a klauzulák elemzésénél kitérünk arra is, hogy az adós mi módon próbálhat meg neki elfogadható megoldásokat elérni. A hitelezők szempontjából indokolt lehet a típusszerződések mechanikus átvétele. Vitathatatlan ugyanis, hogy minden hitelszerződés – akár hazai, akár nemzetközi –, az ügylet gazdasági jellegénél fogva a hitelezők érdekeit, a kockázatvállalás biztonságát, a biztos megtérülést, távolabbról: a pénzügyi piacokon befektetők, a részvényesek, betétesek érdekeit hivatott biztosítani. Ugyanakkor különösen a jelentős hitelfelvevők igyekeznek megfelelő adósvédelmet elérni.

A jellegzetes hitelszerződés megfogalmazása angolszász eredete miatt angol nyelvű, még akkor is, ha a bank egy mintaszerződés magyar fordítását használja magyar nyelvű dokumentumként; ez a dokumentum ugyanis az angol jogi gondolkodás szerint íródott, az angolszász jog terminológiáira épül, emiatt tartalma igen gondos elemzést igényel. Mint említettük, a nemzetközi hitelszerződés az angolszász jogintézmények „nemzetközi meghonosítását” jelenti anélkül, hogy az adott ország jogrendszerébe nem illő fogalmakat „honosítaná”, azaz beillesztené az adott ország polgári jogi szabályai közé. A nemzetközi hitelszerződés klauzulái – amint azt a későbbiekben tárgyalt LMA-dokumentáció² mutatja – szabványosíthatóak, de a „*lex rei sitae*” (a dolog fekvési helye szerinti jog) elvének a nemzetközi bankgyakorlatban történő alkalmazása miatt a biztosítékokra vonatkozó szabályok a biztosítékok hazai jogának uralma alatt állnak. Nem kizárt azonban, hogy az egységes európai polgári törvénykönyv megalkotása a jövőben felülírja a biztosítékok standardizálhatóságával kapcsolatos kételyeket.

1. A NEMZETKÖZILEG HASZNÁLT HITELSZERZŐDÉS FOGALMA ÉS TÍPUSAI

A nemzetközi finanszírozásban a hitelszerződés ugyanúgy működik, mint a Ptk. szerinti írásbeli keretszerződés, amelyben a hitelező egy meghatározott keretösszeget jutalék ellenében az adós rendelkezésére tart, és a szerződésben meghatározott, igen szigorú feltételek bekövetkezése esetén kölcsönszerződést köt, vagy egyéb hitelműveletet végez.

A hitelszerződés két alapformában köthető meg: (i) megújuló hitel (revolving credit), illetve (ii) meghatározott lejáratú hitel (term facility).

2 A Loan Market Associációt (LMA) 1996-ban hozták létre a másodlagos hitelpiac európai fejlesztésére. Céljuk a transzparencia, hatékonyság és a likviditás beépítése a hitlezési piacra ajánlott dokumentáció bevezetésével, amely egységesítheti a piaci gyakorlatot. Az LMA napjainkban mintegy 250 résztvevőt számlál, tagjai bankok, ügyvédi irodák és egyéb piaci szereplők.

- (i) A megújuló hitel az adós folyamatos működésének finanszírozására szolgál, például készletek finanszírozására. Ezért a hitelösszegek rendelkezésre tartásakor a hitelező elsősorban az adós kintlevőségeit, készleteit vizsgálja meg, és biztosítékai is elsősorban a vagyont terhelő zálogjog, illetve a kintlevőségek (árbevételek) engedményezése. A visszafizetés általában felszólításra történik, nem pedig előre meghatározott törlesztési ütemezés szerint, és a véglejáraton belül visszafizetés esetén a visszafizetett összeg újra igénybe vehető.
- (ii) A meghatározott lejáratú hitel jellemzője, hogy az adós meghatározott ütemezésben köteles törleszteni, és a már visszafizetett összeg újra nem vehető igénybe. Általában eszközök finanszírozására szolgál. Ennek megfelelően, a nyújtandó hitelösszeg nagyságának meghatározásához a hitelező elsősorban az eszközök értékét vizsgálja meg. Biztosítéka pedig elsősorban az eszközökön alapított jelzálogjog vagy egyéb zálogjog.

A rendelkezésre tartott hitelösszeg mindkét típus esetében három módon, vehető igénybe: (i) kölcsön; (ii) banki elfogadvány; (iii) okmányos meghitelezés útján.

A kölcsön útján történő igénybevételt mint a legtipikusabb lehívási módot, kimerítően tárgyaljuk majd a hitelszerződési klauzulák elemzésénél. E helyütt csak annyit állapítunk meg, hogy a kölcsön (vagyis a lehívott és igénybe vett összeg) nem külön szerződés keretében kerül az adós rendelkezésére, hanem a hitelszerződés kínálja e módot az igénybevételre.

2. A HITELSZERZŐDÉS LÉNYEGES TARTALMI ELEMEI A NEMZETKÖZI GYAKORLAT SZERINT

Lee C. Bucheit ügyvédnek a *Financial Law Review*-ban megjelent cikke szerint³ a hitelszerződés a felek megnevezésén, a hitelösszegeken, a hitel kamatán és jutalékon, a lehívási feltételek törlesztés ütemezésén és lejáraton kívül – igen szellemesen aposztrofálva – az alábbi szerződéses kikötéseket tartalmazza:

- (i) adós kijelenti, hogy nem volt „szófogadatlan” („naughty”) a „nyilatkozatok és szavatosságok” („representations and warranties”) vállalásakor;
- (ii) adós kijelenti, hogy nem lesz „szófogadatlan”, ez a „kötelezettségvállalás tartózkodásra” („negatív covenants”);
- (iii) adós megígéri, hogy „szófogadó” lesz; ezek a „megerősítő kötelezettségvállalások” („affirmative covenants”), beleértve a „pénzügyi kötelezettségvállalásokat” („financial covenants”);
- (iv) az adós „szófogadatlanságának” következményei „szerződésszegés” („events of default”) esetén;
- (v) a hitelező számára nyújtott jogorvoslat, ha az adóst „szófogadatlanságon” éri: „víták eldöntésének módja, fórum- és jogválasztás”.

³ LEE C. BUCHEIT (Cleary, Gottlieb, Steen & Hamilton, N.Y. Ügyvédi Iroda) The pari passu clause, the negative pledge clause, *Financial Law Review*, 1991. december, 13. o.

Az alább tárgyalandó klauzulák jószerivel minden nemzetközi hitelszerződésben megtalálhatók, bár felosztásuk, részletezettségük nem mindig azonos. E fejezet nagyrészt a Loan Market Association (LMA-dokumentáció) által használt mintaszerződés klauzuláit tárgyalja, illetve a Financial Law Review által közölt tartalmi elemekre vonatkozó megállapításokat.

*Katarína Chovancová*⁴ az angolszász típusú hitelszerződések jellemzőinek megragadásánál ugyanazon ismerveket emeli ki, mint Lee C. Bucheit, azaz megállapítja, hogy az alapvető kikötések hasonlatosak a hitelszerződésekben, így pl. a lehívási feltételek teljesítése sztenderd adósi kötelezettség. Ez a kötelezettség különböző dokumentumok benyújtásában áll, így pl. az adós alapítási dokumentumait, a megfelelő döntéshozó fórum engedélyét, független jogi szakértő jogvéleményét csatolni kell.

2.1. Nyilatkozatok és szavatosságok

Amint azt a hitelszerződésnek a felek által bővíthető, lényeges tartalmi elemei között említettük, a magyar jog is korlátlan lehetőséget biztosít a feleknek azon kritériumok meghatározására, amelyek a hiteldöntés alapjául szolgáló lényeges tényeket és problémákat tárhatnak fel a hitelező számára. Ezen kijelentések olyan felelősségvállalások, amelyek a lehívási előfeltételek alapjául szolgálnak, és elengedhetetlenek a kötelezettségvállalások struktúrájának kialakításához, valamint megvalósulásuk ellenőrzéséhez.

A kijelentések – mint azt a későbbiekben látni fogjuk – igen részletesen megfogalmazottak. Felölelik (i) az adós létének és működésének jogi szempontból releváns aspektusait; és (ii) a gazdasági-pénzügyi működésére vonatkozó nyilatkozatait is.

Igen lényeges, hogy e kijelentésekre a hitelező anélkül jogosult támaszkodni, hogy kötelezettsége állna fenn a hitelnyújtás előtt megvizsgálni azok létét és fennállását, sőt azok teljességére és valóságára akkor is alapozhatja hiteldöntését, ha módjában állt bizonyos mértékű átvilágítást végezni adósára vonatkozólag, a tények ellenőrzése végett.

Az átvilágítás („due diligence”) jelentőségéről a későbbiekben szót kívánunk még ejteni.

Fontos annak leszögezése is, hogy e nyilatkozatok megtételénél általános érvénnyel nem fogadható el a hitelező számára, hogy az adós olyan megszorításokat tegyen, amely szerint azok „lényegében” teljesek és valóságosak, vagy hogy fennállásuk deklarációja az „adós legjobb tudomásához” kötött. Ilyen típusú korlátozások összességükben lerontják a kijelentések súlyát és komolyságát. Az erőviszonyok függvényében azonban mód nyílhat bizonyos kijelentések általános érvényének korlátozására, amennyiben azok az adós üzletével, eszközeivel vagy biztosítékaival kapcsolatosak, de csak megfelelő „ellentételezés”, például pótlólagos biztosítékok adása mellett.

Ezen nyilatkozatok a szerződés olyan lényeges tartalmi elemeinek tekintendők, amelyek fennállása nélkül a hitelező a szerződést nem kötötte volna meg, és ezért megsértésük olyan súlyos szerződésszegésnek minősül, amely a szerződés azonnali hatályú felmondását teszi lehetővé. Emellett ugyanezen nyilatkozatok megsértése eredményezhet elállást is a Ptk. 524. §-ában meghatározott esetekben.

4 KATARÍNA CHOVANCOVÁ: Banking credit agreements according the English law (www.nbs.sk/Biatec)

2.1.1. Az adós létezésére, működésére vonatkozó (jogi tartalmú) nyilatkozatok⁵

E nyilatkozatokat részint terjedelmi okok miatt, részint azok tartalmának közérthetősége miatt csak jelzésértékűen ismertetem.

- Az adós létezésére vonatkozó nyilatkozatok közé tartoznak pl. az adós
- jogállására, érvényes létrejöttére,
 - társasági struktúrájára,
 - a hitelszerződés aláírására való felhatalmazottságára,
 - a hitelszerződés jogszabályokkal, belső szabályokkal való összhangjára vonatkozó,
 - a folyamatban lévő perek és jogi eljárások nemlétére vonatkozó kijelentések.

- Az adós működésére vonatkozó nyilatkozatok között e helyütt említendőek
- a rendes üzletmenet folytatására (változatlan helyen és feltételekkel),
 - az üzleti tevékenységek folytatásához szükséges engedélyek meglétére,
 - az adós tulajdonában lévő eszközök kizárólagos és korlátozásmentes tulajdonára,
 - az üzletvitelhez használt szellemi tulajdon voltára tett nyilatkozatok.

Ezen nyilatkozatok körébe tartozó nyilatkozatok közül a „pari passu”-rangsor jelentését kívánom röviden megvilágítani.

„Pari passu”-rangsor (azonos rangsor a hitelezők között):

Az adós szavatolja, hogy a hitelszerződésben vállalt pénzügyi kötelezettségei legalább azonos módon rangsoroltatnak más nem biztosított és alárendelt hitelezők követelésével, kivéve a jogszabályok (a Cstv.) alapján kötelezően figyelembe veendő kötelezettségeket.

A „Pénzügyi kötelezettségek” vonatkozhatnak az adós valamennyi kötelezettségére (ide értve pl. a halasztott fizetéseket is), vagy csupán bizonyos kategóriákra, pl. csak hitel- és kölcsönszerződésekre (l. „Pénzügyi kötelezettségek”, illetve „Kötelezettségek” fogalom-meghatározása).

A klauzula jellemző megfogalmazása: *„Az ügyfél azon nyilatkozata, amelyben kötelezettséget vállal arra, hogy az eddig, illetve a jövőben felvett hitelek biztosítékai nem nyújtanak kedvezőbb pénzügyi, illetve jogi helyzetet más hitelezőknek, továbbá ezen biztosítékok vagy kötelezettségvállalások más hitelezők részére nem nyújtanak kielégítési elsőbbséget, mint amit az Ügyfél bármely Szerződésben a Társaság számára biztosított.”⁶)*

A „pari passu” klauzulát érintjük a kötelezettségvállalásoknál is.

Ugyancsak részletesebb kifejtést igényel a szerződésszegés nemlétére vonatkozó nyilatkozat.

Nincs szerződésszegés

A hitelnyújtás egyik leglényegesebb nyilatkozata arra vonatkozik, hogy az adós nem követett el szerződésszegést egyetlen olyan szerződés tekintetében sem, amelyben szerződő fél. Nem áll fenn továbbá, és – legjobb tudomása szerint – nem fenyeget szerződésszegés egyetlen olyan szerződésben sem, amelyben az adós szerződő fél. A hitelszerződés megkötése továbbá nem ütközik hatósági határozatba, bírósági ítéletbe, nem ütközik az adós üzleti tevékenységével kapcsolatos engedélybe, hatósági jóváhagyásba; nem keletkezett jo-

⁵ K. CHOVANCOVÁ ugyanígy csoportosítja a szavatossági nyilatkozatokat (id. mű 3. o.).

⁶ A „pari passu” klauzula megfogalmazására egy jellemző példa: Erste Faktor üzletszabályzata, 7. o.

got harmadik személynek bármely olyan szerződés vagy kötelezettségvállalás felmondására, módosítására, újratárgyalására, amely ezáltal lényegesen hátrányosan érintené az adós üzleti tevékenységét, eszközeinek megterhelésével járna, vagy előrehozná bármely fizetési kötelezettségét.

A klauzula megfogalmazása – az erőviszonyok függvényében – több ponton enyhíthető:

- a „bármely szerződés” fogalma szűkíthető más „lényeges szerződésre” (például az adós főtevékenységéhez közvetlenül kapcsolódó szerződésekre), de mindenképpen fednie kell azokat a szerződéseket, amelyekben úgynevezett „cross default” (lásd később) klauzula van;
- a szerződésszegés fogalma szűkíthető „súlyos szerződésszegésre” (amelynek jogkövetkezménye az azonnali hatályú felmondás);
- a „nem követett el” kifejezés korlátozható a múlt olyan időszakára, amelyből még igények keletkezhetnek (az elévülési idő figyelembevételével).

2.1.2. Az adós gazdasági-pénzügyi működésére vonatkozó nyilatkozatok⁷

Pénzügyi dokumentumokkal kapcsolatos nyilatkozatok

Különösebb magyarázatot nem igényel a pénzügyi dokumentumokkal, az azokkal kapcsolatos információk szolgáltatásával összefüggő nyilatkozatok fontossága. Ide sorolhatjuk a pénzügyi beszámolókkal, az üzleti könyvekkel és nyilvántartásokkal, valamint az adók megfizetésével összefüggő deklarációkat, amelyek célja, hogy az adós pénzügyi helyzetéről és üzletmenetéről valós képet mutassanak.

Teljes közzététel

A nyilatkozatok teljes körét érintő, átfogó kijelentés, amely szerint az adós a hitelezőt pontosan és hiánytalanul tájékoztatta mindenről, ami a hitelező hitelbírálata nézve lényeges, továbbá nem közölt semmiféle valótlan, és nem tartott vissza semmi olyan lényeges tényállítást, amely a hitelszerződésben foglalt nyilatkozatokat félrevezetővé tenné. Az adós tudomása szerint nincs olyan tény, amely jelentős vagy káros pénzügyi vagy egyéb hatással lenne az adós üzletvitelére, vállalkozásaira, eszközeire, üzleti kilátásaira.

2.2. Kötelezettségvállalások

A kötelezettségvállalások a hitelező számára biztosítják az adós megfelelő mértékű pénzügyi stabilitását, az adós jogait korlátozzák tulajdonának használatában, és korlátozzák abban is, hogy más hitelező számára biztosítékot ajánljon fel.

2.2.1. Tiltó kötelezettségvállalások

Az angoltól magyarra átfordított, úgynevezett „negatív” kötelezettségvállalások minden olyan kötelezettségvállalást jelölnek, amelyek tiltást jelentenek az adós számára: meghatározzák, illetve behatárolják mozgásterét új kötelezettségek vállalása, társasági struktúrájának, üzletvitelének megváltoztatása, illetve eszközeinek elidegenítése vagy megterhelése terén.

⁷ K. CHOVANCOVÁ ugyanezt a csoportosítást követi (id. mű 4. o.).

Mint már említettük, a kötelezettségvállalások a felelősségvállaló nyilatkozatokra épülnek, sokszor az azokban megerősített állapot jövőbeni fennállását szavatolják azzal, hogy az adós kötelezettséget vállal: az ott deklaráltakhoz képest – a hitelező hozzájárulása nélkül – nem idéz elő változásokat.

Megfogalmazásuk azért nem okoz gondot, mivel tiltani elég egyszerű, de a jogászai hozzáértést a felek megállapodásától függő kivételek meghatározása teszi szükségessé. Kivételekre pedig szükség van ahhoz, hogy a hitelező ne kösse annyira gúzsba adósát, ami – saját érdekeivel is ellentétesen – veszélyeztetheti a hitel visszafizetését. Ezeknek a kikötéseknek a megalkotása tehát a legnagyobb türelmet, a legtöbb időt és a legnagyobb jogászai leleményességet igényli. Sorrendjük tulajdonképpen tetszőleges, de megpróbáljuk ezeket is – a szerződéses nyilatkozatoknál megszokott módon – két részre bontani: (i) az adós létezésével és működésével kapcsolatos jogi természetű kötelezettségvállalásokra, és (ii) az adós gazdasági-pénzügyi működésével összefüggő kötelezettségvállalásokra.

(i) Az adós létezésével és működésével kapcsolatos, jogi természetű kötelezettségvállalások⁸

A hitelező elemi érdeke, hogy a hitelbírálatkor megvizsgált és tudomásul vett, az adós társasági jogi létezésére és működésére vonatkozó állapot a hiteljogviszony teljes időtartama alatt fennálljon. A kötelezettségvállalások egy része megismétli a szerződéskötéskor tett kijelentéseket:

- a társasági struktúra változatlanóságára, meglévő tulajdoni struktúra fenntartására az érdekeltségekben,
- az átalakulás tilalmára,
- az üzletvitel állandóságára,
- a befektetések tilalmára.

A kötelezettségvállalások közül az alábbiakat részletesebben elemezzük:

- a) az eszközök elidegenítése,
- b) adósságvállalás tilalma,
- c) terhelési tilalom
- d) „pari passu” klauzula,
- e) megengedett terhek klauzulája.

Ennek érdekében az adós az alábbi kötelezettségvállalásokat teszi:

a) Eszközök elidegenítése

Az adós nem adhatja el, nem adhatja bérbe, nem ruházhatja át, illetve nem engedheti át az eszközei feletti rendelkezési és használati jogot, kivéve a hitelszerződés mellékletében foglaltakat.

Itt kétféle megfogalmazással kívánjuk megvilágítani azon kivételeket, amelyek esetében az elidegenítés (megterhelés) megvalósulhat.

(i) Első megközelítésben:

- rendes üzletmenet körében, rendes piaci értéken megvalósuló, jóhiszemű eladások, bérbeadások, átruházások és átengedések;

⁸ K. CHOVANCOVÁ ugyanígy csoportosítja (id. mű 4. o.).

- az üzlet szempontjából jelentős értéket nem képviselő, vagy már számvitelileg leírt eszközök;
- az éves pénzügyi tervben szereplő eszközök értékesítése.

(ii) Második megközelítésben:

- a rendes üzletmenet körébe tartozó értékesítések, illetve jogügyletek;
- a szokásos piaci feltételek között végrehajtott jogügyletek;
- a rövid lejáratú likviditáskezelés;
- az adós és érdekeltségei közötti, a szokásos piaci értékesítési árnál nem magasabb áron történő vagyonértékesítés;
- a hitelező előzetes beleegyezésével történő értékesítés (azzal, hogy az ilyen hozzájárulás ésszerű ok nélkül nem tagadható meg).

(i) Az első változat az éves pénzügyi tervben szereplő eszközök értékesítésére vonatkozó kiterjesztés miatt méltányos és rugalmas megoldás. A hitelező hozzájárulásával történő értékesítésre való utalás azért nincs feltüntetve, mert az valamennyi tiltó kötelezettségvállalás alóli mentességre igaz.

(ii) A második eset „újdonvétele” a rövid lejáratú likviditáskezelés, ami nyilván átmeneti likviditási problémák megoldása érdekében történő értékesítéseket takar. A „rövid lejárat” időtartama: e megfogalmazásnál nincs meghatározva, hogy hányszor lehet erre hivatkozva eszközt értékesíteni. A likviditási probléma nagysága nyilvánvalóan nem változtathatja meg a pénzügyi mutatók szerint vállalt kötelezettségeket.

b) Adósságvállalás tilalma

Az adós kötelezi magát arra, hogy a hitelszerződés időtartama alatt nem vállal adósságot, kivéve (i) a hitelezővel szemben a szóban forgó hitelszerződésben vállalt adósságot; és (ii) más megengedett adósságokat.

Az „adósság” fogalma felölelheti az alábbiakat: (i) minden hitellel, kölcsönrel kapcsolatos adósságot; (ii) banki elfogadványból, okmányos meghitelezésből vagy garanciából eredő kötelezettségeket; (iii) váltóból, kötvényből és más értékpapírokból eredő kötelezettségeket; (iv) tulajdonjog-fenntartással történő adásvételből származó vételár-fizetési kötelezettségeket; (v) lízingből vagy bérleti jogviszonyból származó kötelezettségeket; (vi) áruszállításból vagy szolgáltatások igénybevételéből származó kötelezettségeket; (vii) vételi jogból vagy visszavásárlásból származó kötelezettségeket.

Az adósság fogalmi meghatározását több hitelszerződésbeni kikötés szempontjából lényeginek kell tekinteni, így például az adósságszolgálati mutatók kiszámításánál, a további adósságvállalás tilalmánál, a további megterhelés tilalmánál és az úgynevezett „cross default” szerződésszegénél (lásd később). Ezért a hitelező és az adós a saját érdekének megfelelően tágítani, illetve szűkíteni igyekeznek a klauzulát.

A hitelező érdeke nyilvánvalóan az, hogy még a mérleg alatti tételek (például garanciák) és a nem hiteljogviszonyból (például áruszállításokból, bérleti/lízing jogviszonyból, adásvételből) eredő adósi kötelezettségek is bekerüljenek az adósságfogalomba.

Ezzel szemben az adós arra törekszik, hogy a klauzula – lehetőség szerint – csak a hitelből/kölcsönből származó kötelezettségeit fedje le, és joga legyen arra, hogy más hitelezőktől

is finanszírozást szerezzen. Szélsőséges esetben az is elképzelhető, hogy az adósnak csak az tiltott, hogy más hitelezőtől ugyanolyan jellegű, azaz hasonló vagy azonos futamidejű, célú hitelt/kölcsönt vehessen fel.

Az adós győzelmét jelenti a hitelező felett, ha csak előzetes értesítést kíván meg a hitelező a más pénzügyintézetől történő hitelfelvétel igénybevétele előtt (tehát ez esetben a későbbi hitelszerződést az adós előzetes engedély nélkül kötheti meg).

Az LMA-dokumentáció „adósság” alatt valamennyi kötelezettséget érti (akár mint főkötelezettség, akár mint mellékkötelezettség merült fel), ami pénz fizetésére vagy visszafizetésére vonatkozik, akár jelenleg, akár jövőben, akár ténylegesen, akár eshetőlegesen (feltételesen) merül fel.

A „pénzügyi kötelezettségvállalást”, amelynek fogalma mind a terhelési tilalomnál, mind az ún. „cross default”-nál jelentős, az alábbiak szerint határozzák meg.

Pénzügyi kötelezettségvállalásnak minősülnek az alábbi adósságok:

- kölcsönvett pénz;
- elfogadvány útján felvett kölcsön;
- bármely értékpapír (pl. kötvény, letéti jegy) útján felvett kölcsön;
- pénzügyi lízing;
- értékesített vagy leszámított követelés;
- kereskedelmileg kölcsönnek minősülő ügyletből származó összeg (pl. halasztott fizetés, részletvétele);
- származtatott fedezeti célú ügylet;
- garanciaügyletek;
- bármely olyan biztosíték, melynek értéke az (...) összeget nem haladhatja meg.

c) Terhelési tilalom („negative pledge”)

Az alábbi gyakorlati példa jól érzékelteti a terhelési tilalom egyik megfogalmazását; ez egy faktorcég üzletszabályzatában található, de hitelszerződésben is változatlan formában alkalmazható:

„(...) olyan nyilatkozat, amelyben az Ügyfél kötelezettséget vállal arra, hogy a Társaság előzetes írásbeli jóváhagyása nélkül nem alapít terhet vagy bármilyen formájú ügyleti biztosítékot jogain, eszközein, bevételein, ingó és ingatlan vagyonán, továbbá ha a jövőben a Szerződés futamideje alatt, ha más harmadik személlyel az általa kötött szerződésben a Szerződést biztosító fedezeteknél kedvezőbb biztosítékot nyújt, akkor ezen kedvezőbb biztosítékot a Társaság számára is egyidejűleg írásban felajánlja.”

Az adós nem alapíthat, nem vállalhat át terhet eszközein, és nem engedélyezheti azt érdekeltségei számára sem, kivéve a hitelszerződés mellékletében felsoroltakat.

A „teher” fogalmába tartozik az eszközök tekintetében bárminemű zálogjog – beleértve a törvényes zálogjogokat is –, elsőbbségi követelés, ellenigény, szavazati elsőbbségi jog, óvadék, opciós jog, beszámítási jog, elidegenítési és terhelési tilalom, szolgalmi jog, bérleti és használati jog, elő- és visszavásárlási jog, végrehajtási jog. Beletartozik továbbá egyéb más olyan teher vagy jogosultság is, amelyet a jogszabályok a szerződést biztosító mellékkötelezettségek körében szabályoznak, illetve amelyet a vagyontárgyra vonatkozó jogok körében (például a Ptk. szerinti dologi jogok) ismernek.

Az „eszközök” fogalmába beletartoznak az Szvt. szerint annak minősített eszközök, függetlenül azok feltalálási helyétől és attól, hogy azok az adós tulajdonában vannak, vagy a hitelszerződés aláírása után szerzi meg azokat.

A klauzula célja biztosítani azt, hogy az adós az eszközeit nem terheli meg, és így minden nem preferált hitelező követeléseit ki tudja elégíteni. A „nem preferált” hitelező a biztosítékkal (zálogjog, óvadék) nem rendelkező hitelező, aki a bírósági végrehajtás, illetve a felszámolás során nem kerülhet előnyös kielégítési rangsorba.

Közreadunk néhány pró és kontra-érvelést a klauzulával kapcsolatban, illetve ismertetjük a hitelezői és adósi érdekvédelem egyensúlya érdekében alkalmazható megoldásokat.

A hitelező érvei a klauzula mellett:

- a terhelési tilalom valamennyi nem preferált hitelező korrekt védelmét jelenti, és nem okozhat problémát az adósnak, amíg jövőbeni hitelezőivel is olyan keményen tárgyal, mint a jelenlegivel;
- az adós stabil pénzügyi helyzetét mutatja, ha nem preferált hitelezői bázison tud hitelt felvenni, így a klauzula az adóst pénzügyi helyzetének stabil megtartására ösztönzi;
- a klauzula megakadályozza a meg nem engedett terhek létesítését, és elősegíti a törvényes zálogjogok, illetve törvényen alapuló végrehajtási jogok elhárítását is. (Megjegyzem, hogy a törvényes zálogjogok elhárítása – tekintettel arra, hogy az bizonyos szerződésekhez fűződik, például a vállalkozási szerződéshez – együtt jár azzal, hogy ilyen típusú szerződéseket az adós ad abszurdum nem is köthetne, hiszen a zálogjog a díj erejéig automatikusan fennáll; az már más kérdés, hogy a szerződészerű fizetés esetén a zálogtárgyból nem elégítheti ki követelését a másik szerződő fél.)
- az „adósság” fogalma minél tágabb legyen;
- a szigorú megfogalmazás indokolt, de szükség esetén a klauzula alkalmazása alól lehetséges felmentés.

Az adós érvei a klauzulával szemben:

- ha a klauzula túl szigorú, és emiatt a mozgástér kevés, akkor helyzete romlik, ami veszélyeztetheti a hitel visszafizetését;
- ha egyszer elfogadja a szigorú megfogalmazást, azt a későbbiekben más hitelezők esetében sem tagadhatja meg;
- a felmentés nem a legjobb megoldás, tekintettel arra, hogy a hitelező diszkrecionális joga, és annak megadásáért általában ellenszolgáltatást kér.

Az adós a klauzula ellen három módon védekezhet:

- (i) megpróbálja az „adósság” fogalmát szűkíteni;
- (ii) megkísérli a tilalomból kizárni az „érdekeltségek eszközeit”;
- (iii) megpróbál jó alkupozíciót elérni az úgynevezett megengedett terhekkel kapcsolatban (lásd később).

A kompromisszum elérésének egyik eszköze [ld. később d) alatt] – az azonos rangsor elve a jelenlegi és jövőbeni hitelezők között. A hitelező egy további megoldást ajánlhat fel az adósnak a megterhelési tilalom enyhítésére: az adósnak kötelezettséget kell vállalni arra, hogy amennyiben mégis ad biztosítékot későbbi hitelezőinek, a jelen hitelező ugyanolyan biztosítékot kap, mint a későbbi hitelezők.

A nemzetközi gyakorlatban ez két módon kerülhet megfogalmazásra a hitelszerződésben:

- (i) a meglévő hitelezőt automatikusan úgy kell tekinteni, mint aki ugyanúgy biztosított, mint az új hitelező, vagy
- (ii) az adós külön kötelezettségvállalást tesz a megerősítő kötelezettségvállalások között, hogy a meglévő hitelezőnek ugyanolyan jellegű, rangsorú biztosítékot ad.

Az (i) alatti megoldás alkalmazására csak ott kerülhet sor, ahol a törvény erejénél fogva létesülhet zálogjog a meglévő hitelező javára az új hitelező zálogjoga keletkezésével egy időben (például az USA egyes államaiban). Nálunk ilyen törvényi automatizmus nem létezik.

A (ii) alatti esetben a legtöbb országban szerződésszegés miatti kártérítés megítélését kérheti – esetleges előzetes bírói intézkedés mellett – a régi hitelező e kötelezettségvállalás megsértése esetén.

Az LMA-dokumentáció alapul vételével az alábbi megoldást javasoljuk a klauzula megfogalmazására:

„Egyetlen kötelezett sem (ideértve az adós társasági csoport valamennyi tagját, amely kötelezettségbetartásának biztosítását adós vállalja) létesíthet vagy engedélyezhet biztosítékot eszközei felett.

Egyetlen kötelezett sem (ideértve az adós társasági csoport valamennyi tagját, amely kötelezettségbetartásának biztosítását adós vállalja)

– adhat el, ruházhat át vagy terhelhet meg bármilyen olyan módon olyan eszközöket, amelyeket a kötelezett visszalízingel(het) vagy visszaszerez(het);

– adhat el, ruházhat át vagy terhelhet meg követeléseket visszakereseti jog mellett;

– léphet olyan szerződésbe, amelynél pénz- vagy bankszámlával kapcsolatos kedvezmény vagy beszámítás alkalmazható;

– léphet más hasonló kedvezményes formájú szerződésbe, amely olyan ügyleteket eredményez, amellyel nő az adós pénzügyi kötelezettségvállalása, vagy eszközei finanszírozása következik be.

A klauzula nem alkalmazható

– bármely, a hitelszerződés mellékletében felsorolt létező biztosítékra;

– a normál üzletmenetben történő nettósításra;

– törvényes zálogjogra, illetve rendes üzletmenet alapján keletkező terhekre;

– bármely olyan biztosítékra, amelynek értéke a szerződésben meghatározott összeget nem haladja meg.”

A „biztosíték” kitétel a „teher” kitétellel azonos értelmű.

Ez utóbbi kivételek az ún. „megengedett terhek” (lásd később).

d) A meglévő hitelezőnek az új hitelezőkkel való azonos rangsorolása (pari passu)

Ez minden hitelszerződés alapvető követelménye. Ez az úgynevezett „pari passu”, azaz az azonos elbánás (azonos rangsor) megkövetelése. Az erre vonatkozó szavatossági nyilatkozatot az adós gazdasági-pénzügyi működésére vonatkozó nyilatkozatok között röviden már érintettük.

Ezen kötelezettségvállalás alóli mentesítési lehetőség az olyan helyzet létrehozása, amely kifejezett adósi kötelezettségvállalás mellett engedi helyrehozni azt az egyenlőtlenséget, amit az új hitelezők a korábbi hitelezők terhére a biztosítéknyújtás terén kiharcoltak maguknak.

Ha a szerződés tiltja azt, hogy az adós a hitelező előzetes írásbeli hozzájárulása nélkül más hitelezőknek biztosítéknyújtással a jelenlegi hitelező helyzeténél kedvezőbb helyzetet teremtsen, nincs helye automatikus mentesítésnek – azaz a régi hitelező javára újabb biztosítékok nyújtásának vagy azok felajánlásának –, miután az adós az új hitelezővel a kedvező biztosítéki feltételekkel létrejött megállapodást már megkötötte.

Megjegyezzük, hogy a *pari passu* klauzulát a nemzetközi gyakorlat nemcsak a biztosítéknyújtás terén fennálló azonos helyzet biztosítására használja. A sztenderd klauzula szerint sokkal tágabban vonják meg a felek a klauzula körét, azaz az adósnak vállalnia kell, hogy *„hitelszerződésbeni kötelezettségei a fizetéssel kapcsolatos jogok vonatkozásában azonosak minden más adósságával”*. (Az „adósság” fogalmát – a korábban ismertettek szerint – általában szűkítik a hitel- és kölcsön jogviszonyokból származó kötelezettségekre.) A megfogalmazás teret ad bármilyen fizetéssel kapcsolatos preferencia nyújtásának tilalmára (például haladék, elengedés), és általában azt a célt szolgálja, hogy felszámolásnál (nem kizárólag) a klauzula alá tartozó hitelezők azonos helyzetbe kerüljenek.

Bár a szövegezés túl tág – a többségi jogi álláspont szerint –, a klauzula nem vonatkozik a preferált hitelezőkre, a gyakorlati jogászok az egyértelműség kedvéért mégis javasolják a szövegben annak kifejezett leszögezését. A klauzulában az azonos rangsor alkalmazását a *„nem preferált (nem biztosított) és nem alárendelt hitelezők”* követeléseit tekintetében célszerű előírni.

Idézünk egy, a magyar hitelezési gyakorlatban használt *pari passu* (egyenrangúsági záradékot) az Erste Faktor Zrt. üzletszabályzatából: *„Pari passu (egyenrangúsági záradék) az ügyfél azon nyilatkozata, amelyben kötelezettséget vállal arra, hogy eddig, illetve a jövőben felvett hitelek biztosítékai nem nyújtanak kedvezőbb pénzügyi vagy jogi helyzetet más hitelezőknek, továbbá ezen biztosítékok vagy kötelezettségvállalások más hitelezők részére nem nyújtanak kielégítési elsőbbséget, mint amit ügyfél bármely szerződésben a társaság számára biztosított.”*

e) Megengedett terhek klauzulája

A kompromisszum elérésének másik eszköze a megengedett terhek klauzulája.

A *pari passu* klauzulánál követendőbb megoldásnak kínálkozik az úgynevezett „megengedett terhek” klauzulájának kielégítő megszövegezése, amely bizonyos körben lehetővé teszi preferált hitelek létesítését.

A kikötés megfogalmazása mindig az adós konkrét üzleti tevékenységétől függ.

Mint minden lényegi klauzulánál, itt is jelentős érdekkonfliktusok támadhatnak a hitelező és az adós között. A hitelező természetesen minél szigorúbb megfogalmazást akar, megindokoltatva az adóssal minden egyes kivételnél, hogy miért szükséges ez a preferált hitel a működéséhez, vagy azt, hogy annak biztosítása miért nem sérti a hitelező érdekeit. A hitelező engedékenyebb, ha a biztosított hitelezés már régóta jellemző finanszírozási formája az adósnak.

Az adós általában azzal érvel, hogy bizonyos terhek már léteznek hitelnyújtáskor, vagy azok létét a normál üzletmenet szükségessé teszi. Az adós ugyanis szeretné fenntartani a biztosítékokkal nyújtott hitelfelvétel jogát, minthogy a biztosított hitelek kondíciói általában kedvezőbbek. Ezen felül – a normál üzletmenet biztosítása érdekében – csak a terheknek egy meghatározott összeg feletti szigorítását tartja elfogadhatónak.

Lássunk tehát egy tipikus, nemzetközileg használt klauzulát!

„Megengedett terheknek tekintendő az alábbiak bármelyike:

- az adókból és egyéb közterhekből eredő, még nem esedékes teher, vagy amelynek érvényességét az adós bírósági eljárás keretében jóhiszeműen vitatja, ha a hitelező véleménye szerint (i) az ilyen terhek megfizetésére az adós megfelelő tartalékot képzett, illetve (ii) az azokból származó kötelezettség nagysága nem veszélyezteti a hitelszerződés szerinti biztosítékokat;
- a bírósági ítéletről vagy bármiféle, az adós ellen indított eljárásból származó követelésből (a „követelés” fogalma felöleli az igényt, kötelezettséget, követelést) eredő teher, amelyet az adós a megfelelő jogi eljárás keretében jóhiszeműen vitat, és amelyre a hitelező véleménye szerint (i) az adós megfelelő biztosítékot nyújtott a hitelező számára, vagy (ii) az azokból származó teher nem veszélyezteti a hitelszerződés szerinti biztosítékokat;
- a törvényes zálogjogok, amelyek még nem esedékes kötelezettségekhez fűződnek;
- az ingatlanhoz fűződő teher, ha az a hitelező megítélése szerint kis jelentőségű az ingatlan-nyilvántartásban történő bejegyzésnél; telki szolgalmi jogok, feltéve mindkét esetben, hogy a terhek az ingatlan használhatóságát és piaci értékét jelentős mértékben nem befolyásolják;
- a bérleti/lízing jogviszonyból, licencből, franchise-ból származó jogok; az adós szerződéseivel, tenderrel kapcsolatos letéti biztosítékok, az adós üzletvitelével kapcsolatos, a jogszabályok által előírt teljesítési garanciák, vámkezessegek, peres eljárásokkal kapcsolatos költségletek;
- a hitelező javára a hitelszerződés keretében nyújtott biztosítékok.”

Egy, a magyar bankgyakorlatban használt illusztráció a megengedett terhekre:

(Mint majd látjuk, igen fontos a precíz megfogalmazás, mert ez a klauzula a hitelszerződés egyik sarkalatos hitelezővédelmi kikötése.)

„Megengedett terheknek tekintendő az alábbiak bármelyike:

(i) a jogszabály által alapított terhek és ügyleti biztosítékok;

(Véleményem szerint a pontatlan megfogalmazás miatt kérdéses, hogy az ügyleti biztosítékok mely körére gondolnak a felek; esetleg valamennyi, a jogszabály által lehetővé tett szerződést biztosító mellékkötelezettségre? A vitatható értelmezés szerint akár az összes szóba jöhető biztosíték nyújtása mellett jogosult az adós további kötelezettségeket vállalni.)

A szóban forgó szerződésben a „teher” fogalma az alábbiakat jelenti: „a zálogjogot vagy egyéb olyan terhet, amely bármely természetes vagy jogi személy bármely kötelezettségét biztosítja, így a bankügyletek tekintetében fennálló, Ptk. szerinti beszámítási jogot vagy egyéb olyan, bárminemű jogot biztosító megállapodást, amelynek a fentiekhez hasonló joghatása van”. Ugyanakkor az idézett megfogalmazás szerint megengedett terhek csak a jogszabály által alapított terhekre korlátozódnak. Az ügyleti biztosítékok fogalmát nevezett szerződés nem definiálja, de azok részben lefedik a teher fogalmát.

(ii) a vagyontárgyak megvásárlásakor az adott vagyontárgy értéke erejéig alapított terhek és ügyleti biztosítékok [lásd az (i) alatt];

(iii) a hitelintézetek által nyújtott hitelek fedezetül alapított terhek és ügyleti biztosítékok, feltéve, hogy az így alapított terhek és ügyleti biztosítékok együttes értéke az adós vagyoni értékének (amely az adós teljes vagyonát jelöli, csökkentve a nem vagyoni javakkal és a kötelezettségvállalásokkal) 20%-át nem haladhatja meg;

(Megjegyzés: a nem vagyoni javak és kötelezettségvállalások fogalma a szerződésben nem tisztázott, így a számítás bizonytalanságot rejt magában [a teher és ügyleti biztosítékok fogalmát illetően lásd az (i) alatti megjegyzéseket].)

(iv) az adós által kötött kamat és/vagy devizafedezeti ügylet kapcsán keletkező beszámítási jog;

(v) minden olyan teher, amelyhez a hitelező előzetes hozzájárulást adott.”

Az idézett megfogalmazás két dologra világít rá: a fogalmazás precizitásának szükségességére, és arra, hogy a kivételek köre idomul az adós konkrét körülményeihez.

2.2.2. Megerősítő kötelezettségvállalások

E kötelezettségek többnyire információszolgáltatásban nyilvánulnak meg.

A megerősítő kötelezettségvállalások – többek között – lefedik a pénzügyi beszámolókat, a kintlévőségekről szóló jelentés, a környezetvédelmi jelentés szolgáltatására vonatkozó kötelezettségeket.

2.2.3. Speciális kártalanítási típusú kötelezettségvállalások

A nemzetközi hitelszerződések két kockázatallokáló klauzulával igyekeznek meggátolni, hogy a hitelező kockázata megnövekedjen, ezáltal a kalkulált haszna csökkenjen.

E leginkább hitelezőcentrikus klauzulák felvethetnék a hatósági ellenőrzés szükségességét, bár az Európai Unióban is csupán a fogyasztói kölcsönök terén létezik a fogyasztóvédelem útján megvalósuló hatósági ellenőrzés. A magyar bankfelügyeleti gyakorlatban sem jellemző a túlzottan hitelezőbarát kikötések felülvizsgálata. A fogyasztói kölcsönön kívül a szerződéses szabadság elvének alkalmazása rendelkezik prioritással.

i) Megnövekedett költségek klauzulája

A kikötés két alaphelyzetet takar: ha a hitelező számára (i) a jogszabályok megváltozása, vagy (ii) a tartalékelőírások miatt megrágnak a hitel fenntartása, annak költségeit az adósnak kell viselnie. Ennek indoka az, hogy a hitelező a hitelszerződés megkötésekor az akkor érvényben lévő szabályozás (például tartalékelőírások) alapján árazza be a hitelnyújtás feltételeit. Az árazás a bank haszonrésében (kamatfelár) ismerteti el az adóssal a hitelkockázatot, és az adós „személyében” rejlő kockázat mellett kalkulálja a hitelező azon hasznát is, amely az általa a hitelfinanszírozáshoz felvett forrásokra fizetett kamat felett jelentkezik. A bankok kihelyezése (betétállománya) és forrásállománya (hitelállománya) általában azok egymással való megfeleltetésén („matching”) alapul.

Amennyiben a számítás megdől, a hitelnyújtás drágulását az adósnak kell megfizetnie. Természetesen ez esetben a költségnövekedést megfelelő módon dokumentálni kell.

A megnövekedett költségek viselésére nézve az LMA-dokumentáció az alábbi ajánlott szövegezést alkalmazza:

„A megnövekedett költségek a jogszabályok vagy szabályozásokban bekövetkezett változások vagy annak interpretálása, illetve alkalmazása miatt a hitelszerződés aláírása után keletkező olyan költségek, amelyek

– a hitel megtérülési rátájának csökkenéséből, vagy a hitelező általános tőkehelyzetéből adódnak;

– pótlólagos többletköltséget jelentenek;

- a hitelszerződés alapján esedékes és fizetendő összegek csökkenését eredményezik,
- és annak a következményei, hogy a hitelező a hitelszerződést megkötötte, és kötelezettséget vállalt a finanszírozásra. Kivételként szerepelnek azon költségek, melyek a jogszabály előírása alapján bekövetkező adócsökkentés miatt állnak elő; külön költségátalánnyal fedezettek a hitelszerződésben, illetve amelyek abból erednek, hogy a hitelező szándékosan megsértette a jogszabályt.”

ii) A tőke megfelelési mutató változásából eredő költségek áthárítása.

A Financial Law Review egyik cikkírója taláiban jegyzi meg: „A legjobb, amit e klauzuláról az adós számára el lehet mondani, az, hogy koleszterinmentes; minden egyéb vonatkozásban sérti az adóst.”

A klauzula célja – elnevezésének megfelelően – a tőke megfelelési mutató növeléséből származó költségvonzatoknak az adóra történő áthárítása.

A bevezetés alatt álló Bazel II. normával kapcsolatos költségáthárító klauzula módosított megfogalmazására még típusklauzulát sem találtam.

Az 1988. évi bázeli norma – közös definíció a banki tőke minősítésére, az eszközök és mérlegen kívüli tételek mérésére – szabályozza e mutató nagyságát. A tőke megfelelési mutató a szavatoló tőke (saját tőke és források) korrigált mérlegfőösszeghez viszonyított arányát mutatja, amelynek mértéke a bank fizetőképességének fenntartása és a kötelezettségek teljesíthetősége érdekében 8% (ezt tükrözi a Hpt. 76. §-a is).

Ahhoz, hogy a bankok a szükséges tőke megfelelést elérjék, meglévő hiteleiket kell eladniuk, vagy tőkét kell emelniük. Az adósra nézve mindkettő költségvonzattal jár.

A klauzula kétféle megfogalmazása szokásos:

- az adós kártalanítást köteles fizetni a hitelező részére, ha a tőke megfelelésében bekövetkezett változás a megtérülés mértékét az adósra nyújtott hitel miatt csökkenti;
- az adós köteles minden olyan többletköltséget megfizetni a hitelezőnek, amely a bank többletköltségét a tőkenöveléssel kapcsolatban megtéríti.

A megfogalmazásnak olyan módja is elképzelhető, amely a jogszabályváltozásból, a tartalékelőírások megváltozásából és a tőke megfelelési mutató változásából eredő költségnövekedést egy klauzulában szabályozza.

Ahogy azt már megszoktuk, a kikötés bármely megfogalmazása viharos érveléshullámokat okoz a két ellentétes póluson.

A hitelező érvei igen egyszerűek: ha a kockázatkalkulálás alapja változik, és az a költségnövekedés miatt hátrányos a hitelezőnek, az adós köteles azt megtéríteni. A hitelező véleménye szerint ez egy sztenderd kikötés egyébként is, amelynek elmaradása gátolná a hitelező számára az esetleges későbbi szindikálást, azaz más hitelezők utólagos bevonását a hitelszerződés szerinti finanszírozásba.

Az adós sokszínűbben érvelhet:

- Igaz ugyan, hogy a tőke megfelelési követelmények változása során előálló többletköltségek megtérítéséről szóló klauzula hasonló a tartalékelőírások, illetve a jogszabályváltozások következtében előálló, megnövekedett költségek megtérítését előíró klauzula indítékához, de míg az utóbbiak tranzakcióspecifikusak, azaz a konkrét adós konkrét hiteléhez kapcsolódó költségeket hárítják át, addig a bank tőkéjéhez kapcsolódó többletköltségek általános banküzemi költségek (mint például a banki alkalmazottak bére). Ezért az adott hitelre eső negatív hatásuk nem számszerűsíthető. Ugyan-

akkor az egészséges tőkeszerkezet segíti is a bankot versenyképessége növelésében, olcsóbb betétekhez jutásában. Ennek elérése – akár a bank önszántából, akár hatósági előírás következtében – miért lenne az adós terhe?

- Hivatkozhat az adós az „egyirányú utca” hasonlatra is: ha a hatósági előírások következtében (például a környezetvédelmi előírások szigorodása miatt) az adósnak többletterhei keletkeznek, emiatt a hitelező soha nem ajánl fel kedvezőbb kondíciókat, tehát nem lesznek kedvezőbbek a kölcsöntörlesztési feltételek. Ugyanez érvényes arra a helyzetre is, ha a tőkemegfelelési előírások csökkennek: a kamatterheket ez sem csökkenti.

A szindikált hiteleknél további problémát jelenthet, hogy a klauzula különféle tőkemegfelelési mutatóra vonatkozó meghatározást enged az egy szindikátusban részt vevő, különböző bankok számára. Az adósnak tehát elemi érdeke lehet a hitelezők pénzügyi „egészségét” vizsgálni a kölcsön futamideje alatt. Például, ha egy gyenge bank kerül be a szindikátusba, az növelheti a klauzula alkalmazásának veszélyét. Ezért az engedményezési klauzula megfogalmazásánál az adós kikötheti, hogy a hitelezői oldalon csak olyan engedményezésre kerülhet sor (a hitelező csak olyan másik hitelezővel „cserélhet helyet” a jogosulti pozícióban), amely nem jelent többletköltséget az adósra nézve.

A megszövegezésnél a felek általában a következő vezérelveket követik: a bank csak az általában alkalmazandó tőkemegfelelési mutató változásából eredő költségeket háríthatja át, azaz az 1988. évi bázeli norma szerinti, minimális tőkemegfelelési szabályok módosulásából eredő többletköltségeket; és nem alapíthatja a bank saját belső tőkemegfelelési politikájában bekövetkező változásokra a többletköltség-megtérítési igényt. A szindikátusnál nem a „gyenge” bankra alkalmazandó, egyedi tőkemegfelelési mutató változása a mérce a keletkezett többletköltség-kalkuláció alapul vételéhez.

A költségmegtérítés igénye csak a hitelszerződés aláírása utáni változásokra vonatkozhat.

A hitelszerződés tartalmazza továbbá a hitelező és adós közötti kompromisszum elérése érdekében:

- a többletköltség-igény kalkulálási módjának meghatározását;
- a hitelező részéről történő kötelezettségvállalást arra, hogy e tekintetben valamennyi adósa azonos elbánásban részesül;
- a hitel visszafizetésének külön díj nélküli megengedését;
- néhány hónapos előzetes értesítés szükségességét a költségfelszámításhoz.

A költségnövekedésre vonatkozó klauzula különös jelentőségre tesz szert a Bázel II. bevezetésével.

A Bázel II. mint a bankok kockázatfelmérésének és kockázatuk fedezésére szolgáló kötelező tőkeallokáció új standardja a kisebb vállalkozások mint adósok számára a hitelfelvételnél költségnövekedést jelenthet. A kockázatméréshez választott módszer, a begyűjtendő információk körének szélesítése megnövekedett banki költségeket indukál. A banki stratégia kérdése, hogy mennyiben hárítják át ezen költségeket az ügyfelekre. A Bázel II. kapcsán kialakuló banki gyakorlat feltehetően a későbbiekben majd sok vitára ad okot a klauzula költségtelepítő megfogalmazásával kapcsolatban.

2.2.4. Pénzügyi kötelezettségvállalások

A pénzügyi beszámolóknak és egyéb, az adós pénzügyi helyzetére, gazdálkodására vonatkozó információknak levő adatok ellenőrzése céljából, illetve a fizetésképtelenségi kockázatok becsülésének számszerűsítésére pénzügyi aránymutatókat alakítottak ki. A mutatók által fenntartandó arányszámot a hitelszerződés rögzíti, és megfelelő időszakonként (például pénzügyi beszámoló szolgáltatásának időpontja) előírja annak újbóli dokumentálását. A mutatók egyik része a mérlegadatokra, a másik része pedig az eredménykimutatás adataira támaszkodik a mutatók képzése során.

i) A mérleg adataiból számítható mutatók

E mutatók azt számszerűsítik, hogy az adós milyen terjedelemben használ idegen pénzeszközök eszközei finanszírozásában.

- Az egyik leggyakrabban alkalmazott mutató az adósságarány-mutató („debt ratio”), amely az adós cég valamennyi (rövid és hosszú lejáratú) adósságát viszonyítja összes eszközei értékéhez. A mutató kifejezi annak a védelemnek a mértékét, amit a saját tőke nyújt a hitelezők számára. A magas adósságarány nagyobb kockázattal jár a hitelező számára, és egyben nehezíti az adós további hitelfelvételeit.
- A másik általánosan használt mutató az adósság- és sajáttőkearányt („debt equity ratio”) mutatja oly módon, hogy számlálójá az adós összes kötelezettségét tartalmazza, míg nevezője a számviteli szabályoknak megfelelően kalkulált saját tőkét.

A fenti mutatók hátránya az, hogy statikusak, azaz nem adnak információt a cég folyó fizetőképességéről, a fizetendő kötelezettségekről. Minthogy gyakran nem is maga az adósság nagysága, hanem a fennálló adóssággal kapcsolatos fix pénzügyi terhek időbeli alakulása korlátozza az adós hitelfelvevő képességét, ezért jelentőségük van az eredménykimutatás adataira támaszkodó mutatóknak is.

ii) Az eredménykimutatás adataira támaszkodó mutatók

Az úgynevezett fedezettségi mutatók („coverage ratios”) már több információval szolgálnak az adós jövedelmének és az adóst terhelő fizetési kötelezettségeknek a viszonyáról.

Ezek közül a legjellemzőbbek:

- A kamatfedezettségi mutató („interest coverage ratio”) az adó- és kamatfizetés előtti jövedelemnek az adós éves kamatfizetési kötelezettségéhez mért viszonyát térképezi fel. Így megmutatja azt a határértéket, hogy a jövedelem milyen mértékű csökkenése mellett tud még az adós kamatot fizetni. A mutató hátrányaként értékelhetjük, hogy nem mutatja meg azt, hogy a tőketörlesztésnek, a lízingdíj-fizetésnek és más fix pénzügyi kötelezettségének az adós hogyan tud megfelelni.
- Az adósságszolgálati mutató („debt service ratio”) az adós adó- és kamatfizetés előtti jövedelmének a teljes fix kötelezettségállományához mért viszonyát jelölő mutatószám. (Az egyik leggyakrabban használt arányszám.)

A jogász feladata a mutatókkal kapcsolatban elsősorban az, hogy megértse, milyen mutató szerződésbeli beépítésére van szükség az adott körülmények között, valamint a tesztelés időpontjának a meghatározása (például negyedév).

E helyütt említjük, hogy a projektfinanszírozás elemzésekor még újabb pénzügyi mutatók ismertetésére is szükség lesz.

2.3. *Lehívási feltételek („conditions precedent”)*

Ahogy azt a Ptk. is előírja, a hitelező kölcsönfolyósítási kötelezettsége csak meghatározott feltételek bekövetkezése esetén áll fenn. Ezek olyan felfüggesztő feltételek, amelyek az egyik fél szolgáltatását hatályba léptetik (hasonlóan a szerződés hatályának beálltához fűzött felfüggesztő feltételekhez), nemteljesítésük esetén pedig a Ptk. 524. §-ában írt következményekhez vezetnek, azaz a hitelező megtagadhatja a kölcsönösszegek átadását (elállhat a szerződéstől).

A lehívási feltételek teljesítése meghatározott dokumentumok szolgáltatásában áll, így az adósnak csatolnia kell:

- az alapító okiratának és módosításainak az adós erre felhatalmazott tisztségviselője (például vezető jogtanácsos) által hitelesített másolatát;
- az adós 30 napnál nem régebbi cégkivonatát;
- az adós igazgatóságának az alapító okirat/alapszabály vagy társasági szerződés szerint erre illetékes testületének – a hitelszerződés aláírását és teljesítését jóváhagyó határozatát, amelyben felhatalmazzák az adós nevében az aláírásra jogosultakat;
- az aláírásra jogosultak cégjegyzési címpéldányait, illetve, ha nem a cégkivonatban megjelölt személyt hatalmazzák fel a hitelszerződés aláírására, az arra vonatkozó, szabályszerűen előállított meghatalmazást;
- az adós független jogi képviselőjének jogvéleményét a hitelszerződés mellékletében meghatározott tartalommal;
- a hitelezők független jogi képviselőjének jogvéleményét a hitelszerződés mellékletében meghatározott tartalommal (a jogvélemények szükséges tartalmi elemeit később érintjük);
- a biztosítéki dokumentumok aláírását és – amennyiben szükséges – az ingatlan-nyilvántartásban az ingatlan-jelzálogjog, illetve a közjegyzői nyilvántartásban az ingó jelzálogjog és a vagyont terhelő zálogjog bejegyzésének megfelelő igazolását, ingatlan esetén tulajdonilap-másolattal, ingó- és vagyont terhelő zálogjog esetén közjegyzői tanúsítvánnyal, illetve más biztosítékok esetén a jogszabályban, illetve a felek által a hitelszerződésben meghatározott formában;
- a lehívási értesítést;
- nyilatkozatot arról, hogy nincs szerződésszegés vagy szerződésszegésre okot adó körülmény;
- nyilatkozatot arról, hogy adós teljesítette a hitelszerződésben vállalt kötelezettségeit, és szerződéses nyilatkozatai („representations and warranties”) valóságosak és teljesek.

A nemzetközi gyakorlatban két olyan további lehívási előfeltételt érdemes megvizsgálni, amely a hazai hitelezésben is jelen van, de a nemzetközi hitelezésben használt formában Magyarországon nem tekinthető általánosnak; valamint itt érintjük a fent már említett jogvélemény(ek) részletes tartalmi elemeit is:

- (i) nyilatkozat arról, hogy nem következett be lényegi kedvezőtlen változás („material adverse change”, népszerű angol rövidítése szerint „MAC”);
- (ii) átvilágítási követelmények teljesítése;
- (iii) jogvélemény(ek).

2.3.1. A MAC („lényeges hátrányos változás”) klauzula

A lényegyet tekintve, a Ptk. is ismeri a kölcsönfolyósítás megtagadásának lehetőségét, „*ha az adós körülményeiben olyan lényeges változás állott elő, amely miatt a szerződés teljesítése többé el nem várható, vagy a szerződés megkötése után olyan körülmények következtek be, amelyek miatt azonnali hatályú felmondásnak van helye*”.

A Ptk. azonban csak objektív alapú megtagadásnak enged teret, ha a hitelező bizonyítja, hogy például az adós vagyoni helyzetének romlása vagy fedezetelvonásra irányuló magatartása veszélyezteti a visszafizetést.

A nemzetközi hitelezési gyakorlatban ahhoz, hogy egy adós igényt tarthasson a hitelösszegek folyósítására, külön felelősségvállaló szerződéses nyilatkozattal kell szavatolnia, hogy egy bizonyos időpont óta (ez általában az utolsó pénzügyi kimutatás időpontja) nem történt lényegi kedvezőtlen változás üzletvitelében, eszközeiben, működésében, pénzügyi vagy egyéb feltételeiben, üzleti kilátásaiban. E nyilatkozatnak folyamatosan valóságnak kell lennie ahhoz, hogy a folyósításra igényt tarthasson.

A nemzetközi gyakorlat megközelítési módja tehát éppen a fordítottja a hazainak: ott az adós szavatolja, hogy nincs kedvezőtlen változás, míg a Ptk. szerint a hitelező bizonyítja, hogy van kedvezőtlen változás.

Emellett a megfogalmazás elvisz a szubjektív megítélésű elemek felé, hiszen minden olyan esemény vagy körülmény bekövetkezte „*lényegi kedvezőtlen változásnak*” minősülhet, amely a hitelező „*ésszerű elvárása*” mellett lényegesen kedvezőtlenül befolyásolhatja az adós képességét a hitelszerződésből eredő kötelezettségei teljesítésére. Az „*ésszerű elvárás*”, amely „*lényegesen kedvezőtlenül befolyásolhatja az adós képességét*”, teret enged a bank értékítéletének, nem is szólva arról, hogy az „*üzleti kilátások*” hatása sokszor nehezen mérhető.

A méltánytalannak látszó megközelítés kiegyenlítésére és a pontos megfogalmazás szükségességének hangsúlyozására a Financial Law Review szerint a bírói gyakorlat adósvédelmi ítéleteket alkotott, például az alábbiakat:

- egy jogvitában a lényegi kedvezőtlen változás (MAC) nemléte az olajipari berendezésekben, vagyontárgyakban lehívási előfeltételként volt meghatározva a hitelszerződésben. Az olajárak esése miatt a MAC-re való hivatkozást a bíróság elutasította, mert a vagyontárgyakra való utalást azok fizikai meglétére, tulajdoni státuszára és nem értékváltozásukra vonatkoztatta;
- a MAC-re való hivatkozást a bíróság elutasította olyan esetekben is, amikor a piaci körülmények ugyan negatívan változtak, de a hitelfelvétel kormánygarancia mellett történt;
- a bíróság helyt adott az adós azon védekezésének, hogy a hitelező a hitelszerződés megkötésekor is tudott a MAC-ról;
- a bíróság kimondta továbbá, hogy ha a MAC nem tartalmaz az adós jövőbeni kilátásaira, illetve jövőbeni kötelezettségei teljesítésének képességére kifejezett utalást, a klauzulát kiterjesztően nem lehet értelmezni;
- a bíróság egyik ítélete szerint a valutaérték romlása csak akkor releváns a MAC alkalmazásánál, ha az közvetlenül érinti az adóst, és pénzügyi kimutatásaiban, piaci helyzetében idéz elő negatív hatást.

A bírósági ítéletek óva intenek a klauzula bizonytalan helyzetben való alkalmazásától, ugyanis kártérítés állapítható meg az adós javára, ha arra a hitelező – még jóhiszeműsége esetén is – indokolatlanul hivatkozik. Gondoljunk csak arra, hogy a MAC-re történő hivatkozás mint szerződészegés az adós más szerződéseinek egész láncolatát taszíthatja szerződészegésbe (lásd „cross default”), amely ad absurdum valamennyi kötelezettségét egyszere esedékessé teheti. Ha a fizetési képtelenség miatt az adós ellen felszámolás indul, a kártérítés megítélése az adós részére jogosnak látszik.

Emiatt a hitelezők meglehetősen óvatosan alkalmazzák a MAC-klauzulát; annak deklarálása előtt megvizsgálják:

- van-e más, konkrét szerződészegési ok;
- ha nincs, analizálják, hogy a megfogalmazás lefedi-e a ténylegesen bekövetkezett helyzetet, például az adós kilátásaira való hivatkozás része volt-e a megfogalmazásnak;
- a szerződéskötéskor volt-e a hitelezőnek tudomása a MAC-ről, vagy hozzájárult-e annak előidézéséhez;
- a kedvezőtlen gazdasági helyzetnek van-e az adósra gyakorolt konkrét hatása;
- fennállhat-e a megalapozatlan hivatkozás veszélye, és melyek lehetnek annak jogkövetkezményei.

Közreadunk egy, a magyar gyakorlatban alkalmazott MAC-klauzulát:

„Az ügyfél 3 banki munkanapon belül köteles értesíteni a társaságot, ha gazdálkodásában, gazdasági helyzetében a kötelezettségei teljesítését befolyásoló negatív változás következik be, illetve amennyiben máshol fennálló bármely fizetési kötelezettségének, különösen köztartozásainak, határidőben nem tesz eleget. Ugyanezen értesítési kötelezettség terheli az ügyfelet abban esetben is, ha tudomására jut, hogy a fenti események a szerződéshez biztosítékot nyújtó harmadik személy vonatkozásában merülnek fel.”¹⁰

2.3.2. Az átvilágítási követelmények („due diligence requirements”) teljesítése

Az átvilágítási eljárásokat legelőször talán a privatizáció kapcsán a külföldi befektetők nagy számú adásvételi tranzakciója honosította meg.

Ahhoz, hogy a szerződésbeni nyilatkozatok, kötelezettségvállalások a tényleges helyzetre adaptálhatók legyenek – ne „konyhakész” szerződéseket kényszerítsen rá az erősebb szerződő fél a gyengébbre –, kielégítő konkrét információval kell rendelkezni a főkötelezett (hitelszerződésnél az adós) jogi és pénzügyi helyzetéről. Az átvilágítás tehát az objektív tisztánlátás eszköze.

Az átvilágítás lehet pénzügyi és üzleti, és/vagy jogi jellegű. A pénzügyi és üzleti átvilágítások célja, hogy a hitelező tiszta, lényegre törő, átfogó és megbízható képet kapjon az adós pénzügyi, gazdasági működésére és piaci pozíciójára vonatkozóan, rávilágítson az adós társaság működéséből adódó és feltárható problémákra. Az átvilágítás tehát komplex jellegű, a pénzügyi átvilágítás kiterjedhet a vállalati szervezet, üzletmenet bemutatására, pénzügyi információk (éves beszámolók, eredménykimutatás, mérleg) elemzésére, különös tekintettel az adós finanszírozási helyzetére, hitelállományára, függő kötelezettségeire, céltartalék-képzésre.

A gazdasági átvilágítás az adós jelenlegi működésének, jövőbeni várható nyereségeségének vizsgálatát célozza, feltárva a hitel visszafizetésének forrásait, az adóátvilágítás pedig annak felderítésére vállalkozik, hogy az adóelszámolásból adódó hibákat, azok nagyságrendjét felmérje, kiküszöbölendő az adós mérlegsorainak, illetve az eredménykimutatós tételeinek módosítását.

A jogi jellegű vizsgálat a jogi kockázatokat hivatott feltárni és értékelni; mégpedig azokat a lényeges kockázatokat, amelyeknek az árban (hitelszerződés esetében a kamatrésben) tükröződniük kell. A feltárt lényegi jogi és üzleti elemek, hiányosságok alapozzák meg és töltik meg tartalommal a szerződéses nyilatkozatokat és kötelezettségvállalásokat, megálapítások tárgyát képezik továbbá az adós független jogi szakértője által kiadandó jogvéleménynek is.

Természetesen a hitelező tudomásszerzése nem váltja ki a nyilatkozattételi kötelezettségeket, de – véleményem szerint – az adatközlés alapul szolgálhat a kölcsönösszeg átadásának megtagadását megalapozó körülmények szerződéskötéskori fennállását illető, hitelezői tudomás megítéléséhez.

Az átvilágítás a dokumentumok vizsgálatán, a szóbeli információszerezésen, valamint a nyilatkozatok bekérésén alapszik.

Terjedelmét tekintve beletartozik:

- a társasági dokumentáció jogszabályoknak/belső szabályzatoknak való megfelelésének ellenőrzése;
- az adós gazdasági működéséhez szükséges engedélyek meglétének és érvényességének vizsgálata;
- az adós ellen vagy által indított, bizonyos összeghatár feletti peres és nem peres eljárások vizsgálata;
- az adós működéséhez szükséges lényegi szerződések jogi szempontú áttekintése, a nem piaci alapon kötött szerződések, illetve a szokásos üzleti működésen kívüli szerződések feltérképezése;
- a szellemi alkotásokkal kapcsolatos szerződések elemzése;
- az adós eszközeinek megszerzésével és az azokhoz kapcsolódó biztosításokkal összefüggő jogi dokumentáció vizsgálata, különös tekintettel a biztosítékként felajánlott eszközökre;
- az adós pénzügyi kötelezettségvállalásainak elemzése;
- a környezetvédelmi kérdések vizsgálata.

A lehívási feltételek között megjelölt átvilágítási követelmények az adott hitelszerződésben foglalt kívánalmaknak megfelelően jelenthetik a biztosítási szerződések áttekintéséről szóló jelentést, a más pénzügyi kötelezettségvállalások vizsgálatáról szóló riportot – különös tekintettel arra a körülményre, hogy szükséges-e más hitelező hozzájárulása a hitelszerződés alapján történő kölcsönösszeg igénybevételéhez –, és hogy azt megszerezte-e az adós; valamint a környezetvédelmi auditról szóló tanulmányt.

A lehívási feltételek között a hazai bankgyakorlatban is kiemelt szerepet játszik a jogvélemény, amelynek tartalmi elemeit itt szeretnénk röviden érinteni.

2.3.3. Jogvélemény

A lehívási feltételek egyik jelentős garanciális eleme az adós által megbízott, a hitelezők által elfogadott ügyvéd jogvéleménye. A jogvélemény biztosítékot jelent a hitelező számára bizonyos jogi szempontból fontos körülmények megerősítésére. Ezek egy része az adós jogi státuszával, szabályszerű működésének deklarálásával, más része pedig a hitelszerződés érvényességével, érvényesíthetőségével függ össze.

A jogvélemény pontos koreográfia szerint készül. Ennek oka, hogy a jogászok igyekeznek jól körülírni felelősségük terjedelmét: először is megjelölik az általuk megvizsgált dokumentumokat. Ennek akkor van különös jelentősége, amikor az ügyvéd egy kész dokumentumsomagról mond véleményt, tehát amikor nem vett részt annak elkészítésében, a hitelügylet megtárgyalásában.

A dokumentumok körébe beletartoznak – a hitelszerződésen és mellékletein túl – az adós társasági alapidokumentumai, engedélyei, aláírási jogosultjainak felhatalmazása, valamint a szerződés aláírására való társasági felhatalmazás.

A vizsgálandó dokumentumok vizsgálatánál az ügyvéd feltételezéseket („assumptions”) rögzít, amelyek a dokumentumok valóságára, változatlan voltára vonatkoznak, értékelve az alapszabály/társasági szerződés esetleges korlátozó rendelkezéseit. Ha a szerződés bizonyos vonatkozásaira idegen jog alkalmazandó, megszorítások teendők az idegen jog nem ismeretére vonatkozóan is.

A jogvélemény lényegi része a *tények tanúsítása*:

- (i) az adós meghatározott időpontban megalakult gazdasági társaság, amely szabályosan, a (magyar) jog szabályainak megfelelően jött létre és működik;
- (ii) az adós szabályszerűen aláírt társasági szerződése/alapító okirata/alapszabálya és a működéséhez szükséges engedélyek birtokában folytatja tevékenységét;
- (iii) az adós rendelkezik a szükséges társasági felhatalmazásokkal a hitelszerződés megkötésére és teljesítésére; a hitelszerződést az adós jogszerűen írta alá, és az adós érvényes, jogilag kötelező erejű kötelezettségét képezi, és végrehajtható az alkalmazandó jog alapján. Ha idegen jog uralma alatt álló szerződésről van szó, a jogvéleményben legalább annyit tanúsítani kell, hogy a szerződésnek az idegen jog alkalmazása alá eső klauzulái végrehajthatóak a magyar jog szerint, azok a magyar közrendbe nem ütköznek;
- (iv) a hitelszerződés megkötése nem sérti az adós alapító dokumentumait vagy a jogszabályokat (célszerű behatárolni a jogszabályok körét azokra a publikus jogszabályokra, amelyek a Magyar Közlönyben megjelennek);
- (v) minden engedély, jóváhagyás, regisztráció, társasági felhatalmazás az adós rendelkezésére áll az alapító dokumentumokban írt működéséhez, a hitelszerződés és mellékletei aláírásához, valamint azok teljesítéséhez;
- (vi) az adós hitelszerződésbeni adóssága közvetlen, feltétel nélküli, nem preferált (nem biztosított) adósi kötelezettségvállalás, amely a fizetés tekintetében legalább azonos rangsorú az adós többi, nem preferált adósságával, kivéve a jogszabály által előnyösen rangsorolt kötelezettségeket;
- (vii) a hitelszerződés aláírásával és végrehajtásával kapcsolatban Magyarországon nem kell adót vagy adójellegű költséget fizetni;

(viii) a jogkikötés érvényes akkor is, ha az nem a magyar jog hatálya alá tartozik (ez a kikötés általában külföldi pénzintézet általi hitelnyújtás esetében fordul elő, amikor a felek rendszerint a hitelnyújtó országának joga alá tartozónak rendelik a szerződést);

(ix) a megjelölt választottbírószágra mint a viták végső, jogerős eldöntésére, illetékes fórumra vonatkozó kikötés érvényes a magyar jog szerint.

A választottbírószági döntés elismerésére és végrehajtására az 1958. június 10-én kelt New York-i egyezmény alapján kerülhet sor. Meg kell jegyezni, hogy az 1962. évi 25. tvr., amely az egyezményt kihirdette, tartalmazott egy elfogadási záradékot, amely más, az egyezményben részes állam területén hozott, és csak a magyar jog szerint kereskedelminek tekintendő jogviszonyokból eredő vitákra vonatkozó választottbírószági határozatok elismerésére és végrehajtására alkalmazandó.

A jogvélemény zárófejezete tartalmazza a megszorításokat („qualifications”) az alkalmazandó (magyar) jog szempontjából:

- utalás történik arra, hogy a felek hitelszerződésbeni jogait korlátozza-e a csőd-, felszámolási és végelszámolási jogszabály;
- az ügyvéd nem végzett tulajdonjogcím-keresést („title search”) az adós eszközein, így azok tulajdonjogára nézve nem mond véleményt;
- a jogvéleményben foglaltakat nem lehet kiterjesztően értelmezni;
- a jogvélemény nem fejez ki véleményt a szerződéses nyilatkozatokkal kapcsolatban;
- a jogvélemény kizárólag a hitelező, illetve jogásza számára készült, és általuk is csak a hitelszerződéssel kapcsolatban használható fel.

3. SZERZŐDÉSSZEGÉS A NEMZETKÖZI HITELSZERZŐDÉSEKBEN

A szerződésszegés mint az adósi „szófogatatlanság” komoly következményekkel járhat, hiszen az itt taglalt esetek életre hívhatják a hitelező jogát a szerződés azonnali hatályú megszüntetésére, és a teljes tartozás azonnali esedékessé tételére.

Az alábbiakban ismertetünk egy igen hitelezőcentrikus szerződésszegési menüt, hogy megvilágíthassuk a nemzetközi hitelszerződésekben használt szerződésszegések jellegét, és értelmezhezzük alkalmazásukat:

- (i) az adós nem fizeti vissza a kölcsön összegét, amikor az esedékes;
- (ii) az adós nem fizeti meg a kamatokat, illetve a jutalékokat esedékességgkor, és e mulasztását 3 banki munkanapon belül nem orvosolja;
- (iii) bármely felelősségvállaló nyilatkozat, amikor tették, vagy amikor megtettnek minősül, valótlannak bizonyul bármely lényeges vonatkozásában, és ezt az adós 30 napon belül nem korrigálja;
- (iv) az adós tiltó kötelezettségvállalásait megsérti;
- (v) az adós megerősítő kötelezettségvállalásait elmulasztja, és nem orvosolja 10 nap alatt;
- (vi) az adós bármely más szerződési kikötést megsért, és 30 napon belül nem orvosolja;
- (vii) bármely más kötelezett, például a garantor megsérti szerződéses kötelezettségeit, és 10 napon belül nem orvosolja;

- (viii) az adós bármely más adósságának tőkeösszegét, kamatát vagy jutatakát annak esedékességekor nem fizeti meg, és nem orvosolja a megadott határidőn belül, vagy egyéb olyan esemény következik be, amely ezen adósságok megfizetését azonnal esedékessé teheti, vagy ha bármely adósságot azonnal esedékessé nyilvánítottak (az „adósság” fogalmán a hitelszerződésben meghatározott kötelezettségeket kell érteni), („*cross default*”);
- (ix) az adós nem teljesítette, vagy figyelmen kívül hagyta bármely lényegi szerződés kikötéseit, vagy bármely lényegi szerződést fel kell mondani vagy már fel is mondták (a „Lényegi Szerződés” fogalmán a hitelszerződésben meghatározott szerződéseket kell érteni), („*cross default*”);
- (x) az adós fizetéseképtelenné vált, hitelezőivel átütemezésről tárgyal, csődegyezség-et köt, vagy felszámolási eljárást indítottak ellene;
- (xi) az adós ellen a hitelszerződésben meghatározott összeget meghaladó összegű jogerős ítéletet hoztak, amelyben a végrehajtás már megkezdődött;
- (xii) az adóst környezeti károkozás miatt hatósági eljárás során elmarasztalták, a hitelszerződésben meghatározott összegű bírság megfizetésének kötelezettségével;
- (xiii) az adós felett az irányítási jog megváltozott („*change of control*”);
- (xiv) a hitelező megalapozott véleménye szerint negatív változás következett vagy következhet be az adós üzletében, működésében, eszközeiben, kötelezettségeiben, beleértve bármely, a működéshez szükséges engedély visszavonását, amely alapján feltételezhető, hogy fizetési kötelezettségeinek teljesítése veszélyeztetett;
- (xv) az adós auditált, konszolidált éves pénzügyi beszámolóját független auditorok lényegi megjegyzésekkel látták el, és ezek azt igazolják, hogy az adósnak a hitelszerződésben vállalt kötelezettségei veszélyeztetettek;
- (xvi) olyan jogszabály lépett hatályba, amely megakadályozza az adóst abban, hogy a hitelszerződésből eredő kötelezettségeit teljesíteni tudja;
- (xvii) az adós vagyona vagy annak lényeges része kisajátítás vagy államosítás tárgyává vált, vagy az adós jogosultsága megszűnik azok tulajdonlására, kezelésére vagy ellenőrzésére; biztosítékkal rendelkező más hitelező azokat birtokba veszi, vagy annak egészére vagy egy részére végrehajtást vezetnek, vagy lefoglalják;
- (xviii) a hitelszerződés bármely lényeges rendelkezése, valamely oknál fogva, érvénytelenné vagy végrehajthatatlanná válik, és ez olyan körülmény, amelynek ismételében a felek a szerződést nem kötötték volna meg. (lehetetlenülés)

Az egyes kikötések különböző súlyú kötelezettségsszegéseket nevesítenek:

(a) az (i), (viii), (ix), (xiv), (xv) pontok alatt írottak olyan súlyú szerződésszegések, amelyek megalapozzák a hitelező által alkalmazható legsúlyosabb szankciót, azaz a szerződés azonnali hatályú megszüntetését anélkül, hogy orvoslásra mód lenne;

(b) másokat a hitelező orvoslásra méltónak és alkalmasnak tart; például a (ii), (iii), (v), (vi), (vii) pont alattiak;

(c) vannak olyanok, amelyek csak bizonyos összeghatár felett valósíthatják meg a súlyos szerződésszegést, úgymint a (xi) és (xii) alatti esetek;

(d) a negyedik kategóriába azon kikötések tartoznak, amelyek természetüknél fogva nem orvosolhatók, ilyen a (x) pont;

(e) vannak olyan típusú kikötések, amelyek bekövetkezése az adós közrehatásán kívül esik, mint a (xiii), (xvi), (xvii), (xviii) pontok, amelyeket a nem felróható lehetetlenülés kategóriájába való tartozás szemszögéből is célszerű megvizsgálni.

Mi ehelyütt a (viii) cross default, (xiii) change of control és a (xviii) lehetetlenülés alatti szerződésszegéseket részletezzük:

3.1. Cross default klauzula

Szót kell ejtenünk a (viii) pont alatt szabályozott szerződésszegésről, nevezetesen, ha az adós más adóssággal kapcsolatban fizetési kötelezettségét sérti meg, és azt nem orvosolja, vagy az azonnali esedékessé tétel veszélye áll fenn, esetleg a kötelezettséget már azonnal esedékessé nyilvánították. A klauzula elnevezése: „cross-default” (szerződésszegés más szerződésben) klauzula, amelynek lényege, hogy más adóssággal kapcsolatos szerződés megszegése kiváltja a szóban forgó hitelszerződés azonnali hatályú felmondásának lehetőségét.

A példaként adott megfogalmazás ugyan hitelezőbarát, bár annak megítélése az „adósság”-fogalom meghatározásától is függ: például azt ki lehet-e a kölcsöntípusú tartozásokon kívüli jogviszonyból eredő fizetésekre is terjeszteni (lásd a tiltó kötelezettségvállalásoknál mondottakat), illetve lehet-e azt csak a hitel- és kölcsönjogviszonyból eredő tartozásokra alkalmazni?

Amiért a kikötés mégis a hitelező érdekeit védi az adós rovására, azt három, fogalmásbeli fordulat indokolja: (i) nem mondja ki a kikötés, hogy más adósság esetén az alapul fekvő szerződést fel kellene mondani ahhoz, hogy az szerződésszegést valósítson meg a szóban forgó kölcsön esetében; (ii) még a szerződésszegésszerű állapot bekövetkezésének veszélye is szankcionált; (iii) az adósság azonnali esedékessé nyilvánítása bármely okból, amely bármely nemfizetéssel összefüggő szerződésszegésen alapulhat.

Az adós érdeke tehát, hogy – ha már nem is tudja elkerülni, hogy az azonnali hatályú felmondás csak az adott szerződésből eredő súlyos szerződésszegésekre vonatkozzon – szűkítse a kereszttípusú szerződésszegéseket a hitelezővel fennálló más hitel-kölcsön jogviszonyából származó olyan fizetési kötelezettségek elmulasztására, amely alapján azt a szerződést a hitelező már felmondta. Ezen adóspárti optimális megoldás és a hitelező érdekeit maximálisan védő, kiterjesztő értelmezés között – az alkupozíció függvényében – számos variáció létezik.

3.2. Change of control klauzula

A (xiii) pont szerint az irányítási jog megváltozása („change of control”) okán mondhat fel a hitelező. Az adósnak a felelősségvállaló nyilatkozatok között deklarálni kell tulajdonosi struktúráját és annak megváltoztathatatlanágát. Az egyéb kötelezettségvállalások között említett, tulajdonosi struktúrában bekövetkezett változásokról pedig haladéktalanul értesítenie kell a hitelezőt. Ennek elmulasztása a kötelezettségvállalások megsértése címen ad okot a felmondásra. A (xiii) pont szerint a hitelező akkor is felmondhat, ha az adós közölte a változást, ám az mégis bekövetkezett, mert az adott tulajdonosi struktúra az adott körül-

mények között a hitelező számára önmagában is „fedezetet” jelent az adósi kötelezettségek teljesítésére. Gondoljunk például arra, ha egy multinacionális cég érdekeltsége az adós, az anyacég – még ha erre külön garanciát nem is vállal – feltehetőleg nem engedi „gyermekét” szerződészségébe sodródni. Ezt a hitelezői várakozást hiúsítja meg a tulajdonosi kör megváltozása, amikor a tulajdonos ezt a biztonsági fedezetet elvonja, gyengítve ez által a hitelező pozícióját.

Minthogy az adós általi szerződés megkötését a tulajdonosok jóváhagyják, közvetetten felvállalják a szerződészségés következményeit. De jól jár-e a hitelező, ha ezen a jogcímen felmondja a szerződést? Valószínűleg nem – kivéve, ha sikerül nyomást gyakorolni a tulajdonosokra a szerződészségést jóvátevő biztosítékok nyújtására –, hiszen ha adósától nem tudja behajtani a tartozást, a tulajdonosok megértésére sem számíthat akkor, amikor éppen az ő érdekkörükben bekövetkező változás adott alapot a hitelezői felmondásra.

3.3. *Lehetetlenülés*

A (xviii) pont első fordulata ugyancsak az adós ráhatásán kívüli, jogszabályon alapuló fel nem róható lehetetlenülésnek tűnik. Itt azonban az adós főkötelezettségére való korreláció is hiányzik, egyrészt, mert a kisajátítás vagy államosítás az adós vagyontát vagy egy részét érinti, így áttételes annak hatása az adós fizetési képességére, másrészt a feltüntetett jogcímek alapján jogszabályban meghatározott kártalanításnak van helye, amely a vagyon értékének bizonyos fokú pótlását eredményezi. A pont második fordulata már utalhat az adós közrehatására is, nincs ugyanis pontosítva, hogy az adós tulajdonlásra, kezelésre vagy ellenőrzésre való jogosultsága jogszabályváltozás miatt, vagy szerződéses alapon, például a szerződéses határidő letelte miatti megszűnése folytán, vagy szerződészségés okán szűnik meg.

A pont utolsó gondolatához annyi a megjegyzésem, hogy annak az ott bekövetkezett körülmények alapján történő alkalmazásához legalább alapos okkal feltételezni kellene, hogy azok az adós hitelszerződésbeni kötelezettségei teljesítésére lényegesen hátrányos hatást gyakorolnak.

A (xviii) pontban foglalt ok meglehetősen összetett megítélésű. „bármely okból” előálló érvénytelenséget vagy végrehajthatatlanságot jelöl. Az érvénytelenség pedig felöleli a semmisséget – amelyre bárki határidő nélkül hivatkozhat –, és a megtámadási jogot keletkeztető érvénytelenséget. Nem szól a klauzula továbbá arról sem, hogy hivatkozhat-e az érvénytelenségre az, aki azt maga idézte elő. Kérdés, hogy a Ptk. 4.§ (4) bekezdése mennyiben alkalmazható. Ennek a körülménynek továbbá olyan lényegesnek kell lennie, amelynek nemléte érdekmlást eredményez, minthogy a Ptk. 239.§-a ismeri a szerződés részbeni érvénytelenségét. A hitelszerződés és szempontból lényeges elemeit ugyan nehéz nevesíteni, de valószínűleg minden, azonnali hatályú felmondásra okot adó klauzula érvénytelensége ilyen oknak minősülhet.

Véleményem szerint: célszerű volna az érvénytelenséget a semmisségi vagy felróható lehetetlenülési okokra szűkíteni, hiszen azok a jogszabályba ütköző vagy az adós által előidézett érvénytelenséget foglalják magukban, és mint ilyenek létrejöttükben – semmisség esetén a jogszabály negligens nem ismerete révén – az adós közrehatásával keletkeztek.

ZÁRSZÓ

A cikk megpróbálta górcső alá venni a legfontosabb szerződés kikötéseket, megvilágítva azok tartalmi elemeit, és bemutatni a hitelező-adós erőpozíciójából eredő lehetséges kompromisszumkeresési módozatokat. Tette ezt azért, mert átfogó módon nagyon kevés elemzés segíti a gyakorlatot azzal, hogy a szerződéses szabadságnál eredő lehetőségeket kiaknázza, és előre gondoljon olyan problémákat is felvető helyzetekre, amelyek kezelésére a jogszabályok nem képesek megoldásokkal szolgálni. A nemzetközileg igényelt és már kidolgozott jogegységesítés nem tehermentesíti azonban a jogászokat az alól, hogy a konkrét eset körülményei figyelembe vételével alakítsa a cikkben – olykor csak jelzésszerűen – bemutatott klauzulákat.

HAJNAL BÉLA–KÁLLAI ZOLTÁN–NAGY GÁBOR

Működési kockázati önértékelések veszteségeloszlás-alapú modellezése

Tanulmányunkban a működési kockázatok önértékelésen alapuló modellezését mutatjuk be az Intesa Sanpaolo Csoport gyakorlata alapján. Csoportszinten egységesen a veszteségeloszlás-alapú (Loss Distribution Approach, LDA) megközelítés jelenti azt a módszertani keretet, amelyben mind a kvantitatív, mind a félkvantitatív értékelés történik. Ez utóbbi része a scenárióelemzés, amely egyedüli eszközként képes megragadni a historikus elemzésből gyakran hiányzó extrém értékek hatását, illetve a jövőbeni kockázatokat a jelentősebb szervezeti, környezeti változások esetén.

BEVEZETÉS

A kockázatok mérése az alapadatok kockázati mértékekké történő átalakítását jelenti az erre a célra kidolgozott modell segítségével. Míg a hitel- és piaci kockázatok esetében az alapadatok széles köre könnyen elérhető relatíve hosszú időszakokra, ezzel szemben a működési kockázatoknál jellemzően súlyos adatproblémákkal kell megküzdenie a kockázatkezelőknek. Meglátásunk szerint ez az elsődleges oka annak, hogy a működési kockázatok mérésében a scenárióelemzésnek¹ (kockázati önértékelés, Self Risk Assessment, SRA) kiemelt szerep jut. A működési kockázatok mérése így négy pilléren nyugszik, ezek a belső veszteségadatok (1), külső veszteségadatok (2), scenárióelemzés (3), üzleti környezeti és belsőkontroll-tényezők (4) értékelése. Tanulmányunkban a scenárióelemzésre helyezzük a hangsúlyt, de szükségszerűen a másik három pillért is érintjük.

Az Intesa Sanpaolo Csoport mint nemzetközileg aktív bankcsoport arra törekszik, hogy kockázatait csoportszinten mérje. Ennek előfeltétele, hogy a csoport minden tagja egységes keretrendszerrel és modellt alkalmazzon, ami azt jelenti, hogy a működési kockázatok mérésére alkalmazott tőkekövetelmény-számítás egységes modelljét a központi kockázatkezelési terület határozza meg a csoport minden tagja számára.

A modell különböző módszerek integrált rendszerét írja le, amelyek közül a legfontosabbak:

- az események kvantitatív elemzése – ami a belső adatok gyűjtését, statisztikai elemzését, valamint a külső adatok statisztikai elemzését tartalmazza – abból a célból, hogy olyan tőkekövetelmény-értéket kapjunk, amely az összes rendelkezésre álló, működési eseményekkel kapcsolatos historikus adatot figyelembe veszi;

¹ A kockázati önértékelés folyamata című fejezetben térünk ki arra, hogy a scenárióelemzés és a kockázati önértékelés fogalmát a bemutatott modellben miért kezelhetjük szinonimaként.

- a scenárióelemzés szubjektív becsléseinek kvantitatív elemzése, amely statisztikai megközelítésen alapul, így egységes outputértékek születnek, amelyek az aktuális események adataiból kapott eredményekkel összevethetők és integrálhatók;
- az üzleti környezet kockázati szintjének kvalitatív elemzése, amelynek alapja a kockázati tényezők becslése minden egyes szervezeti egységben, s kiegészíthető a statisztikai adatok kvantitatív elemzésének eredményeivel;
- a különböző információk elemzéséből származó eredmények integrálása, amelyekből végül egységes tőkekövetelmény-érték számítható;
- az alkalmazott modell megfelelőségének utólagos tesztelése, amelynek alapja a modell outputjainak és az aktuálisan gyűjtött adatoknak a folyamatos összehasonlítása;
- a belső ellenőrzés a saját eszközeivel és a belső ellenőrzési rendszernek a kontrollokra vonatkozó értékelési módszertana segítségével független véleményt alkot az üzleti környezetről és a működési kockázatokkal kapcsolatos, releváns kontrollrendszerekről.

Az Intesa Sanpaolo Csoport esetében a működési kockázatok veszteséeloszlás-alapú modellezése (Loss Distribution Approach, LDA) jelenti azt a kvantitatív elemzési rendszert, amelynek fontos eleme a scenárióelemzés. Tanulmányunk első részében bemutatjuk az LDA koncepcióját, míg a további fejezetekben a kockázati önértékelések gyakorlatára térünk ki.

1. A TŐKEKÖVETELMÉNY LDA ESETÉN²

A működési kockázatra vonatkozó tőkekövetelmény³ historikus adatokból történő számításakor a hitelintézet által gyűjtött (illetve külső adatbázisból felhasznált) eseményeket kategorizálni kell a szabályozói előírásoknak megfelelően (200/2007 [VII. 30.] Korm. rendelet, Validációs Kézikönyv, Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete [2006])⁴. Ez elsősorban a *veszteségkategóriák*⁵ és *üzletágak* szerinti⁶ kategorizálást jelent. Amennyiben az intézmény nem kívánja az adatait valamely kategória mentén összevonni, akkor létrejön egy 7×8 -as méretű mátrix – nevezzük ezt *operációs kockázatok mátrixának* –, amely egy csoportosítást adja a működési kockázati eseményeknek. Ezeket a csoportokat az operációs kockázat *osztályainak* fogjuk nevezni, és a továbbiakban jelölje M a létrehozott osztályok számát.

Az egyszerűség kedvéért feltételezzük, hogy adott egy operációs kockázati osztály, s az operációs kockázatot erre az osztályra kívánjuk meghatározni. Továbbá feltételezzük, hogy rögzített egy időintervallum (tipikusan 1 év), amelyre meghatározzuk a tőkekövetelményt.

2 GÁLL és NAGY [2007] alapján.

3 Ez valójában csak egy részét jelenti a tőkének, így valójában tőkekövetelmény-hozzájárulásról van szó.

4 További referenciaként szolgálnak a kormányrendelet alapját képező 2006/48/EC és 2006/49/EC EU-direktívák, illetve a számos irányelvet tartalmazó bázeli tanulmányok. Ezek közül néhány jelentősebb: Basel Committee on Banking Supervision [2001], Basel Committee on Banking Supervision [2003], Committee of European Banking Supervisors [2006].

5 Ezek: (a) belső csalás, (b) külső csalás, (c) munkáltatói gyakorlat és munkabiztonság, (d) ügyfél, üzleti gyakorlat, marketing és termékpolitika, (e) tárgyi eszközökben bekövetkező károk, (f) tevékenységbeli zavar rendszerhiba, (g) végrehajtás, teljesítés és folyamatkezelés.

6 Ezek: (a) vállalati pénzügyek, (b) kereskedés és értékesítés, (c) lakossági közvetítói tevékenység, (d) kereskedelmi banki tevékenység, (e) lakossági banki tevékenység, (f) fizetési és elszámolási tevékenység, (g) a pénzügyi szolgáltatók közvetítése (ügynöki) tevékenység, (h) vagyonkezelési tevékenység.

Az LDA módszertana szerint a következőt feltételezzük az operációs veszteségekről. Jelölje X_i a vizsgált időszakban az adott kockázati osztályban bekövetkező i -edik eseményhez tartozó (egyedi) veszteség értékét (ahol i pozitív egész). Az egyszerűség kedvéért a későbbiekben azonban azt feltételezzük, hogy egy eseményhez csak egy veszteség tartozik. Ez nem jelent megszorítást, csupán lehetővé teszi számunkra, hogy az esemény és veszteség szavakat szinonimaként használjuk. Ezeket egyedi veszteségekként is fogjuk a későbbiekben nevezni, hangsúlyozva a teljes veszteségtől való különbséget. Ekkor X_i egy nemnegatív értékű valószínűségi változó. Feltételezzük, hogy X_1, X_2, X_3, \dots függetlenek és azonos eloszlásúak. Ezek nem túlzottan szűkítő feltételezések, hiszen ezek értelmében a vizsgált időszakban bekövetkező veszteségek egymástól függetlenek, és azok azonos eloszlását azért indokolt feltételeznünk, mert azok ugyanazon rögzített veszteségek kategória és üzletág veszteségei, tehát azonos típusúak. Jegyezzük meg azt is, hogy egyes események akár negatív veszteséggel is járhatnak, melynek figyelembevételére jelen írásban nem térünk ki⁷.

Jelölje továbbá η az adott időszakban az adott kockázati osztályban bekövetkező veszteségek számát. Ennélfogva η is egy valószínűségi változó – hiszen nem ismerjük előre a veszteségek számát egy adott időtávon –, amely nemnegatív egész értékeket vehet fel. A továbbiakban η -t egyszerűen *gyakoriságnak* fogjuk nevezni, η eloszlását pedig gyakoriság-eloszlásnak. Feltesszük, hogy az X_i változók az η változótól is függetlenek. Jelölje végül S az adott időszakban az adott kockázati osztályban bekövetkezett összes (vagy teljes) veszteség értékét⁸. Nyilvánvalóan

$$S = \sum_{i=1}^{\eta} X_i .$$

Ahogy hangsúlyoztuk, a fentiekben leírt modell nem a pénzintézet teljes operációs kockázatára, hanem csak egy rögzített (veszteségek kategóriák és üzletágak, vagy más szempontok alapján kialakított) osztály kockázatára és az ahhoz tartozó tőkekövetelmény meghatározására vonatkozik.

Az összes veszteséghez (S) tartozó *tőkekövetelmény-hozzájárulás* alatt annak egy adott biztonsági szinthez tartozó *Value at Risk (kockázatotott érték, VaR)* értékét tekintjük.

Legyen $0 < \alpha < 1$ és tekintsük az $1 - \alpha$ biztonsági szinthez tartozó VaR-értéket, amely megadja az LDA alapján az adott kockázati osztályhoz tartozó tőkekövetelményt. Itt eltekintünk attól, hogy a szabályozó lehetőséget ad arra, hogy bizonyos esetekben tőkekövetelmény alatt a várható értékkel csökkentett kockázatotott értéket értsük. Az $1 - \alpha$ rendű VaR megmutatja azt az összeget, amelynél nagyobb veszteség bekövetkezésének valószínűsége α , azaz $1 - \alpha$ biztonsággal mondhatjuk, hogy a vizsgált időszakban a veszteség nem fogja meghaladni a VaR által megadott értéket⁹.

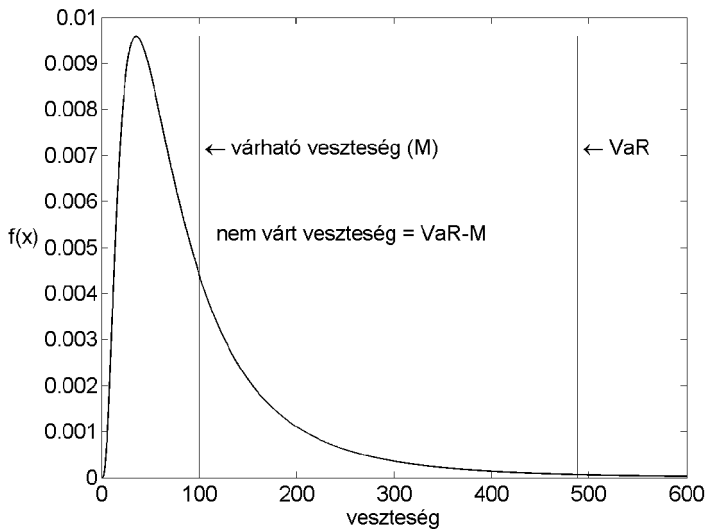
7 Ám megjegyezzük, hogy ilyen módon is bővíthetjük a jelen írásban leírt modelleket (például alkalmas feltevésekkel a feltételes veszteségeloszlásokról). Itt említhető az a rokon probléma is, hogy a szabályozó a belső adatokra vonatkozóan veszteségküszöb használatát is lehetővé teszi. Továbbá fontos, hogy az adatbázisból csak azok a veszteségszámok hagyhatók ki, amelyek bizonyíthatóan nem befolyásolják jelentősen sem egyedileg, sem pedig összességében a teljes kockázatot (Validációs Kézikönyv, Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete [2006]).

8 Jelen tanulmányunkban nem foglalkozunk azzal a problémával, hogy S eloszlása milyen matematikai módszerekkel határozható meg η és X_i ismeretében. Erre vonatkozóan kiváló referenciát jelentenek KLUGMAN, PANJER és WILLMOT [2004], PANJER [1981], PANJER [2006], valamint PANJER és WILLMOT [1986] művei.

9 A VaR precíz definícióját lásd ACERBI, C. [2004], DELBAEN, F. [2000], illetve GÁLL és PAP [2006] műveiben. Ezen túl a www.gloriamundi.org számos publikációt tartalmaz a VaR-ral kapcsolatban.

Működési kockázatok esetén a szóban forgó értékre a VaR helyett szokásos a *Capital at Risk* (CaR, *kockázatosított tőke*) elnevezés is. A későbbiekben a VaR-t használjuk általánosságban és az egyedi veszteségeloszlások esetén, a teljes veszteségeloszlás kvantiliseire pedig a CaR elnevezéssel hivatkozunk.

1. ábra



Várható veszteség, kockázatosított érték és a nem várt veszteség mint statisztikai jellemzők illusztrálása a lognormális eloszláson ($\mu=4,26$ $\sigma=0,83$).

A magyar szabályozás $\alpha=0,001$ mellett írja elő a CaR meghatározását egyéves időszak során bekövetkező működési kockázati veszteségekre vonatkozóan (200/2007. [VII. 30.] Korm. r.), azaz 99,9 százalékos biztonság mellett kell majd meghatározni a tőkekövetelményt operációs kockázatok esetén az AMA- (így az LDA-) módszertant választóknak. Ez természetesen nem jelenti azt, hogy ezt az egyetlen értéket tanácsos meghatározni. A VaR napjainkban a leggyakrabban használatos kockázati mérték a modern pénzügyben. Meghatározása különböző α értékek esetén fontos információt ad a vállalt kockázatokról, ezért érdemes néhány VaR-értéket meghatározni különböző biztonsági szinteken még akkor is, ha azokat a készülő szabályozás nem követeli meg, hiszen a veszteségek eloszlásának tulajdonságai, különösképpen a farok (szél) viselkedése (nagy veszteségek) jól tükröződnek a különböző VaR-értékekben.

Amint láttuk, az LDA használata feltételezi a veszteségeloszlás és a gyakoriságeloszlás ismeretét. Ezek együttesen már meghatározzák a teljes veszteség eloszlását, amely pedig nyilvánvalóan meghatározza a kérdéses CaR-értékeket is. A gyakorlatban természetesen nem ismertek az említett (elméleti) eloszlások, így a CaR-értékeket becsülni szükséges valamilyen statisztikai módszerrel. A CaR becslése egyszerű feladatnak tűnik, hiszen egy kvantilis becsléséről van szó. Természetesen adódik egy közvetlen módszer: tekintsük a kvantilisnek a statisztikában jól ismert becslését, úgy is mondhatnánk, hogy az empirikus kvantilist. Ezt nevezhetjük egy nemparaméteres módszernek is, hiszen valójában nem fel-

tételezi az eloszlások és azok paramétereinek ismeretét, becslését. Ehhez mindössze a teljes veszteségeket tartalmazó mintára lenne szükség minél több megfigyelt időszakra, azaz minél nagyobb mintaelemszámmal.

Ez azonban nem járható út működési kockázatok esetén, hiszen a teljes veszteségadatok száma, azaz a megfigyelt időszakok száma nagyon kevés a magyar pénzügyintézeteknél, tipikusan néhány év. Ehhez jegyezzük meg, hogy a legtöbb pénzügyintézetnél az operációs kockázatok számításához szükséges adatbázisok következetes kialakítása is csak néhány, esetenként 2-3 évre nyúlik vissza. Eljátszva azonban a gondolattal, hogy sok megfigyelt évet (időszakot) tartalmazó mintánk van – esetleg több évtizednyi minta –, akkor is azt láthatnánk, hogy ez a közvetlen kvantilisbecslés statisztikailag nem igazán adna megbízható eredményt.

Az egyik probléma, hogy több év adatainak használata során egyáltalán nem lehetünk biztosak abban, hogy a teljes veszteséget leíró eloszlások nem módosultak, így nem garantált, hogy a minta azonos eloszlású marad, ami számos problémát vetne fel. Másrészt jegyezzük meg, hogy tipikusan 99,9%-os biztonsági szinthez, tehát igen magas szinthez akarunk VaR-t becsülni, amelynél nem engedhető meg az, hogy csak a teljes veszteségeloszlásokat tartalmazó mintát használjuk, elveszítve ezzel rengeteg információt az egyedi veszteségek és a gyakoriság eloszlásáról. Másképpen úgy is megfogalmazhatjuk ezt a problémát, hogy az intézmény rendelkezésére álló minta (teljes veszteségadatok száma) időszakonként (évente) csupán egy elemmel bővül, így több évtizednyi adatgyűjtés után is egy néhány tucatnyi elemet tartalmazó mintából kellene meghatározni egy nagyon magas konfidenciaszinthez tartozó, empirikus kvantilist.

A tőkekövetelmény becsléséhez így a szakirodalom inkább egy paraméteres, közvetett utat (LDA) javasol. Ennek lényege az, hogy a teljes veszteségeket felépítő egyedi veszteségek eloszlását és a gyakoriság eloszlását próbáljuk meghatározni. Ez esetben adott eloszláscsaládok paramétereinek becslését kell elvégeznünk, majd abból következtetni a teljes veszteség eloszlására és annak kvantiliseire.

2. KOCKÁZATI ÖNÉRTÉKELÉSEK

A következő fejezetben részletesen ismertetett kockázati önértékelések esetében is hasonlóan érdemes eljárni. A kockázati értékelők egyrészt sokkal inkább tudnak egyedi, mintsem teljes veszteségekben gondolkodni, hiszen az emlékeik egy-egy eset kapcsán az előbbiekhöz kapcsolódnak, ugyanakkor ezek több információt is hordoznak, mint a teljes veszteségek. Ebből adódóan az SRA-t is LDA-alapokon érdemes végezni, megvalósítva a mögöttes gyakoriság- és veszteségeloszlások paramétereinek becslését. Természetesen ezek nem történhetnek direkt módon, hiszen a legtöbb értékelő nem ismeri a mögöttes eloszlásokat, de ha még ismerné is, akkor sem feltételezhetjük, hogy azzal is tisztában van, hogy az eloszlás jellemzőire hogyan hatnak a paraméterek változásai. Emiatt a fenti irányt érdemes megfordítani: az értékelőkkel az eloszlás bizonyos jellemzőit megbecsültetni, és az eloszlás paramétereit azokból visszaszámolni. Általánosságban elmondható, hogy egy k paraméteres eloszlás esetén k mennyiségű jellemzőre, információra van szükség a paraméterek meghatározásához. A mögöttes eloszlást más szempontok alapján kell megválasztanunk

az SRA-hoz, mint azt historikus adatok elemzésénél tesszük. Míg ez utóbbi esetében az illeszkedésvizsgálat alapján dől el, hogy mely eloszlásokkal dolgozzunk, az SRA-nál ez nem szempont, hiszen nincsenek historikus adatok. Ilyen szempont lehet pl. a modell stabil viselkedése, vagy hogy inkább pesszimista eredményt kapjunk, semmint hogy alábecsüljük a kockázatokat. Az SRA felépítéséhez kapcsolódó problémákat a következő fejezetben taglaljuk, annak bemutatásával együtt.

2.1. A kockázati önértékelés folyamata

A kockázati önértékelés az intézményi területek (üzletágak) képviselőivel (vezetők, folyamatgazdák, kockázati referensek stb.) folytatott, a jövőre vonatkozó működési kockázati események becslésére szolgáló felmérés. Itt nem arról van szó, hogy ezeknek a személyeknek ismerniük kellene a jövőt, hanem csupán a múlt eseményei és az üzletági környezet változása alapján kell megbecsülniük a következő időszak (tipikusan egy év) kockázatát. Természetesen ez sem könnyű feladat, de a historikusan gyűjtött események, külső adatbázisok a ritka eseményekre jó kiindulási alapot adhatnak a becsléshez. Fontos, hogy a kockázati önértékelésre kijelölt területek lefedjék a pénzügyi egészet, kiküszöbölve az átfedéseket. Míg a historikus adatgyűjtés során viszonylag könnyen lehetséges az események bázeli üzletágakra sorolása és a bázeli üzletágak menti kockázatelemzés, az SRA lebonyolítása ez utóbbi szerinti bontásban csak nehezen, nagyobb erőfeszítéssel valósítható meg. Ehhez arra lenne szükség, hogy a banki folyamatok, tevékenységek szintjén mérjük fel a kockázatokat, amelyek már egyértelműen hozzárendelhetők valamely bázeli üzletághoz.

A megbeszélésen egy zárt, előre összeállított kérdőív mentén haladva tárjuk fel a terület kockázati kitettséget. Mindezek mellett az önértékelések fontos hozzáadott értéke, hogy a terület vezetője sok esetben itt szembesül a területén nem megfelelően vagy nem kellő hatékonysággal működő folyamatokkal vagy esetleges termékhibákkal, támogatva ezen keresztül a nagy szervezetben sokszor elvesző információk felszínre kerülését is.

A többéves tapasztalat alapján egyértelművé vált, hogy a kockázati önértékelésekre az üzletág vezetői mellett mindenképpen érdemes elhívni az üzletágban dolgozó középvezetőket (elsősorban főosztályvezetőket) is. A vezető dominanciája azonban még ilyen sok résztvevős értékelés esetén is nagymértékben meghatározza az önértékelés sikerességét. Legtöbb esetben már az önértékelő beszélgetés elején eldől, hogy a moderátoroknak – akik a pénzügyi működési kockázatkezelőivel megtámogatott üzletági kockázati referensek – mennyire kell aktív, példákkal alátámasztott esetekkel rávezetniük őket arra, hogy az adott kockázat igenis jelen van az üzletágnál. Ebben a meggyőzésben komoly szerepe lehet a működési kockázatkezelők és a terület kockázati referense oldalán ülő belső ellenőrnek is.

A kockázati önértékelés során a kérdéseket a hét bázeli veszteségkategóriába csoportosítjuk, hiszen így egy-egy kockázattípus könnyen körüljárható, az SRA eredménye a historikus elemzés eredményével könnyen összemérhető, másrészt a besorolásra vonatkozó kételemek esetén helyben gyorsan eldönthető, hogy a vezetők által említett kockázatok leginkább mely kockázati kategóriákba sorolandók.

A kockázati önértékelés során az értékelőknek valamennyi kérdés esetén elsőként azt kell megválaszolniuk, hogy az üzleti területen az adott típusú kockázat jelen van-e, és ha

igen, akkor milyen gyakorisággal fordulhat elő. A skála¹⁰ a napi gyakoriságtól az egészen ritka, de kockázatként mindenképpen jelen lévő eseményekig (pl. természeti csapások, nagy belső csalások stb.) terjed. Véleményünk szerint a húsz évnél ritkábban bekövetkező eseményeknél hűződik az a határ, aminél ritkább eseményekkel már nem érdemes a tőkeképzés során foglalkozni. Egyszerűsítésként azt feltételezzük, hogy a 20 évnél is ritkábban bekövetkező események nem jellemzőek az adott szervezeti egységre.

A gyakoriságra adott becslés után következik a legnehezebben számszerűsíthető két kérdés a veszteség várható nagyságáról, illetve annak maximumáról (worst case). Korábban már említettük, egy k paraméteres eloszlás paramétereinek a meghatározásához k darab információra van szükség. Mivel a modellépítés során a Poisson-gyakoriságeloszlás és lognormális veszteségeloszlás mellett döntöttünk, így előbbi esetén 1, míg utóbbi esetén 2 olyan információt kell az értékelőknek megadniuk, amelyekből az eloszlás paraméterei kiszámíthatók. A Poisson-eloszlásnál kézenfekvőnek tűnik a várható bekövetkezési gyakoriságot ($f = E(\eta)$) megbecsülni, míg a veszteségeloszlás esetében már nem triviális, hogy a várható veszteség ($M = E(X_T)$) nagysága mellett az eloszlás mely jellemzőjét tudja az értékelő megadni. A kialakult gyakorlat alapján a veszteség adott konfidenciaszint melletti maximális nagyságának (worst case, $WC_{1-\gamma}$) megadása jelenti a még hiányzó információt. Másként fogalmazva: az értékelő becslést ad a mögöttes egyedi veszteségeloszlás várható értékére, valamint a kockázatotott értékére. Tapasztalataink szerint mind az átlagos veszteség, mind a 99,9 százalékos biztonsági szinthez tartozó VaR becslése komoly nehézséget jelent. Az extrém értékek átlagot elhúzó hatása nagyon nehezen építhető be a gondolkodásba, ezért a várható érték helyett érdemesebb lehet a móduszra rákérdezni. Úgy látjuk, hogy az emberek inkább tipikus, mint átlagos értékekben tudnak gondolkodni. A maximális veszteség meghatározásánál pedig a 99,9 százalékos VaR miatt olyan értékre kell becslést adni, ami – főként ritka események esetén – kívül esik az értékelők látóhorizontján. Amikor az események napi gyakorisággal következnek be, olyankor az értékelők tipikusan túlbecsülik a maximális veszteséget, míg a ritka eseményeknél alulbecsülik azt. Ezen probléma miatt a becslött VaR-értékek utólagos korrekcióját hajtjuk végre a bankcsoport historikus adatbázisa alapján. Ennek megfelelően tehát

$$CaR_{1-\alpha} = VaR_{1-\alpha}(f, M, WC_{1-\gamma}),$$

ahol $\alpha=0,999$, míg γ értéke a gyakoriságtól függ.

Mint azt korábban említettük, a kockázatok feltárása egy strukturált kérdőív szerint halad. Ez nemcsak azt jelenti, hogy felvesszük az üzletágban releváns kockázati scénáriókat, hanem a gyakoriságértékektől kezdve a folyamatokon át a kontrollok minősítéséig választási lehetőségeket kínálunk az értékelőknek, ezzel könnyítve az értékelést. Az előkészített választási lehetőségek ugyanakkor egyfajta stabilitást és összemérhetőséget is jelentenek az SRA folyamatában. Egyrészt bizonyos anomáliák ezáltal elkerülhetőek, másrészt az eredmények mind idősorosan összevethetőek, mind más üzletágak eredményeivel könnyen összehasonlíthatóvá válnak. Itt térünk ki arra problémára, hogy milyen lehetőségekből választhatnak az értékelők a $CaR_{1-\alpha}$ számításához szükséges f , M , $WC_{1-\gamma}$ eloszlásjellemzők becslése során.

¹⁰ Naponta többször, naponta, hetente többször, hetente, havonta, negyedévente, félévente, évente, kétfévente, négyévente, tízévente, húszévente.

Mint azt korábban már megmutattuk, a gyakoriságeloszlásokhoz kapcsolódóan egy listát kínálunk a naponta többszöri bekövetkezési gyakoriságtól kezdve egészen a húszévente átlagosan egyszer bekövetkező gyakoriságig. A káreloszlás várható értékének és legrosszabb esetének a kiválasztásához előre definiált intervallumokat kínálunk. Ezekkel kapcsolatban az alábbi fontos követelményeket támasztjuk:

1. Az intervallumok hossza csökkenjen a gyakoriság növekedésével, hiszen minél gyakrabban fordul elő egy adott típusú esemény, annál pontosabban ismerjük a jellemzőit.
2. Minél nagyobb az üzleti egység, annál nagyobbak legyenek az intervallumok. Itt a „nagyobb üzletág – nagyobb kockázat” feltételezéssel élünk.
3. Az intervallumokkal lefedett tartomány legyen elég nagy, hogy minden kockázatot lefedjen, ugyanakkor kellően szűk, hogy minél informatívabb legyen.

Ezen túlmenően még azt is meg kell mondanunk, hogy amennyiben az értékelő választ egy intervallumot, akkor a modellezés során mit vegyünk figyelembe: az intervallumközepet, vagy a jellemzők eloszlását az adott intervallumon. Ezen túl az intervallumok felállításánál arra is ügyelni kell, hogy egy-egy káreloszlásra jellemző várható értékhez nem tartozhat tetszőleges worst case. Mivel itt a háttérben eloszlások állnak, ezért figyelniük kell arra, hogy csak olyan várható érték – legrosszabb eset kombinációkat adjunk meg, melyek a mögöttes eloszlással valóban leképezhetők. A probléma ilyen természete miatt érdemes megfordítani a feladatot. Ahelyett, hogy megbecsültetjük az eloszlás jellemzőit és abból tőkekövetelményt számolunk, előbb adott várható érték és legrosszabb eset párok egy tág halmazára (lásd később) kiszámítjuk a tőkekövetelményt, és abból alakítunk ki lehetséges várható érték és legrosszabb eset párokat. Itt feltűnhet az olvasónak a feladat óriási számításigénye, hiszen egyrészt a Capital at Risk nem számítható analitikusan (Poisson-gyakoriságeloszlás és lognormális egyedi veszteségeloszlás esetén), másrészt az egyes üzleti területek más és más kockázati intervallumokat igényelnek a 2. pontban támasztott feltétel miatt. Ez utóbbi számításigénye azonban megspórolható a VaR homogén tulajdonságának köszönhetően.

$$CaR_{1-\alpha}(f, M, WC_{1-\gamma}) = A * CaR_{1-\alpha}\left(f, \frac{M}{A}, \frac{WC_{1-\gamma}}{A}\right)$$

A fenti tulajdonság legkézenfekvőbb felhasználása, ha A valamely devizaárfolyamot jelenti, és tegyük fel, hogy a CaR-értéket devizában szeretnénk megkapni. Ekkor nemcsak úgy járhatunk el, hogy az egyedi veszteségeloszlás várható értékére és a VaR-jára devizában denominált intervallumokat állítunk fel, és azokból számítjuk a CaR-t, hanem az intervallumok maradhatnak hazai devizában, és elegendő a CaR-értéket A -val skálázni. Ugyanezt használhatjuk ki az üzletági intervallumok előállításához is. Ha normalizált intervallumokat állítunk fel, akkor elegendő A értékét meghatározni üzletáganként. A modellezés korai

szakaszában azt feltételeztük, hogy $A = \frac{GI_i}{d_i}$ (Gross Income, bruttó bevétel) az i -edik

üzletág esetében, ezáltal megfeleltünk annak követelménynek, hogy a nagyobb üzleti egységre nagyobb intervallumokat kell felállítanunk, ugyanakkor nem feltételezhetjük, hogy a kockázat lineáris kapcsolatban van a bruttó bevétellel. Ennek következtében az $A = GI_i$ felte-

vésünket az $A = \frac{GI}{d_i}$ -re cseréltük, ahol d_i jelenti az i -edik üzletágra jellemző skálafaktort.

Összességében tehát a $\frac{GI}{d_i}$ hányados adja meg azt a szorzószámot, amelynek segítségével

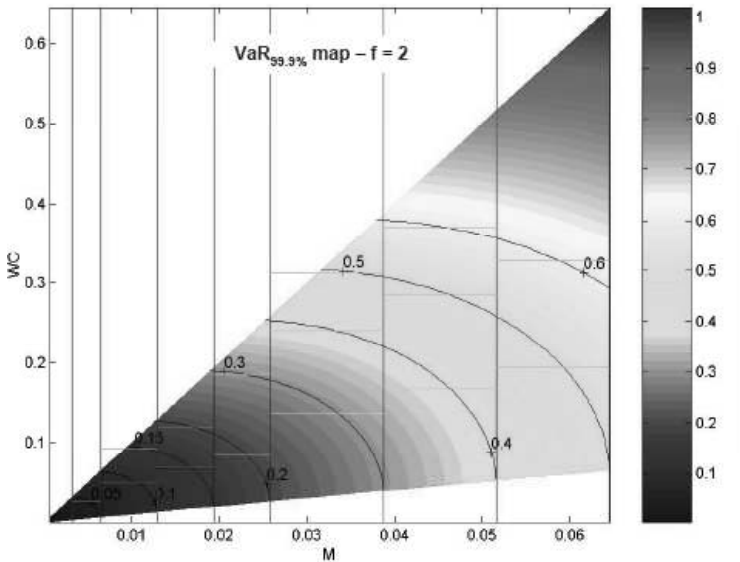
a normalizált intervallumokból az i -edik üzletágra jellemző kockázati intervallumok előállíthatók. GI_i értéke a kontrollingrendszerből egyértelműen adódik az i -edik üzletág előző időszaki (évi) GI és a következő időszakra tervezett GI számtani átlagából. Ezzel szemben d_i -t egy optimalizálási feladat eredményeképpen kapjuk. Az optimalizálás célja, hogy a 3. pontban definiált kritériumnak eleget tegyünk, és arra keressük a választ, hogy az előző periódusban milyen d_i -t kellett volna meghatároznunk ahhoz, hogy a becslések a lehető leginformatívabbak legyenek.

A gyakoriságtól függő normalizált kockázati intervallumok előállítására a következő eljárást alkalmazzuk.

1. Mivel $CAR_{1-\alpha} = CaR_{1-\alpha}(f, M, WC_{1-\gamma})$, így minden gyakoriságtértekhez megadjuk (Monte-Carlo-szimulációval) a $CAR_{1-\alpha}(M, WC_{1-\gamma})$ felületet¹¹.
2. A $CAR_{1-\alpha}$ felszint $M-WC_{1-\gamma}$ síkjával párhuzamosan elmetszve, iso- $CAR_{1-\alpha}$ szinteket képzünk.
3. Az iso- $CAR_{1-\alpha}$ szinteket $M-WC_{1-\gamma}$ síkjába vetítjük.
4. $WC_{1-\gamma} = M$ és $WC_{1-\gamma} = kM$ korlátozó feltételeket adunk meg, ahol $k \in \mathbb{R}$, továbbá R a valós számok halmaza.
5. A várható értékre vonatkozó intervallumokat a $WC_{1-\gamma} = M$ egyenes és a síkra vetített iso- $CAR_{1-\alpha}$ görbe metszéspontjainak a várható érték (M) tengelyre vetítésével kapjuk. A kapcsolódó (várható értéktől függő) WC -intervallumokat úgy határozzuk meg, hogy minimalizáljuk annak a valószínűségét, hogy egy „jobb” (kisebb értékeket tartalmazó) intervallum választásával nagyobb VaR -t kapjunk.

¹¹ Mivel a $CaR_{1-\alpha}$ felület Monte-Carlo-szimulációval készül, ez egyben azt is jelenti, hogy számos scenárióval rendelkezünk a teljes veszteségre vonatkozóan. Ezáltal – a hagyományos scenárióelemzéssel ellentétben – nem csupán néhány lehetséges kimenetelt ismerünk meg, hanem a kimenetek teljes eloszlását. Ez indokolja, hogy a scenárióelemzés és a kockázati önértékelés fogalmát szinonimaként használjuk az ismertetett modell keretei között.

2. ábra



M - $WC_{1-\gamma}$ síkjába vetített iso- $CaR_{1-\alpha}$ szintek. Az oszlopdiaagram jelzi $CaR_{1-\alpha}$ nagyságát.

A fentiekben leírt módon előre definiált intervallumok a következő lényeges tulajdonsággal rendelkeznek:

1. Ugyanazon f , M , $WC_{1-\gamma}$ becslésekhez ugyanaz a $CaR_{1-\alpha}$ tartozik. Amennyiben $CaR_{1-\alpha}$ -t Monte-Carlo-szimulációval utólag állítjuk elő a becsült jellemzőkből, úgy a szimulációs hiba következtében ugyanazon f , M , $WC_{1-\gamma}$ értékek mellett is más-más $CaR_{1-\alpha}$ -t kapnánk eredményül.
2. Egy adott intervallumon ismerjük $CaR_{1-\alpha}$ eloszlását, így nem kell azzal az egyszerűsítéssel élnünk, hogy az értékelő által választott intervallumközépével azonosítjuk M és $WC_{1-\gamma}$ értékét.

Továbbhaladva a kérdőíven, a vezetők azonosítják az üzletág gyengeségeit, amelyek a kockázat jelenlétét okozzák, állást foglalnak az aktuális kontrollok hatékonyságáról, illetve megadják a kockázat csökkentésének lehetséges eszközeit. A kockázatok teljesebb megismerése, dokumentálása érdekében elhelyezik azokat a banki folyamatok, termékek, értékesítési csatornák mentén.

Előfordulhat, hogy az önértékelésben résztvevők múltbeli tapasztalataik és a jövőre vonatkozó elképzeléseik alapján úgy ítélik meg, hogy egy adott kockázat nem releváns a szervezeti egységükre. Ilyenkor magyarázatot kell adniuk arra, hogy miért nem tartják relevánsnak az adott kockázatot. A magyarázat leggyakrabban a megfelelő kontroll lehet, de mivel ilyen esetben nem előre megadott válaszlehetőségek közül kell választaniuk, bármilyen logikus magyarázat elfogadható.

Az önértékelés befejezését követően a működési kockázatkezelés feladata, hogy a kapott eredményeket összevesse a historikus adatokkal, valamint a korábbi évek önértékelésének eredményeivel. Miután az üzleti egységek megkapták az értékelés eredményeit, eltérés esetén még módosíthatják az egyes kockázatokra vonatkozó becsléseiket. Amennyiben ezt nem teszik meg, magyarázatot kell adniuk az eltérés okaira, azaz, hogy miért értékelik az üzletág kockázati profilját másképp, mint ami a historikus, illetve benchmarkadatokból következik. Sok esetben az összehasonlítás eleve nem lehetséges, pl. nagyobb szervezeti változások, új üzleti stratégia esetén.

2.2. A kockázati önértékelés értékelése, tőkeszámításba való beszámíthatósága

Mivel a tőkeképzésben a kockázati önértékelés komoly súllyal (akár 40 százalékkal) szerepelhet, fontos, hogy az önértékelés folyamatát, komolyságát és eredményeit egy független szereplő validálja. Véleményünk szerint erre legalkalmasabb a belső ellenőrzés képviselője, aki megfigyelőként mindvégig jelen van a kockázati önértékelési interjúkon is. A validáció során a belső ellenőrzés megvizsgálja az üzletági válaszokat, és minősíti azokat (túlzottnak tartja a kockázat mértékét, egyetért vele, illetve alábecsültnek tartja). A minősítés eredményéről tájékoztatja a működési kockázatkezelést, illetve az üzletágot.

A belső ellenőrzés minősítésének következménye lehet, hogy a kockázati önértékelést kevésbé megbízható információforrásnak tekinti, így szerepét (súlyát) csökkenteni kell a tőkekövetelmény meghatározása során.

2.3. A kockázati önértékelés kritikája

Nem meglepő, hogy a kockázati önértékelés kritikájaként első helyen a szubjektivitás szerepel. Sok esetben tényleg nagyon nehéz a múltban eddig soha elő nem fordult kockázat várható és maximális veszteségére bármilyen becslést adni. A kockázati önértékelést támogató működési kockázatkezelők feladata annak bemutatása, hogy még egy adott esetben semmilyen konkrétummal alá nem támasztható becslés is jobb, mintha az adott kockázatról nem mondanak semmit – ez azt jelentené, hogy a kockázat nincs jelen az adott üzletágnál. Ugyanakkor a historikus elemzést kiegészítő információforrásoknak (külső adatok, önértékelési eredmények) hibacsökkentő, ugyanakkor eredménytorzító hatása van. Arra a kérdésre, hogy a különböző információkból származó eredményeket hogyan érdemes ötvözni (pl. bayesi megközelítés), jelen írásban terjedelmi okok miatt nem térünk ki részletesen.

Az egész pénzügyre vonatkozó sztenderd kérdéseket sok esetben nehéz egységesen értelmezni egy támogató terület (pl. operáció) és egy üzleti terület (pl. treasury) esetében. Emiatt nagyon fontos, hogy a kockázati referensek és az őket támogató működési kockázatkezelők felkészülten érkezzenek az önértékelésre. Mindez azt jelenti, hogy ne csak a historikus adatokra támaszkodjanak, hanem az értékelt terület folyamatait, termékeit és meglévő kontrolljait is ismerjék. Természetesen ez egy folyamat alapú kockázatkezelést (is) végző szervezetnél adottság. Mindebből következik az is, hogy a kockázati önértékelést nemcsak szervezeti egységenként, hanem folyamatonként is el lehet végezni, és a kétféle megközelítésnek ugyanarra az eredményre kell vezetnie.

Sok esetben az értékelők azt válaszolják, hogy a kockázat jelenlétével tisztában vannak, ugyanakkor a várható veszteség nagyságáról semmilyen információval nem rendelkeznek. Mindez azonban teljesen természetes, hiszen előfordulhat, hogy a historikus adatok között bizonyos kockázatokra nincs egyetlen esemény sem. Ilyenkor van igazán szükség a becslés mederbe terelésére, amit legjobban a külső benchmarkadatok, illetve a megfelelően alátámasztott 1. gyakoriságra, 2. várható veszteségnagyságra és 3. a legrosszabb esetre vonatkozó, a korábbi fejezetben részletezett intervallumok támogatnak.

Felmerül kérdésként, hogy az üzletág veszteségeit tartalmazó historikus adatokat érdemes-e elemezni, kiindulópontként kezelni az önértékelés során. Alaphelyzetben természetesen a válasz az, hogy igen. Mindez azonban elsősorban ott jelenthet támpontot, ahol a működési kockázati eseményekhez tartozó tényleges veszteségszámok könnyen értelmezhetőek, és egyértelműen egy adott veszteségeseményhez sorolhatók (pl. tárgyeszközkarok, bankkártyacsatlások, az ügyfél kompenzációjával végződő, véltlen hibák).

Az önértékelésekre kijelölt szervezeti egységek egyszerre több, a historikus adatok gyűjtésére kijelölt területet fednek/fedhetnek le, ami elsősorban koordinációs nehézségeket okozhat a kockázati önértékelések során.

A szervezeti egységek kijelölésénél a historikus adatgyűjtés és a kockázati önértékelés eltérő megközelítést igényel. A historikus adatok gyűjtésénél leginkább az növeli a hatékonyságot, ha a veszteségeseményeket ott rögzítik a veszteségadatbázisba, ahol azt észlelik. Célravezető tehát osztályokat/főosztályokat kijelölni egy-egy adatgyűjtő egységül, biztosítva ezáltal, hogy az információ ne vessen el a szervezet dzsungelében. Egészen más a helyzet az évente egyszer összehívott kockázati önértékelésekkor, amikor a nagyobb szervezeti egység – pl. igazgatóság/divízió – szintjén folytatott felmérés biztosítja a nagyobb sikert, ugyanis a sok kis önértékelés során sokkal inkább rejtve maradhatnak azok a ritkán bekövetkező, nagy veszteséget okozó kockázatok, amelyek számszerűsítése a kockázati önértékelések egyik legfontosabb célja. Másrészt a sok kis egységtől kapott gyakoriságra, mediánra és maximális veszteségekre vonatkozó becslések csoportszintre aggregálása is komoly nehézségeket jelent.

Felmerül a kérdés, hogy miért nem bázeli üzletáganként¹² méri fel a pénzügyi intézetek működési kockázataikat. A válasz nagyon egyszerű: a szervezetek nem a bázeli üzletági bontásban működnek. A sztenderd módszer alkalmazásához szükséges bázeli üzletági megfeleltetés is sok esetben komoly nehézséget jelenthet a kontrollingterületek számára, a kockázati önértékelést végző vezetők gondolkodásának középpontjában pedig a saját szervezeti egységük jelenik meg.

Vannak olyan kockázatok, amelyek a bankcsoport egészét érintik, és emiatt nem érdemes minden üzletágnál külön-külön rákérdezni (pl. árvíz, közszolgáltatások kiesése). Ezeket a kockázatokot érdemes központilag megbecsülni, és utólag allokálni az üzletágakra. Némileg hasonló a helyzet a tárgyeszközkaroknál, amelyeket szintén célszerű kivenni a kockázati önértékelésből, mert egy központi terület, amelyik a pénzügyi intézet egészére rálát, az egész szervezetre becslést adhat az adott kártípusra, pontosabbá téve ezen keresztül a

12 A 8 bázeli üzletági kategória: 1. vállalati finanszírozás; 2. kereskedelem és értékesítés; 3. lakossági közvetítői tevékenység; 4. kereskedelmi banki tevékenység; 5. lakossági banki tevékenység; 6. fizetési és elszámolási tevékenység; 7. pénzügyi szolgáltatás közvetítése; 8. vagyonkezelési tevékenység.

kockázati felmérést azzal, hogy az üzletágakra az általuk használt eszközök (autók, notebookok stb.) száma alapján alokálja a várható veszteséget.

Más esetekben a különböző területek tudnak választ adni olyan kérdésekre, amelyek esetében máshol jelentkezik a veszteség, mint ahol az esemény bekövetkezik. Tipikusan ide tartoznak a pénzügyi területet érintő informatikai rendszerleállások. Ilyen esetekben is célszerű azt a működési kockázatkezelési alapelveket követni, hogy minden adatot/bebecslést annak kell megadnia, aki legközelebb áll ahhoz, hogy pontos választ adjon. A példánál maradva, az informatikai terület tudja a legjobb becslést adni az esetleges rendszerleállások gyakoriságáról, míg a bekövetkező üzleti veszteségek nem nála jelentkeznek. Az informatika tényleges veszteségeként a rendszer helyreállítása miatti túlmunka költségét és a helyreállításhoz közvetlenül kapcsolódó költségeket tudja megadni. Az igazi veszteségeket azonban az üzleti területek látják, emiatt tőlük várható el, hogy becsülik meg a veszteségeket. A működési kockázatkezelés feladata a több helyről származó információk egységesítése.

3. KONKLÚZIÓ

A scenárióelemzés mint a működési kockázatok mérése során felmerülő adatproblémákra adott válasz széles körű elfogadásra lelt, így ma már szerepe megkérdőjelezhetetlen a működési kockázatok számszerűsítésben. Ennek ellenére érdemes és szükséges foglalkozni a korlátaival és az előnyeivel.

A scenárió elemzés hangsúlyozottan fontos eleme a validálás, amely egyrészt a működési kockázatkezelés, másrészt a belső ellenőrzés végez. Ennek során a működési kockázatkezelés összehasonlítja a különböző időszakok becsléseit, illetve a becsléseket a működési veszteség adatbázisban található értékekkel. A validálás elengedhetetlen, ha az elemzések eredményeit figyelembe kívánjuk venni a tőkeképzésben.

A scenárió-elemzés egyik hátrányaként említettük, hogy rendkívül nehézé válik az egyes időszakok eredményének összemérhetősége jelentős szervezeti változások esetén. Ugyanakkor másik oldalról előnye is a módszertannak, hogy egyedüli eszközként képes megragadni a jövőbeni kockázatok a jelentősebb változások esetén. Legjobb példa erre az intézmények egyesülése, amelynek révén az egyesülő intézmények folyamatai bizonyos mértékig keverednek, illetve új folyamatok jönnek létre. Véleményünk szerint ebben az esetben legpontosabban az egyes üzletágak jövőbeni szereplőinek bevonásával tárható fel az egyesült intézmény kockázata.

Értelmezésünk szerint a scenárióelemzést a működési kockázatokra vonatkozó szabályozások már a sztenderd módszert alkalmazók számára is kötelező teszik, így az a hazai pénzügyi területekben is megkerülhetetlen. A szabályozás ezáltal a sztenderd módszert egy átmeneti állapotnak jelöli ki, így hosszú távon a pénzügyi területek várhatóan kizárólag az alapmutató vagy a fejlett módszertant fogják alkalmazni.

IRODALOMJEGYZÉK

- ACERBI, C. [2004]: Coherent Representations of Subjective Risk Aversion, in GIORGIO SZEGŐ (szerk.): Risk Measures for the 21st Century, Wiley, New York.
- Basel Committee on Banking Supervision [2001]: Consultative Document, Operational Risk, Supporting Document to the New Basel Capital Accord, Issued for comment 2001. május 31., www.bis.org.
- Basel Committee on Banking Supervision [2003]: Consultative Document, The New Basel Capital Accord, Issued for comment 2003. július 31., www.bis.org.
- Committee of European Banking Supervisors [2006]: Quantitative Impact Study 5, Overview on the Results of the EU countries, 2006. június 16., <http://www.c-eps.org/qis5.htm>.
- DELBAEN, F. [2000]: Coherent risk measures on general probability spaces, Eidgenössische Technische Hochschule, Zürich.
- Directive 2006/48/EC of the European Parliament and of the Council of 14 June 2006 relating to the taking up and pursuit of the business of credit institutions (recast), Official Journal of the European Union, 2006. 6. 30., L 177/1, http://eur-ex.europa.eu/LexUriServ/site/en/oj/2006/l_177/l_17720060630en00010200.pdf.
- Directive 2006/49/EC of the European Parliament and the Council of 14 June 2006 on the capital adequacy of investment firms and credit institutions (recast), Official Journal of the European Union, 2006. 6. 30., L 177/201, http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/site/en/oj/2006/l_177/l_17720060630en02010255.pdf.
- GÁLL J. és NAGY G. [2007]: A működési kockázat veszteségeloszlás-alapú modellezése, *Hitelintézeti Szemle*, 2007/4. szám.
- GÁLL J. és PAP GY. [2005]: Hasznosság-alapú portfólió-menedzsment, jegyzet, Mobidiak-Debreceni Egyetem (<http://mobidiak.inf.unideb.hu>), <http://iam035.inf.unideb.hu/mobidiak/listdocument.mobi?id=50>.
- KLUGMAN, S., PANJER, H. and WILLMOT, G. [2004]: Loss Models, From Data to Decision, Wiley, Hoboken, New Jersey.
- PANJER, H. [1981]: Recursive evaluation of compound distributions, *Astin Bulletin*, 12, 22–26.
- PANJER, H. [2006]: Operational Risk, Modeling Analytics, Wiley, Hoboken, New Jersey.
- PANJER, H. and WILLMOT, G. [1986]: Computational Aspect of Recursive Evaluation of Compound Distributions, *Insurance: Mathematics and Economics*, 5, 113–116.
- Validációs kézikönyv, Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete [2006], http://www.pszaf.hu/engine.aspx?page=pszafhu_validacios&switch-content=pszafhu_validacios_20060331_3&switch-zone=Content%20Zone%204&switch-render-mode=full.

Abstract of the articles

THE OWNERSHIP STRUCTURE, GOVERNANCE AND PERFORMANCE OF FRENCH COMPANIES

PÉTER HARBULA

In this article I summarize the findings of my recent study of the ownership structure and operating performance of 150 large, publicly traded French companies during the 20-year period 1986–2005. Using EVA and CFROI as measures of performance and value creation, my research shows that, as in the case of U.S. family-owned companies, operating performance improves with increases in the concentration of ownership up to a certain point – around 30% – and then falls off as ownership becomes even more concentrated. My findings point to major agency problems within companies that historically have a „hard core” corporate shareholding system. But perhaps most important, my study presents clear evidence of extensive changes in French corporate ownership structures, with associated improvements in governance, during the past 20 years.

THE FACTORING AS A TYPE OF FINANCIAL SERVICES

ZOLTÁN NAGY

The national public and private law handle the factoring unkindly, but this essay focuses on the regulation of the public law and presents the concerning regulations of the Hungarian Loan-office Act.

This study details the regulation methods of the Central-East European countries with regard to the differences of the Hungarian regulation.

The author examines the judicial practice to demonstrate the contrast between the private and public regulations of the factoring, and uses the opinion of the Hungarian Financial Supervisory Authority. (These opinions are not legal sources, but affect the legal practice, and mediate the Authority’s view.)

As a conclusion the author points out the problems of the legislation. Inter alia he lays down that the factoring should be governed as an independent financial service and not as a special type of money lending. Furthermore the factoring should be distinguished from the request of claim.

The examination of the mentioned problems and legal cases should be guiding to the legal practice and the future legislation.

MONETARY INTEGRATION IN OPERATION

KATALIN BOTOS

There is a difference between the Fed's and the ECB's monetary policy. The article concentrates first of all on avoiding inflation. The Fed equally emphasizes the importance of growth and anti-inflationary policy.

The difference between the balance of payments situation of the two regions excludes that EU could follow the same aim as the Fed. The main difference is in the international role of the two currencies. US can generate economic development involving easily foreign resources because the dollar is the world currency. However, the ECB monetary policy was based originally on two pillars: monetary and economic analysis. But in the recent past, the accents have changed: now the economic analysis plays a decisive role.

Compared the two regions, US labour market is much more integrated. In Europe the differences by countries are great. This was even deepened by enlargement. Earlier the EU wanted to accelerate growth and catch up to US by deepening the integration. This has led to the monetary integration. The dramatic changes in the world imbalances happened just after the introduction of the euro. It has led to a new paradigm in the EU: instead of deepening to enlarging.

INTERNATIONAL STANDARD LOAN AGREEMENT

JUDIT KÓNYA

The article discusses the main features of the international loan agreement based on the Loan Market Association documentation which analysis can be considered as one of the pioneer-research fields in the Hungarian legal literature. The author highlights the clauses of the internationally used loan agreements – such as representations and warranties, covenants, special stipulations e. g. MAC clause – with giving examples of the solutions for creditor respectively borrower protection.

The significance of the analysis can be summarized in the fact that the clauses – which are used in an unchanged way even in the Hungarian loan documentation without domesticating the anglo-saxon clauses in the continental type of legal thinking – require some explanation. The explanation which the author provides focuses on the interpretation of the provisions why and how can they be used in a contract which is governed by the Hungarian law.

LDA BASED OPERATIONAL RISK SELF ASSESSMENT

BÉLA HAJNAL–ZOLTÁN KÁLLAI–GÁBOR NAGY

The paper reviews the model based on self risk assessment for operational risk, using Intesa Sanpaolo Group's methodology. Loss Distribution Approach, LDA is the standardized Group-level risk framework for quantitative and semi-quantitative assessment. Scenario analysis, as a component of semi-quantitative assessment is the only tool for analyzing extreme values, which are usually missing from historical database, and for risk forecast in case of significant organizational and environmental changes as well.