

**Pécsi Tudományegyetem
Állam és Jogtudományi Kar
Doktori Iskola**

**Érdekek és értékek az Európai Unió és az Egyesült Államok
vállalatfelvásárlási szabályozásában**

**Dr Halász Vendel
Doktori Értekezése**

**Témavezető:
Dr. habil. Kecskés András PhD
tanszékvezető**

Budapest-Pécs, 2015.

Tartalomjegyzék

I.	Fejezet A vállalatfelvásárlások elméleti, történeti és szabályozási háttere	
1.	A felelős társaságirányítás fogalma és értéktartalma.....	8
1.1.	A felelős társaságirányítás fogalma.....	8
1.2.	A részvényesek és a részvényesi érdekek elsődlegességét valló elmélet.....	13
1.3.	Az egyéb érdekeltek érdekeinek figyelembe vétele.....	18
2.	A vállalatfelvásárlások elméleti háttere.....	23
2.1.	A vállalatfelvásárlás meghatározása, az ellenséges vállalatfelvásárlás.....	23
2.2.	A vállalatfelvásárlások okait bemutató elméletek.....	25
2.2.1.	Bevezető.....	25
2.2.2.	Fegyelmezési elmélet.....	26
2.2.3.	Az együttműködési elmélet.....	32
2.2.4.	A hatékonyságnövelés elmélete.....	35
2.2.5.	A tökéletlen tőkepiacokból kiinduló „kizsákmányolás elmélet”.....	36
2.2.6.	A magatartástudományi megközelítésből kiinduló birodalomépítő elmélet.....	38
3.	A vállalatfelvásárlások története.....	40
3.1.	Bevezető.....	40
3.2.	Az első vállalatfelvásárlási hullám.....	41
3.3.	A második vállalatfelvásárlási hullám.....	42
3.4.	A harmadik vállalatfelvásárlási hullám.....	43
3.5.	A negyedik vállalatfelvásárlási hullám.....	45
3.6.	Az ötödik vállalatfelvásárlási hullám.....	47
4.	A vállalatfelvásárlások szabályozási háttere.....	48
4.1.	A vállalatfelvásárlások szabályozási háttere az Európai Unióban.....	48
4.1.1.	Az Európai Unió társaságirányítási képe.....	48
4.1.2.	A társasági jog és felelős társaságirányítás jogforrási rendszere az Európai Unióban.....	51
4.1.3.	A társaságok irányítási rendszere az Európai Unióban.....	54

4.1.4. A munkavállalói részvétel a társaságirányításban.....	57
4.1.5. A vállalatfelvásárlási jog releváns forrásai az Európai Unióban.....	58
4.2.A vállalatfelvásárlások szabályozási háttere az Egyesült Államokban.....	62
4.2.1. Az Egyesült Államok felelős társaságirányítási képe.....	62
4.2.2. A jogforrások rendszere az Egyesült Államok társasági jogában, különös tekintettel az igazgatók szerepére és a magatartásukra irányadó szabályokra...	65
4.2.3. A vállalatfelvásárlási jog releváns forrásai az Egyesült Államokban.....	72

II. Fejezet A részvényesi érdekek védelme az Európai Unió és az Egyesült Államok vállalatfelvásárlási szabályozásában

1. Az információhoz való hozzájutás szerepe a vállalatfelvásárlási tevékenységben...	75
1.1.Az információhoz való hozzájutás szerepe a modern tőkepiacokon.....	75
1.2.Az információhoz való hozzájutás szerepe vállalatfelvásárlási helyzetben.....	77
1.3.A nyilvánosan működő részvénytársaságban való befolyásszerzéshez kapcsolódó tájékoztatási kötelezettség.....	81
1.3.1. A befolyásszerzéshez kapcsolódó tájékoztatási kötelezettség szerepe.....	81
1.3.2. A befolyásszerzéshez kapcsolódó tájékoztatási kötelezettség szabályozása az Európai Unióban.....	83
1.3.3. A befolyásszerzéshez kapcsolódó tájékoztatási kötelezettség az Egyesült Államokban.....	85
1.4.A céltársaságra vonatkozó információk biztosítása.....	90
1.4.1. A céltársaságra vonatkozó információk biztosításának jelentősége.....	90
1.4.2.A céltársaságra vonatkozó információk biztosítása az Európai Unióban.....	91
1.4.3.A céltársaságra vonatkozó információk biztosítása az Egyesült Államokban.....	94
1.5. A nyilvánosan működő részvénytársaságokra tett vételi ajánlatok tartalmi elemei	95
1.5.1.A vételi ajánlatok tartalmi elemei az Európai Unióban.....	95
1.5.2.A vételi ajánlatok tartalmi elemei az Egyesült Államokban.....	96
2. Az ajánlattevő részvényeseit érintő érdekkonfliktusok és szabályozásuk.....	99
3. A céltársaság részvényeseit érintő érdekkonfliktusok és szabályozásuk az Európai Unióban és az Egyesült Államokban.....	105
3.1.A céltársaság részvényeseit érintő érdekkonfliktusok.....	105

3.1.1. Bevezető.....	105
3.1.2. A céltársaság részvényeseit érintő érdekkonfliktusok a koncentrált tulajdonosi struktúrában.....	108
3.1.3. A céltársaság részvényeseit érintő érdekkonfliktusok a szórt tulajdonosi struktúrával rendelkező társaságokban.....	111
3.1.4. Összefoglalás.....	113
3.2. A céltársaság részvényeseinek érdekeit védő szabályozási megoldások az Európai Unióban.....	114
3.2.1. A nyilvános vételi ajánlattétel kötelezettsége az Európai Unióban.....	114
3.2.2. A tagállamok által biztosított kivételek a kötelező ajánlattételi szabály alól	121
3.2.3. A kötelező vételi ajánlat során fizetett méltányos ár meghatározásának szabályai.....	129
3.2.4. A kötelező vételi ajánlat elfogadására nyitva álló időszak szabályozása.....	134
3.2.5. A kötelező vételi ajánlaton túlmutató további védelem.....	135
3.2.6. A kötelező vételi ajánlattételi szabállyal kapcsolatos gyakorlati tapasztalatok.....	137
3.2.7. A kiszorítás (squeeze-out) és az eladási jog (sell-out).....	138
3.2.8. A kiszorítás (squeeze-out) és az eladási jog (sell-out) az Európai Unióban	140
3.2.9. A kiszorítás és az eladási jog gyakorlati alkalmazásának értékelése.....	146
3.3. A céltársaság részvényeseinek érdekeit védő szabályozási megoldások az Egyesült Államokban.....	147
3.3.1. A Securities and Exchange Act szabályozása.....	147
3.3.2. A Securities and Exchange Commission által felállított szabályok.....	149
3.3.3. Az ún. tisztességes árat előíró tagállami szabályozások.....	154
3.3.4. Az ún. irányítást biztosító részesedés-megszerzési törvények.....	161
3.3.5. Az ún. üzleti kombinációs törvények.....	167
3.3.6. Az egyesületekre vonatkozó további különös szabályok.....	174
3.3.7. Az ún. értékelési jog.....	176
3.3.8. Kiszorítás és eladási jog az Egyesült Államokban.....	181
4. A céltársaság részvényesei és menedzsmentje között jelentkező érdekellentét vállalatfelvásárlási helyzetekben.....	183
4.1. Az érdekellentéttel kapcsolatos elméleti megközelítések.....	183
4.1.1. Általános gondolatok az érdekellentét megjelenéséről.....	183

4.1.2.	A részvényesi jólét maximalizálásának elmélete a vállalati vezetők passzivitása által.....	186
4.1.3.	A hasznok elosztását középpontba állító elmélet (distributional approach)	191
4.1.4.	Hosszú távú részvényesi és társadalmi jólét elmélete (long-term shareholder and social welfare theory).....	195
4.2.	A vállalatfelvásárlási ajánlatról való döntéshozatal szabályozása az Európai Unióban.....	200
4.2.1.	Az ún. semlegességi (neutralitási) szabály.....	200
4.2.2.	Az ún. semlegességi szabály érvényesülése az Európai Unió tagállamaiban	206
4.2.3.	A semlegességi szabály hatásainak értékelése.....	208
4.3.	A menedzsment magatartására vállalatfelvásárlási helyzetben irányadó szabályok az Egyesült Államokban.....	209
4.3.1.	A menedzsment magatartására vállalatfelvásárlási helyzetben irányadó szabályok szempontjából releváns jogforrások.....	209
4.3.2.	Az Unocal Corporation v. Mesa Petroleum eset.....	211
4.3.3.	Moran v. Household International Inc. eset – az ún. poison pill védekezési módszer megítélése Delaware állam joggyakorlatában.....	216
4.3.4.	A Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc. eset – az igazgatótanács helyes magatartása a vállalat értékesítése során.....	221
4.3.5.	A Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc. eset.....	228
4.3.6.	Az Unitrin, Inc. v. American General Corporation eset – az igazgatótanács döntési jogkörének további kiterjesztése.....	232
4.3.7.	Összegzés.....	237
5.	A részvényesi érdekek védelmének értékelése az Európai Unió és az Egyesült Államok vállalatfelvásárlási szabályozásában.....	238
5.1.	Az információhoz való hozzájutást biztosító szabályozás értékelése.....	238
5.2.	A céltársaság részvényeseinek érdekeit védő szabályozási megoldások értékelése.....	243
5.3.	A céltársaság részvényesei és menedzsmentje között jelentkező érdekellentét szabályozásának értékelése.....	253

III.Fejezet Az egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vétele vállalatfelvásárlási helyzetekben

1. A vállalatfelvásárlások egyéb érdekelttekre gyakorolt hatásai.....	259
1.1. A vállalatfelvásárlások egyéb érdekelttekre gyakorolt hatásairól rendelkezésre álló empirikus tapasztalatok.....	259
1.2. Az egyéb érdekelték érdekeinek vállalatfelvásárlási helyzetben való figyelembevételével kapcsolatos elméleti háttér.....	263
2. Az egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vétele az Európai Unió vállalatfelvásárlási szabályozásában.....	269
2.1. A munkavállalói érdekek figyelembe vétele az Európai Unió vállalatfelvásárlási szabályozásában.....	269
2.2. A munkavállalók körén kívül eső egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vétele az Európai Unió vállalatfelvásárlási szabályozásában.....	275
2.3. Az egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vételére az Európai Unióban kialakított szabályozás értékelése.....	281
3. Az egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vétele az Egyesült Államok vállalatfelvásárlási szabályozásában.....	281
3.1. Az egyéb érdekelték érdekeinek megjelenése az Egyesült Államok vállalatfelvásárlási szabályozásában.....	282
3.2. Az ún. üzleti kombinációs törvények, mint az egyéb érdekeltet védő tagállami jogalkotás elemei.....	283
3.3. Az egyéb érdekelték érdekeinek megjelenése a vállalatfelvásárlásokkal kapcsolatos bírói gyakorlatban.....	285
3.4. Az egyéb érdekelték érdekeit figyelembe vevő tagállami jogalkotás.....	287
3.4.1. Az egyéb érdekelték érdekeit figyelembe vevő tagállami jogalkotás kialakításának háttére.....	287
3.4.2. Az egyéb érdekelték érdekeit figyelembe vevő tagállami jogalkotás gyakorlati érvényesülése.....	292
3.5. Az egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vételét biztosító tagállami jogalkotás elemzése.....	295
3.5.1. A felhatalmazó jellegű szabályozások.....	295

3.5.1.1.	Arizona.....	297
3.5.1.2.	Florida.....	298
3.5.1.3.	Hawaii.....	299
3.5.1.4.	Iowa.....	299
3.5.1.5.	Indiana.....	301
3.5.1.6.	Kentucky.....	303
3.5.1.7.	Louisiana.....	304
3.5.1.8.	Maine.....	305
3.5.1.9.	Massachusetts.....	306
3.5.1.10.	Minnesota.....	307
3.5.1.11.	Nevada.....	307
3.5.1.12.	New Jersey.....	308
3.5.1.13.	Új-Mexikó.....	309
3.5.1.14.	New York.....	310
3.5.1.15.	Észak Dakota.....	311
3.5.1.16.	Ohio.....	312
3.5.1.17.	Oregon.....	313
3.5.1.18.	Rhode Island.....	313
3.5.1.19.	Tennessee.....	315
3.5.1.20.	Wisconsin.....	317
3.5.1.21.	Vermont.....	318
3.5.1.22.	Wyoming.....	319
3.5.2.	Kötelező erejű tagállami szabályozás az egyéb érdekelték figyelembe vételére.....	321
3.5.3.	Az egyéb érdekelték érdekeit figyelembe vevő tagállami szabályozások értékelése.....	326
4.	Az egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vételét biztosító szabályozási megoldások értékelése.....	327
IV. Fejezet Záró következtetések.....		334

I. Fejezet

A vállalatfelvásárlások elméleti, történeti és szabályozási háttere

1. A felelős társaságirányítás fogalma és értéktartalma

1.1. A felelős társaságirányítás fogalma

A felelős társaságirányítás fogalmi meghatározását azért látom fontosnak dolgozatom elején bemutatni, mivel e fogalomból következtethetünk arra, hogy a nyilvánosan működő részvénytársaságok irányítása során mely érdekek (és értékek) szem előtt tartása kívánatos. Szintén rámutat e fogalom tartalma, hogy mely magatartás feleltethető meg a felelős társaságirányítás követelményének. Ez pedig hasznos útmutatást adhat arra vonatkozóan, hogy a jelentős érdekkonfliktusok lehetőségét magában hordozó vállalatfelvásárlási tevékenység esetében milyen szabályozási megoldásokat indokolt alkalmazni. Ezen túlmenően még azt is megjegyezném, hogy – bizonyos megközelítések¹ – kiemelik a vállalatfelvásárlások, mint fontos felelős társaságirányítási ellenőrzési mechanizmusok szerepét.

Már a kora újkori társasági formák kialakulásától kezdve velünk vannak a felelős társaságirányítási problémák. Például a korai 17. században a Holland Kelet-Indiai Társaság² működését komolyan befolyásolta az igazgatók és a részvényesek közötti érdekkonfliktus.³ A kiváló angol közgazdász, *Adam Smith*⁴ a 18. században szintén felhívta a figyelmet arra, hogy a nem kellően számonkérhető menedzserek gyengíthetik a társaságok teljesítményét.⁵ A felelős társaságirányítás modern tudományának ébredését azonban elfogadott 1932-re datálni. Ekkor jelent meg *Adolf A. Berle*⁶ és *Gardiner C. Means*⁷ professzorok *The Modern*

¹ Lásd ennek kapcsán pl. Henry Manne álláspontját: MANNE, Henry G., *Mergers and the Market for Corporate Control*, *Journal of Political Economy*, Vol. 73. No. 2. (1965); COFFEE, John C., *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, *Columbia Law Review*, Vol. 84. Issue 5. (1984.) 1199-1200. old

² Lásd KAJTÁR, István, *Egyetemes Állam és Jogtörténet*, (Dialog Campus, 2005)

³ Lásd WELLS, Harwell, *The Birth of Corporate Governance*, *Seattle University Law Review*, Vol. 33. Issue 4. (2010.) 1247.

⁴ Adam Smith, élt 1723-1790-ig. Skót származású klasszikus közgazdász és filozófus. A modern közgazdaságtudomány megalapozójának tekinthetjük. Különösen jelentős a modern közgazdaságtudományra gyakorolt hatása szempontjából az 1776-ban megjelent *A nemzetek gazdagsága* című műve (eredeti nyelven: *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*).

⁵ Lásd FALASCHETTI, Dino, *Shareholder Democracy and Corporate Governance*, *Review of Banking and Financial Law*, Vol. 28. Issue 2. (2009) 554. old.

⁶ Adolf A. Berle, élt 1895-1971-ig. 1916-ban elvégezte a Harvard Law School-t, a valaha volt legfiatalabb végzősként az iskola történetében (21 éves korában). A Columbia Law School társasági jog professzora 1927-1967-ig, ügyvéd, diplomata.

⁷ Gardiner C. Means, élt 1896-tól 1988-ig. Közgazdász, a Harvard egyetem tanára.

Corporation and Private Property című kötete. A mű felvázolta a felelős társaságirányítás és menedzsment-tudomány egy alapvető, mára klasszikusnak számító problémáját, nevezetesen a vállalat feletti közvetlen irányítás és tulajdonlás elválasztását és az ebből adódó érdekkonfliktusok lehetőségét a modern részvénytársaságban.⁸

Érdeemes megemlékeznünk arról, hogy *Berle* és *Means* klasszikus kérdésfeltevése a mai álláspontokhoz viszonyítva még meglehetősen korlátozott volt. Kiindulópontként felismerték azt, hogy az egyre növekvő vállalatokban, melyek tulajdonosi szerkezete egyre inkább szórt képet mutatott,⁹ valójában a menedzsment gyakorolja¹⁰ a vállalat feletti tényleges irányítást. Ezzel kapcsolatban pedig azt a logikus kérdést tették fel, hogy van-e bármiféle igazolás arra a feltételezésre vonatkozóan, hogy a modern társaságokat ténylegesen irányítók e tevékenységük során a tulajdonosi (*részvényesi*) érdekeknek megfelelően fognak eljárni?¹¹ Sajnos számos eset¹² mutatott rá arra, hogy a vállalatot irányító menedzsment a tulajdonosi (és egyéb) érdekek szem előtt tartása helyett saját célokat (is) követett. *Berle* és *Means* pontosan felismerte ezt a veszélyt, és ennek hangot is adtak művükben. Kifejtették, hogy a tulajdonlás és a vállalat feletti irányítás elválasztása olyan helyzetet teremt, melyben a tulajdonos és a vállalat végső vezetőjének érdekei különbözhetnek, és gyakran különböznek is. Az érdekek e szétválásának megelőzése, illetve legalábbis annak hatásainak csökkentése vált a felelős társaságirányítás tudományának egyik kulcskérdésévé.¹³ E megközelítés szerint

⁸ Lásd WELLS, Harwell, *The Birth of Corporate Governance*, Seattle University Law Review, Vol. 33. Issue 4. (2010.) 1247., 1251., 1286-1291. old.

⁹ Adolf A. Berle és Gardiner Means vizsgálataihoz az Amerikai Egyesült Államokban megfigyelhető vállalatípus és tulajdonosi szerkezet nyújtott kiindulási alapot. Európában a tulajdonosi szerkezettel és felelős társaságirányítással kapcsolatos kérdések némiképp eltérően jelentkeznek. Lásd például SPEECKAERT, Patrick, *Corporate Governance in Europe*, Fordham Finance, Securities and Tax Law Forum, Vol. 2. (1997); SHU-ACQUAYE, Florence, *Corporate Governance Issues: United States and the European Union*, Houston Journal of International Law, Vol. 29. Issue 3. (2007) 583-624. old; SALACUSE, Jeswald W., *Corporate Governance, Culture and Convergence: Corporations American Style or with a European Touch*, European Business Law Review, Vol. 14. Issue 5. (2003) 471-496.,

¹⁰ Az Egyesült Államokban a vállalatot vezető menedzserek, a CEO-k általában különösen jelentős, domináns hatalmi pozíciót foglalnak el az egyes vállalatok élén. Kulcsszerepet játszanak például a tevékenységüket felügyelő igazgatótanácsok összeállításában, a szavazások lebonyolításában, illetve általában véve a vállalatvezetésben. Lásd RAMIREZ, Steven A., *American Corporate Governance and Globalization*, Berkeley La Raza Law Journal, Vol. 18. (2007) 55-59.

¹¹ Lásd WILLIAMSON, Oliver, *Corporate Governance*, The Yale Law Journal, Vol. 93. Issue 7. (1984) 1199. old.

¹² Lásd erről Dr. Kecskés Andrásnak a 2000-es évek elején kirobbant amerikai vállalati botrányokat bemutató tanulmányait. Így pl. KECSKÉS, András, *Post Enron, Post Sarbanes-Oxley – De mi változott?* In: Szikora Veronika (szerk.) *Kihívások és lehetőségek napjaink magánjogában: tanulmánykötet* 223-258. old.; KECSKÉS, András, *Az Enron-botrány és az üzleti jog rohadt almái*, Magyar Jog, 55. évf. 6. szám. (2008) 429-440. old.; KECSKÉS, András, *Az Enron botrány üzleti jogi kérdései*, In: Ádám Antal (szerk.) *PhD Tanulmányok* 6.. Pécs: PTE ÁJK Doktori Iskola, 2007. 223-254. old.

¹³ Lásd BAINBRIDGE, Stephen M., *The Politics of Corporate Governance*, Harvard Journal of Law and Public Policy, Vol. 18. Issue 3. (1995.) 672. old.

mivel végül is a részvényesek a társaságok tulajdonosai, a társaságoknak az ő érdekeiket kell szolgálniuk.¹⁴

A részvényesi, mint tulajdonosi érdekek fontosságának elismerése mellett ugyanakkor nem tekinthetünk el a vállalatokkal kapcsolatban álló egyéb érdekek szerepének hangsúlyozásától sem. A felelős társaságirányítás fogalma, e fogalom terjedelme ennek megfelelően széles spektrumot ölelhet fel. Egyes álláspontok szűken értelmezik a felelős társaságirányítás fogalmát, és azt például a társasági tevékenység ellenőrzésének, felügyeletének struktúrája szempontjából közelítik meg. Ezzel párhuzamosan különös hangsúlyt helyeznek olyan területekre, mint az igazgatótanács megfelelő szerepe, a külső igazgatótanácsi tagok funkciója, illetve olyan sajátos kérdésekre, mint pl. hogy az ún. *CEO*¹⁵ betöltheti-e egyúttal az igazgatótanács elnöki pozícióját.¹⁶ Más megközelítések viszont jóval tágabb aspektusból közelítik meg a felelős társaságirányítást. Így eljuthatunk egy olyan tág nézőponthoz, melyben a felelős társaságirányítás ahhoz az általános magatartáshoz kapcsolódik, ahogy a társaságok kifejtik tevékenységüket egy társadalomban.¹⁷ Ez a két eltérő megközelítés is rámutat arra, hogy a felelős társaságirányítás definíciójával kapcsolatos eltérő álláspontok milyen széles spektruma lelhető fel a tudományos szakirodalomban.

*Hillary Sale*¹⁸ professzor szerint például a felelős társaságirányítás kifejezést széles körben használják a vállalat tisztségviselői, az igazgatók és a részvényesek közötti hatalmi egyensúly leírására. A helyes (felelős) társaságirányítás egyensúlyt hoz létre aközött, amit a vállalat tisztségviselői és igazgatói tesznek, és amit a részvényesek kívánnak. A kifejezés arra utal, hogy a menedzserek megfelelő ösztönzéssel rendelkeznek a részvényesek érdekében való munkavégzésre, és hogy a részvényesek megfelelően tájékozottak a menedzserek tevékenységével kapcsolatban.¹⁹ Bár számos különböző megközelítést olvashatunk a felelős társaságirányítás meghatározásáról, a legtöbb ezek közül kiemeli annak szükségességét, hogy minimalizáljuk a vállalat feletti tulajdonlásnak és az irányításának elválasztásából adódó

¹⁴ Lásd FALASCETTI, Dino, *Shareholder Democracy and Corporate Governance*, Review of Banking and Financial Law, Vol. 28. Issue 2. (2009.) 553. old.

¹⁵ A CEO a tőzsdei részvénytársaság operatív irányításának vezetője. Lásd HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 177-178. old.

¹⁶ Lásd ennek kapcsán például a The UK Corporate Governance Code (September, 2014.) vonatkozó rendelkezéseit. Main Principle A.2. Elérhető (2015. május 11.): <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Corporate-Governance-Code-2014.pdf>

¹⁷ Lásd COURCHENE, Thomas J., *Corporate Governance as Ideology*, Canadian Business Law Journal, Vol. 26. Issue 2. (1996.) 202. old.

¹⁸ Hillary A. Sale a Washington University of Law jogtudományi és menedzsment professzora.

¹⁹ Lásd SALE, Hillary A., *Delaware's Good Faith*, Cornell Law Review, Vol. 89. Issue 2. (2004) 456, 460. old., WELLS, Harwell, *The Birth of Corporate Governance*, Seattle University Law Review, Vol. 33. Issue 4. (2010.) 1252. old.

problémákat.²⁰ Az alábbiakban a teljesség igénye nélkül bemutatunk eltérő megközelítéseket, majd megadjuk a jelen műben a további kutatások kiindulási pontjául szolgáló meghatározást. *Bhattacharyya* professzor²¹ megállapítása szerint a felelős társaságirányítás a válasz az ügynökség-problémákra (*agency-problem*), amelyek a vállalat feletti tulajdonlás és irányítás elválasztásából adódnak. *Michael C. Jensen*²² és *William H. Meckling*²³ 1976-os munkájukban²⁴ pedig már megfogalmazták, hogy az ügynökség-problémák benne rejlenek minden „*társasági tevékenységben*”, mivel bármely „*társasági tevékenység*” résztvevőinek megvannak a saját preferenciái és részrehajlása, és lehetséges, hogy nem olyan módon járnak el, mint ahogy azt más érdekeltek feltételezik.²⁵

Az *OECD* megközelítésében a felelős társaságirányítás egy kulcsfontosságú tényező a gazdasági hatékonyság és növekedés elősegítésében, illetve a befektetői bizalom erősítésében. A felelős társaságirányítás átfogja a vállalat menedzsmentje, igazgatótanácsa, részvényesei és egyéb érdekeltjei közti viszonyrendszert. A felelős társaságirányítás biztosítja továbbá azt a keretet, melyen keresztül a társaság célkitűzéseit kijelölik, illetve ahogy az ezek elérésére szolgáló eszközöket, valamint a teljesítmény nyomon követésének módját meghatározzák. A valóban felelős társaságirányításnak megfelelő ösztönzést kell biztosítani a menedzsment és az igazgatótanács számára, hogy azok olyan célokat kövessenek, melyek a társaság és részvényeseinek érdekében állnak, illetve elő kell mozdítani a hatékony nyomon követést.²⁶ *Andrei Shleifer*²⁷ és *Robert W. Vishny*²⁸ álláspontja szerint a felelős társaságirányítás tudománya azokkal a módszerekkel foglalkozik, amelyekkel a vállalatok számára finanszírozást nyújtok biztosítják maguknak, hogy nyereséget fognak elérni befektetésükkel.²⁹

²⁰ Lásd WELLS, Harwell, *The Birth of Corporate Governance*, Seattle University Law Review, Vol. 33. Issue 4. (2010.) 1252. old.

²¹ Asish K. Bhattacharyya professzor, az indiai Indian Institute of Corporate Affairs School of Corporate Governance and Public Policy vezetője.

²² Michael C. Jensen a Harvard Business School Business Administration professzor emeritusa.

²³ William H. Meckling a University of Rochester William E. Simon Graduate School of Business Administration dékánja volt 1964 és 1983 között.

²⁴ Lásd JENSEN, M.C., MECKLING, W., *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and capital structure*, Journal of Financial Economics. Vol. 3. No. 4. (1976) 305-360. old.

²⁵ Lásd BHATTACHARYYA, Asish K., *Public Enterprises – Corporate Governance and the Role of Government*, (2005) 4. old. Elérhető (2012. április 30.): http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=697381; JENSEN, M.C., MECKLING, W., *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and capital structure*, Journal of Financial Economics. Vol. 3. No. 4. (1976) 357. old.

²⁶ Lásd OECD – Organisation for Economic Co-Operation and Development, *OECD Principles of Corporate Governance*, 2004, OECD Publishing, 11. old. Elérhető (2012. április 30.): <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>,

²⁷ Andrei Shleifer a Harvard Egyetem közgazdász professzora.

²⁸ Robert W. Vishny az University of Chicago Booth School of Business pénzügyek professzora.

²⁹ Lásd SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert W., *A Survey of Corporate Governance*, The Journal of Finance, Vol. 52. No. 2. (1997) 737. old.

William L. Megginson³⁰ professzor pedig egy állam felelős társaságirányítási rendszerének meghatározását úgy adja meg, mint törvények, intézmények, gyakorlatok és szabályozások halmazát, melyek meghatározzák, hogy a korlátolt felelősséggel rendelkező társaságokat miként irányítsák, és kinek az érdekében.³¹

Figyelemreméltó és már meglehetősen tág perspektívából közelíti meg a felelős társaságirányítás kérdéskörét Rick Julien és Larry Rieger. Véleményük szerint a felelős társaságirányítás egy szervezeten belül az a rendszer, mely védi a különböző érdekelti (stakeholder) csoportjainak az érdekeit. A legjobb megközelítések felismerik, hogy az érdekelti kör túlmutat a részvényeseken, és beletartoznak a fogyasztók, a munkavállalók, a beszállítók, a már visszavonult személyek, a közösségek, a kölcsönt nyújtók és egyéb hitelezők.³²

A jelen műben szereplő kutatások során kiindulópontul a Kecskés András által 2011-ben, *Felelős társaságirányítás: Corporate Governance* című könyvében megfogalmazott definíciót tekintetem. Ez alapján a felelős társaságirányítás (corporate governance) a) a társaságok felelős irányítási rendszere, b) amely a társaság ügyvezetése, tulajdonosai, munkavállalói és más érintettek közötti relációk viszonylatában realizálódik, c) amely a profitorientált működés törvényes, etikus, ésszerű, hatékony és társadalmi szinten is hasznos megoldásain alapul, d) és amelynek szabályait a jogszabályok, a piac és az üzleti szféra önszabályozó mechanizmusai alakítják.³³ Fontos kiemelni, hogy a meghatározás nem csupán a felelős társaságirányítás fogalmát adja meg számunkra. Ezen túlmenően alapvető igazodási pontot nyújt abban a tekintetben is, hogy a nyilvánosan működő részvénytársaságok világában mely érdekelték és érdekek vannak jelen, tarthatnak számot figyelemre, és akár jogi vagy egyéb szabályozásban megnyilvánuló védelemre.

A felelős társaságirányítás fejlődése során álláspontom szerint is megfigyelhető, hogy a jelentősebb válságok, vállalati összeomlási hullámok (melyek komolyabb közérdeklődésre

³⁰ William L. Megginson a The University of Oklahoma Michael F. Price College of Business professzora.

³¹ Lásd MEGGINSON, William L., *Corporate Governance in Publicly-Quoted Companies*; For presentation at the Conference on: Corporate Governance of State-Owned Enterprises in China (Beijing, China, January 18-19, 2000.) (OECD) 4-5. old. Elérhető (2012. április 21): <http://www.oecd.org/dataoecd/47/27/1923755.pdf>

³² Lásd ZHAO, Jingchen, Dr., *The Curious Case of Stakeholder Theory: Calling for a More Realistic Theory*, International Trade and Business Law Review, Vol. 17. Issue 1. (2014) 9. old.; JULIEN, Rick, RIEGER, Larry, *The missing link in corporate governance: Risk manager's role in corporate governance*, Risk Management, No. 4. Vol. 50. (2003) 32-33. old.; Lásd még HALÁSZ, Vendel, *A nemzeti tulajdonú vállalatok felelős társaságirányítási reformalternatívái*, Kézirat, (2012.) Fellelhető: Corvinus Egyetem Könyvtára (szakdolgozat)

³³ Lásd KECSKÉS, András, *Felelős társaságirányítás: Corporate Governance* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 1-387. old.

tartanak számot) e tudományág – legalábbis átmeneti – felértékelődéséhez vezetnek.³⁴ Jól megfigyelhető volt ez például az új évezred elején, az *Enron*, illetve az azt követő (*WorldCom*, *Global Crossing* stb.) vállalati botrányok esetében, melyek utat nyitottak a felelős társaságirányítás területén egy drámai változásokat hozó jogalkotási hullámnak az Egyesült Államokban (és azon túlmutatóan is).³⁵ Amikor ugyanis válságokkal kerülnek szembe, a kormányok, a piac és a társaságok egyaránt érdekeltek a gyors reagálásban a befektetői bizalom visszaszerzése érdekében. A hatékony (vagy a hatékonyság látszatát keltő) beavatkozás szintén azt a képet mutatja, hogy e szereplők urai a helyzetnek, és teszik kötelességüket. Nem véletlen, hogy az Egyesült Államokban az új évezred elején lezajlott vállalati botrányok komoly szabályozási reformot indítottak el.³⁶ És mivel az új évezred ez idáig nem szűkölködött vállalati botrányokban és egyéb piaci kihívásokban, a felelős társaságirányítás evolúciója szempontjából az elmúlt időszak rendkívül mozgalmasnak tekinthető.

1.2. A részvényesek és a részvényesi érdekek elsődlegességét valló elmélet

Az elmélet azon alapul, hogy a társaság tevékenységének elsődleges célja, és éppen ezért a vállalatot irányító vezetők elsődleges felelőssége, illetve a társasági jog elsődleges feladata a részvényesek befektetéseire jutó hozam maximalizálása.³⁷ Tehát a részvényesi érdekek elsődlegességét hangsúlyozó elmélet alapján a vállalatok vezetői csak (de legalábbis elsősorban) a társaság részvény-tulajdonosai érdekében hozhatják meg döntéseiket. A részvényesi érdekek elsődlegessége visszatükröződik abban az axiómában, hogy a társaság egyetlen célja a profit maximalizálása, illetve, hogy a menedzsment célja a részvényesi jólét maximalizálása.³⁸ Ennek az elvnek már jól érzékelhető volt a gyakorlati megjelenése a *Dodge v. Ford Motor Co.* ügy kapcsán 1919-ben hozott bírósági határozatban.³⁹ Ebben az ügyben a

³⁴ Lásd YANG, Lei, *Corporate Scandals and Corporate Governance Agenda*, US-China Law Review, Vol. 3. Issue 4. (2006) 75. old.

³⁵ Lásd THOMPSON, Robert B., *Corporate Governance after Enron*, Houston Law Review, Vol. 40. Issue 1. (2003) 99. old.

³⁶ Lásd YANG, Lei, *Corporate Scandals and Corporate Governance Agenda*, US-China Law Review, Vol. 3. No. 4. (2006) 75. old.; DIPLOCK AO, Jane, *Corporate Governance Post-Enron*, Waikato Law Review, Vol. 13. (2005) 63, 69. old.

³⁷ Lásd MILLON, David, *Shareholder Primacy in the Classroom After the Financial Crisis*, Journal of Business & Technology Law, Vol. 8. Issue 1. (2013) 191. old.

³⁸ Lásd SPRAGUE, Robert, J.D., LYTTLE, Aaron J., J.D., *Shareholder Primacy and the Business Judgment Rule: Arguments for Expanded Corporate Democracy*, Stanford Journal of Law, Business & Finance, Vol. 16. Issue 1. (2010) 3, 4-5. old.

³⁹ Indoklt megjegyezni, hogy már ezt megelőzően is született több olyan jelentős bírói határozat az Egyesült Államokban, mely a részvényesi érdekek elsődlegességére engedett következtetni. Ezek között említhetjük az

részvényesek azért perelték be a *Ford Motor Company*-t, mert a társaság haszontöbbletét a gépkocsik árcsökkentésére használta fel osztalékfizetés helyett. A *Michigan Supreme Court* (Michigani Legfelsőbb Bíróság) a döntéshozatal során abból indult ki, hogy a társaságokat elsődlegesen a részvényesek profitja érdekében hozzák létre és működtetik. Ebből azt a következtetést vonta le, hogy az igazgatónak e cél szolgálatába kell állítaniuk hatalmukat.⁴⁰ A tudomány világában ezt a megközelítést jól tükrözte *Adolf A. Berle* professzor álláspontja. 1931-ben a *Harvard Law Review* hasábjain megjelent *Corporate Powers as Powers in Trust* című tanulmányát a napjainkban részvényesi érdekek elsődlegességét valló elméletként ismert megközelítés fontos alapvetéseként értékelhetjük.⁴¹ *Berle* professzor már tanulmányának elején egyértelműen kijelenti, hogy egy társaságra vagy annak menedzsmentjére, vagy a társaságban jelenlévő bármely csoportra ruházott minden hatáskör, eredjen az akár törvényből, akár az alapszabály rendelkezéseiből, vagy mindkettőből, szükségszerűen és mindenkor csak valamennyi részvényes felbecsülhető érdekében gyakorolható, annak megfelelően, ahogy érdekeik megjelennek.⁴² Ennek megnyilvánulásaként emeli ki például, hogy az új részvények kibocsátását lehetővé tevő hatáskört mindenkor azzal a korlátozással kell gyakorolni, hogy a kibocsátás a társaság meglévő és leendő részvényeseinek érdekeit védje.⁴³ Az osztalék nyújtására vagy az osztalék visszatartására vonatkozó hatáskörrel is úgy kell élni, hogy az ne csak a társaság, mint egész javára váljon, hanem hogy minden részvényes javát is szolgálja olyan mértékben, amilyen mértékben ez lehetséges.⁴⁴ Szintén kiemelte, hogy a társaság más társaságra való átruházását – történjen az akár egyesüléssel, részvénycsere-ügylettel, eszközértékesítéssel, vagy bármely más módon – lehetővé tevő

Ohio Supreme Court 1831-es döntését a *Taylor v. Miami Exporting Co.* ügyben, vagy a New York Court of Chancery 1832-es döntését a *Robinson v. Smith* ügyben. Ez utóbbi ügyben hozott döntést a részvényesi érdekek elsődlegességét valló nézet megszületésének is tekintik. A részvényesi érdekek elsődlegessége szintén visszaköszön a United States Supreme Court (Legfelsőbb Bíróság) által 1855-ben a *Dodge v. Woolsey* ügyben hozott határozatban. Lásd SMITH, Gordon D., *The Shareholder Primacy Norm*, *The Journal of Corporation Law*, Vol. 23. Issue 2. (1998) 306-309. old.

⁴⁰ Lásd SPRAGUE, Robert, J.D., LYTTLE, Aaron J., J.D., *Shareholder Primacy and the Business Judgment Rule: Arguments for Expanded Corporate Democracy*, *Stanford Journal of Law, Business & Finance*, Vol. 16. Issue 1. (2010) 3, 5. old.

⁴¹ Lásd STOUT, Lynn A., *Bad and Not-so-Bad Arguments for Shareholder Primacy*, *Southern California Law Review*, Vol. 75. Issue 5. (2002) 1189. old.

⁴² Lásd BERLE, Adolf A., *Corporate Powers As Powers in Trust*, *Harvard Law Review*, Vol. 44. Issue 7. (1931) 1049. old.; STOUT, Lynn A., *Bad and Not-So-Bad Arguments for Shareholder Primacy*, *Southern California Law Review*, Vol. 75. Issue 5. (2002) 1189. old.

⁴³ Lásd BERLE, Adolf A., *Corporate Powers As Powers in Trust*, *Harvard Law Review*, Vol. 44. Issue 7. (1931) 1050. old.

⁴⁴ Lásd BERLE, Adolf A., *Corporate Powers As Powers in Trust*, *Harvard Law Review*, Vol. 44. Issue 7. (1931) 1060. old.

hatáskört csak oly módon szabad gyakorolni, hogy minden részvényosztályhoz tartozó részvényes saját érdekeit elismerik, és szilárd védelemben részesítik.⁴⁵

A részvényesi érdekek elsődlegességét valló elmélet helyességének alátámasztására szolgáló egyik legfontosabb és legáltalánosabb megközelítés a részvényesek tulajdonosi pozíciójából indul ki. Ez alapján a nyilvánosan működő részvénytársaság a részvényesei. Ennek az érvrendszernek egy tipikus megnyilatkozása *Milton Friedman*⁴⁶ 1970-ben a *New York Times* hasábjain megjelent esszéjében olvasható. Ebben úgy érvelt, hogy mivel a társaság részvényesei az üzlet tulajdonosai, ezért az egyetlen társadalmi felelőssége a vállalatnak a profitjának növelése.⁴⁷ E hagyományos megközelítés alapján a részvényesek a társaság tulajdonosai. A társaságoknak a tulajdonosaitól elkülönül jogi személyisége, és az igazgatótanács irányítja őket, melynek tagjait a részvényesek választhatják meg. Ez a testület van megbízva a társaság üzleti tevékenységének és ügyeinek vitelével. A jog ugyanakkor az Egyesült Államokban azt a bizalmi kötelezettséget ruházza az igazgatókra, hogy a részvényesek legjobb érdekében járjanak el. Mindenki más pedig – ide sorolva a munkavállalókat, hitelezőket, és fogyasztókat – harmadik (tehát kívülálló) szereplőnek tekinthető, aki a társasággal szerződéses kapcsolatba lép. A kölcsönösen előnyös szerződéseken mindenki nyer, míg a társadalom a társaság által teremtett lehetőségekből profitál.⁴⁸ Ebből az következik, hogy a részvényeseken kívül más szereplők nem minősülnek a társaság belső viszonyrendszere, döntéshozatali folyamata szempontjából – szerződéses kapcsolatukon túlmutatóan – figyelembe veendő tényezőnek.

Az alapvetően második leggyakrabban hangoztatott érvrendszer már nyitva hagyja annak lehetőségét, hogy a részvényesek nem feltétlenül a társaság (szoros értelemben vett) tulajdonosai. Ugyanakkor ezen álláspont szerint ők legalábbis az egyetlen többletértékre jogosultak (*residual claimant*) a társaságban. Ennek mentén érvelt például *Frank H. Easterbrook*⁴⁹ és *Daniel R. Fischel*⁵⁰. E megközelítés abból indult ki, hogy egy társaságot szerződések összefüggésrendszereként lehet leírni, mely szerződések a társaság részvényesei

⁴⁵ Lásd BERLE, Adolf A., *Corporate Powers As Powers in Trust*, Harvard Law Review, Vol. 44. Issue 7 (1931) 1069. old.

⁴⁶ Milton Friedman, élt 1912-től 2006-ig. Nobel-díjas amerikai közgazdász.

⁴⁷ Lásd STOUT, Lynn A., *Bad and Not-so-Bad Arguments for Shareholder Primacy*, Southern California Law Review, Vol. 75. Issue 5. (2002) 1190-1192. old.

⁴⁸ Lásd VELASCO, Julian, *Shareholder Ownership and Primacy*, University of Illinois Law Review, Vol. 2010. Issue 3. (2010) 898-899. old.

⁴⁹ Frank H. Easterbrook a United States Court of Appeals for the Seventh Circuit bírása 1985-től. Ezt megelőzően 1979-től a University of Chicago Law School tanára, ahol - bírói hivatása mellett – a mai napig oktatási tevékenységet végez.

⁵⁰ Daniel R. Fischel a University of Chicago Law School jog és üzleti tudományok professzor emeritusa. Az 1982-1983-as akadémiai évben vendégelőadóként, majd ezt követően 1984-től állandó jellel a University of Chicago Law School tanára, 1999 és 2001 között a jogi kar dékánja.

és a társaság életében szerepet játszó egyéb résztvevők (érdekeltek) között jönnek létre. Ilyen, a részvényesek körén kívül eső érdekelti csoportok például a munkavállalók, a menedzserek, vagy a hitelezők. Jellemző e csoportokra, hogy meghatározott feltételekkel megkötött, világos (tehát *explicit*) szerződéssel rendelkeznek, mely előre meghatározott, fix követelésre (fizetési igényre) jogosítja fel őket a társasággal szemben. Ilyen például a munkavállalók munkabére, vagy a hitelezők által nyújtott hitelre fizetett kamat. Ezzel szemben a részvényesek egy *implicit* szerződéssel rendelkeznek. Ez arra jogosítja fel őket, hogy a társasággal szemben fennálló, *explicit* szerződések által meghatározott fix kötelezettségek, fizetési igények rendezése után fennmaradó bárminemű maradványra igényt tartsanak.⁵¹

A részvénybefektetés fenti sajátosságát *Easterbrook* és *Fischel* a következő gondolatmenettel érzékeltette a *The Corporate Contract* című 1989-es tanulmányában. A társaság egy finanszírozási eszköz. A társaság részvényt bocsát ki a befektetésért cserébe. Ezek nem szükségszerűen állnak a társaság munkavállalóinak tulajdonában. A befektetők viselik a kudarc (pl. csőd) kockázatát, ezért őket „kockázatviselőknak” is nevezhetjük. Ugyanakkor őket illeti meg a sikerhez kapcsolódó jutalom. A részvénybefektetőket a legutolsóként fizetik ki, a hitelezőket, munkavállalókat, és az egyéb, viszonylag rögzített követeléssel rendelkező befektetőket követően. Így a részvénybefektetők (*equity investors*) az egyetlen többletértékre jogosultak. A részvénybefektetők jogosultak a többletértékre, abban az értelemben, hogy ők csak ahhoz jutnak hozzá, ami fennmaradt a többi – viszonylag rögzített – követelés kielégítése után. Ugyanakkor ez a fennmaradó érték, többletérték teljes mértékben őket illeti.⁵² Így a részvényesek *implicit* szerződéses jogaival összhangban, a társaságokat a részvényesi jólét maximalizálására figyelemmel kell vezetni.⁵³

*Gordon D. Smith*⁵⁴ professzor álláspontja szerint az Egyesült Államokban a társasági jog szerkezete azt biztosítja, hogy a vállalatok általánosan a részvényesi érdekeknek megfelelően működjenek. A munkavállalók, hitelezők, beszállítók, fogyasztók és más érdekelt szerződésen alapuló igényekkel rendelkezhetnek egy társasággal szemben, ugyanakkor a részvényesek a társaság „lényegére” tarthatnak igényt. A társasági jog eme részvényes-központú megközelítésére pedig gyakran hivatkoznak úgy, mint a részvényesi érdekek elsődlegességét valló elméletre. A professzor szerint a részvényesi érdekek elsődlegességét

⁵¹ Lásd STOUT, Lynn A., *Bad and Not-So-Bad Arguments for Shareholder Primacy*, Southern California Law Review, Vol. 75. Issue 5. (2002) 1192-1193. old.

⁵² Lásd EASTERBROOK, Frank H., FISCHEL, Daniel R., *The Corporate Contract*, Columbia Law Review, Vol. 89. Issue 7. (1989) 1425. old.

⁵³ Lásd STOUT, Lynn A., *Bad and Not-So-Bad Arguments for Shareholder Primacy*, Southern California Law Review, Vol. 75. Issue 5. (2002) 1193. old.

⁵⁴ Gordon D. Smith a Brigham Young University J. Reuben Clark Law School professzora.

valló elmélet áthatja az Egyesült Államok társasági jogának szerkezetét. Ennek legközvetlenebb kifejeződését pedig a bizalmi kötelezettség szabályozásában látja: a vállalatok igazgatóit bizalmi kötelezettség terheli, hogy a részvényesek legjobb érdekét szolgáló döntést hozzanak. A bizalmi kötelezettség ezen aspektusát gyakran a részvényesi érdekek elsődlegességét kimondó szabálynak is tekintik.⁵⁵

*Reinier Kraakman*⁵⁶ és *Henry Hansmann*⁵⁷ professzorok 2001-ben a *The End of History for Corporate Law* című tanulmányukban úgy fogalmaztak, hogy az akadémiai, az üzleti és a kormányzati elit egyetértett abban, hogy a társaság feletti végső irányításnak a részvényesi osztályt kell illetnie. A társaság menedzsereit azzal a kötelezettséggel kell megbízni, hogy a vállalatot a részvényesei érdekeinek megfelelően irányítsák. A társaságokban jelen lévő egyéb szereplőknek (mint például hitelezők, munkavállalók, beszállítók, fogyasztók) érdekeiket szerződéses viszonyokon és szabályozási eszközökön keresztül kell védeni, inkább mintsem a társaságirányításban való részvétel útján. Szintén kiemelték, hogy a tőzsdei kereskedelemben bevezetett részvénytársaság papírjainak piaci ára a részvényesi érdekek elsődleges mércéje.⁵⁸

Angol-amerikai nézőpontból érvelve *Kraakman* és *Hansmann* professzorok úgy vélték, hogy az ehhez képest alternatívát jelentő társaságirányítási modelleket (melyeket menedzsment-orientált, munka-orientált és állam-orientált modellként aposztrofáltak) már kipróbálták, és azok nem váltak be.⁵⁹ Jómagam *Kraakman* és *Hansmann* professzoroknak az *Enron-botrány* kirobbanásának évében kifejtett gondolataival sem elvi alapon, sem az azt követően tapasztalt vállalati és tőkepiaci „szerencsétlenségek” fényében nem tudok maradéktalanul egyetérteni. A fent leírtak mégis jól tükrözik a részvényesi érdekek elsődlegességét valló nézőpont lényegét, és ezen elmélet erőteljes ideológiai támogatottságát a 21. század hajnalán.⁶⁰

*Paddy Ireland*⁶¹ professzor 2005-ben megjelent tanulmányában a részvényesi érdekek elsődlegességét valló elmélet további erősödésére számított az Egyesült Államokban. Erre az amerikai gazdaság közelmúltban lezajlott folyamataiból következtetett. Az általa ismertetett

⁵⁵ Lásd SMITH, Gordon D., *The Shareholder Primacy Norm*, *The Journal of Corporation Law*, Vol. 23. Issue 2. (1998) 277-278. old.

⁵⁶ Reinier H. Kraakman a Harvard Law School jogászprofesszora.

⁵⁷ Henry B. Hansmann a Yale Law School jogászprofesszora.

⁵⁸ Lásd STOUT, Lynn A., *On the Rise of Shareholder Primacy, Signs of Its Fall, and the Return of Managerialism (in the Closet)*, *Seattle University Law Review*, Vol. 36. Issue 2. (2013) 1177. old.; IRELAND, Paddy, *Shareholder Primacy and the Distribution of Wealth*, *The Modern Law Review Limited*, Vol. 68. Issue 1. (2005) 49. old.; HANSMANN, Henry, KRAAKMAN, Reinier, *The End of History for Corporate Law*, *Georgetown Law Journal*, Vol. 89. Issue 2. (2001) 439-468. old.

⁵⁹ Lásd LIAO, Carol, *Corporate Governance Reform for the 21st Century: A Critical Reassessment of the Shareholder Primacy Model*, *Ottawa Law Review*, Vol. 43. Issue 2. (2011-2013) 191-192. old.

⁶⁰ Lásd LIAO, Carol, *Corporate Governance Reform for the 21st Century: A Critical Reassessment of the Shareholder Primacy Model*, *Ottawa Law Review*, Vol. 43. Issue 2. (2011-2013) 187. old.

⁶¹ Paddy Ireland a University of Bristol jogászprofesszora.

gondolatmenet szerint az elmúlt időszakban érzékelhető változások mentek végbe az amerikai gazdaságban, melyek erőteljes összefüggést mutathatnak a neoliberais gazdaságpolitikai iránnyal és a részvényesi érdekek elsődlegességével. A tőke túlzott koncentrációja, a termelés dominanciájának fokozatos elvesztése, a megfelelő nyereséget kínáló hazai befektetési lehetőségek hiánya problémát jelent az amerikai tőkének. A termelés területén fenyegetett Egyesült Államok a pénzügyi terület segítségével erősítette meg hegemóniáját, és abba az irányba mozdult el, hogy egy „*járadékélvező*” gazdaság legyen a világ többi részéhez való viszonyában.⁶² A pénzügyi rendszer és a tőketulajdonos „*részvényesi osztály*” egyre növekvő hatalma miatt a professzor álláspontja szerint a részvényesi érdekek elsődlegességét valló elmélet valószínűleg tovább fog erősödni a jövőben is.⁶³

Összefoglalva, a részvényesi érdekek elsődlegességét valló elmélet alapján egy vállalat menedzsmenetének – így az igazgatóknak és vezető menedzsmenének – a részvényesi érdekek előmozdítása érdekében kell kifejteniük tevékenységüket és gyakorolniuk hatáskörüket. Ha a cél követése ütközik a vállalatban jelenlévő egyéb (nem részvényesi) érdekelt(ek) érdekeivel, a menedzsmenének figyelmen kívül kell hagynia az ilyen konkuráló szempontokat. A megközelítéssel kapcsolatban álláspontom szerint különösen aggályos lehet, hogy a részvényesi jólét maximalizálására irányuló törekvések gyakran egyéb, nem részvényesi érdekeltek rovására valósulhatnak meg.⁶⁴

1.3. Az egyéb érdekeltek érdekeinek figyelembe vétele

Az egyéb érdekeltek érdekeinek figyelembe vételével kapcsolatos nézőpont komolyan alapoz *Edward Freeman*⁶⁵ professzor munkásságára. A professzor kifejtette az egyéb érdekeltek érdekeinek gazdasági jogi és felelős társaságirányítási szabályozásba való beépítésével járó előnyöket. Az elmélet követői amellet érvelnek, hogy a vállalatok vezetői nem pusztán a részvényesek „*ügynökei*”, és céljukat nem szabad kizárólag a profit maximalizálására korlátozni. Ellenben a vállalatok igazgatóinak közvetítőként kell fellépniük a különböző érdekeltek irányába, és felelős döntést kell hozniuk a vállalat által megtermelt többlet

⁶² Lásd IRELAND, Paddy, *Shareholder Primacy and the Distribution of Wealth*, *The Modern Law Review*, Vol. 68. Issue 1. (2005) 49-81. old.

⁶³ Lásd IRELAND, Paddy, *Shareholder Primacy and the Distribution of Wealth*, *The Modern Law Review*, Vol. 68. Issue 1. (2005) 79-80. old.

⁶⁴ Lásd SMITH, Gordon D., *The Shareholder Primacy Norm*, *The Journal of Corporation Law*, Vol. 23. Issue 2. (1998) 282. old.

⁶⁵ R. Edward Freeman a University of Virginia Darden School of Business professzora.

különböző érdekeltek közötti elosztásáról.⁶⁶ Fontos kérdés annak meghatározása, hogy egy társaság tevékenységéhez kapcsolódóan kiket tekintünk érdekelteknek. *Freeman* úgy határozta meg egy szervezetben az (egyéb) érdekeltek (azaz *stakeholderek*) körét, mint bármely olyan csoportot vagy személyt, aki befolyásolhatja a szervezet céljainak elérését, vagy akit befolyásolhat e célok elérése. *Freeman* professzor ezen meghatározása és az egyéb érdekeltekkel kapcsolatos nézőpontja az alapját jelenti az egyéb érdekeltek érdekeinek figyelembe vételét hangsúlyozó ún. *stakeholder* elméletnek. Definíciójáról megállapíthatjuk, hogy az meglehetősen tágan határozza meg az érdekeltek körét. Ugyanakkor az elmélet fejlődése során *Freeman* definícióját az érdekeltek körének meghatározása tekintetében továbbgondolták. Ennek során keletkeztek szűkebb és némiképp tágabb megközelítések is. Egy jól körülhatárolt megközelítést olvashatunk *Max B. Clarkson*⁶⁷ professzor tollából. Megfogalmazása szerint az érdekelteket úgy határozhatjuk meg, mint önkéntes illetve önkéntelen kockázatvállalókat. Az önkéntes kockázatvállalók azon okból viselnek bizonyos kockázatot, mert tőkét (ide értve a humán és a pénzügyi tőkét egyaránt) vagy valami értékeset fektettek egy társaságba. Az önkéntelen (tehát nem önkéntes) érdekeltek pedig egy társaság tevékenységéből adódóan vannak kockázatnak kitéve. Ugyanakkor e kockázati elem nélkül nincsen érdekeltség. Ez a megközelítés bevezeti a definícióba a kockázati elemet, és leszűkíti az érdekeltek körét tulajdonképpen a legitim igényekkel rendelkezőkre.⁶⁸

*Archie B. Carroll*⁶⁹ professzor pedig szélesebb perspektívából közelíti meg az érdekeltek körét, mely véleményem szerint hasonlóságot mutat *Freeman* professzor definíciójával. Álláspontja szerint érdekeltek tekinthető bármely olyan csoport vagy személy, akikkel egy szervezet kölcsönhatásban van, vagy akikkel egymásra van utalva. Továbbá azon személy vagy csoport is, aki befolyásolhatja, vagy akit befolyásolhat a szervezet tevékenysége, döntései, stratégiái, gyakorlatai vagy célkitűzései. Ez alapján egy társaságban érdekeltek lehetnek a munkavállalók, a fogyasztók, a tulajdonosok, a versenytársak, a kormányzat, és a

⁶⁶ Lásd RAHIM, Mia Mahmudur, *The „Stakeholder Approach” to Corporate Governance and Regulation: An Assessment*, Macquarie Journal of Business Law, Vol. 8. (2011) 304-305. old.

⁶⁷ Max B. E. Clarkson élt 1922-1989. Akadémiai pályáját tekintve a University of Toronto, Faculty of Management dékánja (1975-1980), ezt követően 1988-ig professzora, majd professzor emeritusa. 1989-ben megalapította a *Centre for Corporate Social Performance and Ethics* intézetet. Úttörő munkát végzett a társasági értékek bemutatása és az üzleti etika területén. Nevét őrzik az egyéb érdekeltek érdekeinek figyelembe vételével kapcsolatos alapelveket tartalmazó ún. *Clarkson-elvek* (The Clarkson Principles of Stakeholder Management). Elérhető: <http://www.cauxroundtable.org/index.cfm?menuid=61>,

⁶⁸ Lásd ZHAO, Dr. Jingchen, *The Curious Case of Stakeholder Theory: Calling for a More Realistic Theory*, International Trade and Business Law Review, Vol. 17. Issue 1. (2014) 6. old.

⁶⁹ Archie B. Carroll a University of Georgia professzor emeritusa.

civil társadalom szervezetei.⁷⁰ Az *Ernst & Young* fent hivatkozotthoz hasonló megfogalmazása alapján az érdekeltek azok az egyének vagy csoportok, akik érdekeltséggel rendelkeznek a társaság tevékenységében, és befolyásolni tudják a társaság tevékenységét.⁷¹ *Robert Gray*⁷² professzor és szerzőtársai pedig még inkább kiterjesztették az érdekeltek körét, és ide sorolták az eljövendő generációkat és a nem-emberi élőlényeket is.⁷³

A *stakeholder* elmélet megközelítésében a gazdasági társaságok kollektív vállalkozások. Ezek pedig különböző érdekeltek befektetéseire építenek, akik hozzájárulnak a cég sikeréhez. A befektetés szót jelen esetben tágan indokolt értelmezni. Egyrészt egy gazdasági társaságnak szüksége van a magánszemélyek és intézményi befektetők által befektetett tőkére, tehát pénzre. Ez érkezhethet akár részvénybefektetésként, akár hitel formájában. Szintén szüksége van olyan személyekre, akik munkájukat, intellektusukat, tapasztalatukat, tudásukat és figyelmüket a társaság szolgálatába állítják, és munkavállalóként vagy menedzserként működnek közre a társaság sikerében. A helyi közösségekre pedig a társaság működéséhez szükséges megfelelő háttér (például infrastruktúra, oktatás, stb.) biztosításában hárul fontos szerep.⁷⁴ Ez a szemlélet érhető tetten a társaság csoportteljesítmény-elmélet (*team production theory*) által leírt megközelítésében. Az elmélet alap gondolata annak felismerése, hogy a társaság tevékenysége gyakran számos különböző csoporttól kíván meg ráfordítást. A részvényesek önmagukban nem képesek egy társaság felépítésére, működtetésére. Szükség van ehhez hitelezőkre, munkavállalókra, menedzserekre, és gyakran még a helyi közösségekre is, akiknek mind hozzá kell járulniuk a társaság boldogulásához. Fontos kérdésként merülhet fel, hogy miért is vállalják a hozzájárulást e csoportok a társaság sikeréhez? Egyrészt nyilvánvalóan számítanak arra, hogy erőfeszítéseikért kárpótolva lesznek *explicit* szerződéseik alapján. Például a munkavállalók – legalábbis részben – azért dolgoznak, mert ez alapján munkabérré jogosultak. Mindazonáltal a munkaviszonyokkal foglalkozó közgazdászok régóta kiemelik, hogy ebben ezen túlmutató szempontok is szerepet játszanak. Egy komplex és bizonytalan világban a nem részvényesi csoportok gyakran hagyatkoznak az

⁷⁰ Lásd RAHIM, Mia Mahmudur, *The „Stakeholder Approach” to Corporate Governance and Regulation: An Assessment*, Macquarie Journal of Business Law, Vol. 8. (2011) 306-307. old.; Lásd ZHAO, Dr. Jingchen, *The Curious Case of Stakeholder Theory: Calling for a More Realistic Theory*, International Trade and Business Law Review, Vol. 17. Issue 1. (2014) 5. old.

⁷¹ Lásd ZHAO, Dr. Jingchen, *The Curious Case of Stakeholder Theory: Calling for a More Realistic Theory*, International Trade and Business Law Review, Vol. 17. Issue 1. (2014) 5. old.

⁷² Robert Hugh Gray a University of St Andrews professzora.

⁷³ Lásd RAHIM, Mia Mahmudur, *The „Stakeholder Approach” to Corporate Governance and Regulation: An Assessment*, Macquarie Journal of Business Law, Vol. 8. (2011) 307. old.; GRAY, Rob, OWEN, Dave, CAROL, Adams, *Accounting and accountability: Changes and challenges in corporate social and environmental reporting*, Published by Prentice Hall College Div. (1996) 1-332. old.

⁷⁴ Lásd GREENFIELD, Kent, *Defending Stakeholder Governance*, Case Western Reserve Law Review, Vol. 58. Issue 4. (2008) 1043. old.

implicit, „beleértett” szerződésekre is. Például az alacsonyabb beosztású vezetők vagy munkavállalók ez alapján arra számítanak, hogy amennyiben jól dolgoznak és lojálisak maradnak a céghez, akkor a társaság jó teljesítménye esetén a szerződésükben kifejezetten rögzített fizetésen túlmutató előnyben is részesülnek. Így ebben az esetben számítanak például fizetésemelésre (és/vagy jutalmazásra), munkabiztonságra, és az előléptetés lehetőségére.⁷⁵

A különböző érdekeltek szerepének elismerésével párhuzamosan a *stakeholder* elmélet megkérdőjelezi a *Milton Friedman* által is hangoztatott azon elképzelést, mely szerint a vállalat igazgatóinak kötelezettsége, hogy a vállalat üzleti tevékenységét a részvényesek óhajának megfelelően vezessék. Ezt az óhajt pedig általánosan úgy lehetne összefoglalni, hogy „annyi pénzt csináljanak, amennyit csak lehetséges”⁷⁶. A fenti megközelítés alapján az egyéb érdekeltek érdekeit csak akkor lehetne, és olyan mértékben figyelembe venni, míg az előmozdítja a részvényesi érdek érvényesülését (illetve, amilyen mértékben ezen érdekeltek megfelelő piaci erővel rendelkeznek ahhoz, hogy rávegyék a társaságot érdekeik figyelembe vételére).⁷⁷ Ugyanakkor az egyéb érdekeltek érdekeit figyelembe vevő elmélet alapján az igazgatók felé követelményként fogalmazódik meg, hogy tekintetbe vegyék a társasághoz kapcsolódó egyéb érdekeltek érdekeit a részvényesi érdekeken kívül. Így az igazgatóknak a vállalatot nem pusztán a részvényesek értéknövekedésének érdekében kell vezetniük, hanem érdekeltek sokaságának figyelembe vételével, akik hatással tudnak lenni a vállalat tevékenységére, illetve akikre hatással lehet a vállalat tevékenysége. Ezen érdekeltek között természetesen a részvényesek is szerepelnek.⁷⁸ Ez a szemlélet világosan tetten érhető a társasági értékek meghatározása és az üzleti etika területén úttörő munkásságot folytató *Clarkson* professzor nevét őrző elvekben. A *Clarkson-elvek* alapján például a vállalatok vezetőinek (*menedzsereinek*) el kell ismerniük és aktívan figyelemmel kell kísérniük minden legitim érdekelt megfontolásait, és érdekeiket megfelelően figyelembe kell venniük a döntéshozatal és működés során.⁷⁹ Szintén, a vállalatok vezetőinek (*menedzsereinek*) meg kell hallgatniuk az érdekelteket, és nyitott kommunikációt kell folytatniuk az érdekeltekkel az ő megfontolásaikról és közreműködésükről, illetve azokról a kockázatokról, melyet a

⁷⁵ Lásd STOUT, Lynn A., *Bad and Not-So-Bad Arguments for Shareholder Primacy*, Southern California Law Review, Vol. 75. Issue 5. (2002) 1195-1196. old.

⁷⁶ Lásd FRIEDMAN, Milton, *The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits*, N.Y. TIMES, Sept. 13, 1970, (Magazine), 32. old.; GREENFIELD, Kent, *Reclaiming Corporate Law in a New Gilded Age*, Harvard Law and Policy Review, Vol. 2. Issue 1. (2008) 8. old.

⁷⁷ Lásd GREENFIELD, Kent, *Reclaiming Corporate Law in a New Gilded Age*, Harvard Law and Policy Review, Vol. 2. Issue 1. (2008) 8. old.

⁷⁸ Lásd ZHAO, Dr Jingchen, *The Curious Case of Stakeholder Theory: Calling for a More Realistic Theory*, International Trade and Business Law Review, Vol. 17. Issue 1. (2014) 2. old.

⁷⁹ Lásd The Clarkson Principles of Stakeholder Management, Principle 1. Elérhető: <http://www.cauxroundtable.org/index.cfm?menuid=61>.

vállalatban való részvételük miatt feltételeznek.⁸⁰ A vállalat vezetőinek (menedzsereinek) szintén fel kell ismerniük az erőfeszítések és jutalmak összefüggését az érdekelték között, és törekedniük kell arra, hogy a társasági tevékenység előnyeinek és terheinek tisztességes elosztását valósítsák meg közöttük, tekintetbe véve a rájuk nehezedő kockázatokat és kitettséget.⁸¹

Az egyéb érdekelték érdekeit figyelembe vevő elmélet alapján a legfontosabb ilyen érdekelték a munkavállalók,⁸² a hitelezők,⁸³ a beszállítók,⁸⁴ a fogyasztók,⁸⁵ és a – vállalat működésével érintett – helyi közösségek.⁸⁶ A vállalatfelvásárlások hatásai kapcsán azonban megjelenhet

⁸⁰ Lásd The Clarkson Principles of Stakeholder Management, Principle 2. Elérhető: <http://www.cauxroundtable.org/index.cfm?menuid=61>,

⁸¹ Lásd The Clarkson Principles of Stakeholder Management, Principle 4. Elérhető: <http://www.cauxroundtable.org/index.cfm?menuid=61>,

⁸² A munkavállalók érdekelték a vállalatban, hiszen az biztosítja számukra jelenlegi (és potenciálisan jövőbeli) megélhetésüket. A munkavállalók munkájukkal járulnak hozzá a vállalat teljesítményéhez. Így például kialakítják, feltalálják és elkészítik annak termékeit, professzionális szolgáltatásokat nyújtanak a vállalatnak, továbbá képviselik azt a külvilág felé. A munkavállalókat a vállalat életében játszott szerepük alapján lehet csoportosítani helyettesíthető és helyettesíthetetlen munkavállalókra. A helyettesíthetetlen munkavállalók helyettesítése csak nehézkesen megvalósítható. A munkavállalók fontossága abból adódik, hogy tulajdonképpen ők termelik meg a profitot és tartják fenn a vállalat működését. A munkavállalók bármilyen negatív tevékenysége káros hatást gyakorolhat a vállalatra. Lásd ZHAO, Dr Jingchen, *The Curious Case of Stakeholder Theory: Calling for a More Realistic Theory*, International Trade and Business Law Review, Vol. 17. Issue 1. (2014) 9-11. old.

⁸³ A részvénytőke bevonása mellett a vállalatok gyakran elégitik ki hitelből finanszírozási igényeiket. Ez az ún. kölcsöntőke, melyet hitelezők nyújtanak. Ilyen hitelezők tipikusan a bankok és egyéb pénzügyi intézmények. A hitelezőket tovább csoportosíthatjuk aszerint, hogy biztosított vagy nem biztosított követeléssel rendelkező hitelezőkről van szó. A biztosított hitelezők a befektetett pénzüket a társaság valamely eszközének megterhelésével biztosítják, mely elsőbbségi kifizetést biztosít számukra a társaság fizetéseképtelensége esetén. A nem biztosított hitelezők jogai pedig mindig korlátozottak a biztosított hitelezőkéhez képest. Szintén meg lehet különböztetni önkéntes és nem önkéntes hitelezőket. A hitelezőkkel való jó kapcsolat azért fontos, mert részben ők elégitik ki a vállalat tőkeigényét. A hitelezők vállalatba fektetett bizalma csökkentheti a hitelezés költségeit. Lásd ZHAO, Dr Jingchen, *The Curious Case of Stakeholder Theory: Calling for a More Realistic Theory*, International Trade and Business Law Review, Vol. 17. Issue 1. (2014) 11-12. old.

⁸⁴ A beszállítók a vállalatok tevékenységéhez fontos alapanyagokat, szolgáltatásokat vagy egyéb termékeket, inputot biztosítanak. A vevő és a beszállító között kialakuló kapcsolat alapvetően fontos a társaság versenyképessége és sikere szempontjából. A társaság és beszállítója kölcsönösen függ egymástól saját sikeressége szempontjából. Lásd ZHAO, Dr Jingchen, *The Curious Case of Stakeholder Theory: Calling for a More Realistic Theory*, International Trade and Business Law Review, Vol. 17. Issue 1. (2014) 12-13. old.

⁸⁵ A fogyasztók tulajdonképpen a közösség tagjai, akik érdekelték a vállalat tevékenységében, mivel igénybe veszik annak termékeit vagy szolgáltatásait. A fogyasztók talán a legfontosabb érdekelték csoportot képezik, hiszen a vállalat sikerét az ő vásárlási szokásaik, hozzáállásuk fogja meghatározni. A vállalatok éppen ezért folyamatos figyelmet fordítanak a fogyasztói igényekre és elvárásokra, és ezt beépítik üzleti stratégiájukba is. Éppen ezért van jelentősége annak, hogy a fogyasztók egyre inkább körültekintőek a vállalati magatartás társadalmi, környezeti és etikai aspektusait illetően, és egyre inkább olyan vállalatokat részesítenek előnyben fogyasztásukkal, amelyek társadalmilag felelős módon viselkednek. Lásd ZHAO, Dr Jingchen, *The Curious Case of Stakeholder Theory: Calling for a More Realistic Theory*, International Trade and Business Law Review, Vol. 17. Issue 1. (2014) 13-14. old.

⁸⁶ A helyi közösségeknek jelentős érdekeltégük fűződik a területükön működő vállalatokhoz. Így egyrészt jelentős költségvetési bevételük származhat innen, másrészt számos helyi munkavállalónak nyújthatnak megélhetést, harmadrészt az adott területen működő vállalatok gyakran folytatnak karitatív tevékenységet vagy tesznek adományokat, mely a közösség előnyére válik. A hatások természetesen lehetnek pozitívak és negatívak is. A helyi közösségek éppen ezért fontosnak tartják, hogy a környezetükben működő vállalkozások környezetbarát, és társadalmilag felelős módon végezzék tevékenységüket. Lásd ZHAO, Dr Jingchen, *The*

még figyelembe vehető érdekként egy adott állam vagy nemzet gazdasága is, illetve ezzel párhuzamosan a kormányzati⁸⁷ érdek.

2. A vállalatfelvásárlások elméleti háttere

2.1. A vállalatfelvásárlás meghatározása, az ellenséges vállalatfelvásárlás

A vállalatfelvásárlások a tőkepiacok szupernóvái, melyek ragyogásukkal időről időre elkápráztatják a piacok és a vállalatok működése iránt fogékony szakembereket, és a közvéleményt is. E tranzakciók értéke jellemzően minden más tőkepiaci ügyletét meghaladja. A hazánkban viszonylag ritka, ugyanakkor jogi és közgazdaságtani szempontból rendkívül összetett vállalatfelvásárlási ügyletekben a társaságok, illetve az egyes társaságokhoz kapcsolódó érdekek komplex interakciója figyelhető meg.

A befektetők – szerencsés esetben – kompetitív és hatékony piacokon adják és veszik a vállalatok papírjait. A „*vállalatok feletti irányítás piacán*”⁸⁸ pedig a vállalatokat vezető menedzserek versenyeznek az eszközök feletti irányítás jogáért.⁸⁹ Ha ugyanis a „*vállalatok feletti irányítás piaca*” hatékonyan működik, akkor amint egy társaság tőzsdei bevezetése megtörtént, részvényeivel szabadon lehet kereskedni. Ez pedig egy másik személy vagy (nagyobb valószínűséggel) társaság részére lehetőséget teremt arra, hogy megszerezze e vállalat feletti irányítást részvényei felvásárlásával.⁹⁰

Ezzel kapcsolatban a vállalati akvizíciókról szóló szakirodalom gyakran tartalmazza a vállalatfelvásárlás (*takeover*)⁹¹ kifejezést. Ez általában egy olyan részvényvásárlási ajánlatot jelent, ahol a részvényeket megszerezni kívánó társaság (ajánlattevő) a céltársaságban irányító részesedést megtestesítő részvényt pakettet szerez meg. Ez általában több mint 50%-át jelenti a kibocsátott részvényeknek.⁹² A céltársaság részvényeinek megszerzésére irányuló ajánlat

Curious Case of Stakeholder Theory: Calling for a More Realistic Theory, International Trade and Business Law Review, Vol. 17. Issue 1. (2014) 15-16. old.

⁸⁷ Lásd ZHAO, Dr Jingchen, *The Curious Case of Stakeholder Theory: Calling for a More Realistic Theory*, International Trade and Business Law Review, Vol. 17. Issue 1. (2014) 16. old.

⁸⁸ Ez az angol nyelvű szakirodalomban elterjedt „*market for corporate control*” szakkifejezés magyar nyelvű megfelelője.

⁸⁹ Lásd SCHUMANN, Laurence, *State Regulation of Takeovers and Shareholder Wealth: the Case of New York's 1985 Takeover Statutes*, The Rand Journal of Economics, Vol. 19. No. 4. (1988) 557-559. old.

⁹⁰ Lásd DIGNAM, Alan, *Transplanting UK Takeover Culture: The EU Takeovers Directive and the Australian Experience*, International Journal of Disclosure and Governance, Vol. 4. Issue 3. (2007) 148-166. old.

⁹¹ Lásd BEBCHUK, Lucian Arye, *Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers*, Harvard Law Review, Vol. 98. Issue 8. (1985) 1695. old.

⁹² Lásd BRUDNEY, Victor, CHIRELSTEIN, Marvin A., *Fair Shares in Corporate Mergers and Takeovers*, Harvard Law Review, Vol. 88. Issue 2. (1974) 297. old.; TUCHINSKY, Dmitry, *The Takeover Directive and Inspire Art: Reevaluating the European Union's Market for Corporate Control in the New Millennium*, New York Law School Law Review, Vol. 51. Issue 3. (2006-2007) 694. old.

rendszerint a piaci ár fölött történik.⁹³ Ha az ajánlat bejelentésekor az ajánlattevő nem rendelkezik a céltársaság menedzsmentjének támogatásával, akkor az ajánlatot ellenségesnek⁹⁴ szokták minősíteni. Ha az ajánlattevő bírja a céltársaság menedzsmentjének támogatását, akkor az ajánlat baráti.⁹⁵ A baráti vállalatfelvásárlást tulajdonképpen előre megtárgyalt akvizícióként vagy egyesülésként értékelhetjük. Ebben az esetben a menedzsment a részvényesek számára javasolja a felvásárlási ajánlat elfogadását, és így általában akadálytalanul megvalósul az ügylet. Komolyabb szakmai és közérdeklődés övezi viszont az ellenséges vállalatfelvásárlást.⁹⁶ Fentiek alapján az ellenséges vállalatfelvásárlás egy ajánlattevő (társaság vagy magánszemély) által végrehajtott olyan akvizíció, mely a céltársaság menedzsmentjének akarata ellenére történik. Ennek megszokott módja lehet például a céltársaság részvényeire tett nyilvános vételi ajánlat vagy a felvásárlási ajánlatról való részvényesi szavazás.⁹⁷ Az ellenséges felvásárlás során az ajánlattevő általában nyilvános vételi ajánlatot (*tender offer*) tesz, hogy egy társaság részvényeinek nagy részét megszerezze e társaság részvényeseitől. A felvásárlás akkor mondható sikeresnek, ha a megszerzett részvényekkel (és kapcsolódó szavazati hatalommal) irányítani tudja a vállalatot, és lehetővé válik számára a hivatalban lévő menedzsment és igazgatótanács leváltása.⁹⁸ Az ellenséges vállalatfelvásárlás elnevezés ugyanakkor nem tükröz helyesen minden szempontot. Bár ezek a tranzakciók a menedzsment nézőpontjából tényleg „ellenségesnek” tűnnek, addig a részvényesek papírjaikat gyakran jelentős felárral tudják értékesíteni. Így a részvényesek szempontjából inkább nyereséggel kecsegtetnek.⁹⁹ Ellenséges felvásárlás esetén az ajánlattevőnek a céltársaság menedzsmentje ellenállásának leküzdéséhez ugyanis a

⁹³ Lásd BROWN, Frank W., *COMMENTS-Corporate Defenses to Takeover Bids*, Tulane Law Review, Vol. 44. Issue 3. (1969-1970) 517-518. old.

⁹⁴ A legjelentősebb ellenséges vállalatfelvásárlási ügyletek például az alábbiak voltak: AOL és Time Warner, 164 milliárd dollár, (2000); Sanofi-Aventis és Genzyme Corp, 24.5 milliárd dollár (2010); Nasdaq OMX/IntercontinentalExchange and NYSE Euronext, 13.4 milliárd dollár (2011); Air Products & Chemicals and Airgas, 7.94 milliárd dollár (2010). Lásd WorldFinance.com Elérhető (2015. május 11.): <http://www.worldfinance.com/strategy/the-top-five-hostile-takeovers-of-all-time>

⁹⁵ Lásd TUCHINSKY, Dmitry, *The Takeover Directive and Inspire Art: Reevaluating the European Union's Market for Corporate Control in the New Millenium*, New York Law School Law Review, Vol. 51. Issue 3. (2006–2007) 694. old.; HANNES, Sharon, *The Hidden Virtue of Antitakeover Defenses*, Cardozo Law Review, Vol. 24. Issue 5. (2003) 1909-1910. old., Lásd még HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 368. old.

⁹⁶ Lásd DEMOTT, Deborah A., *Comparative Dimensions of Takeover Regulation*, Washington University Law Quarterly, Vol. 65. Issue 1. (1987) 73. old.

⁹⁷ Lásd ZWECKER, Andrew, *The EU Takeover Directive: Eight Years Later, Implementation But Still no Harmonization among Member States on Acceptable Takeover Defenses*, Tulane Journal of International and Comparative Law, Vol. 21. Issue 1. (2012) 233-234. old.

⁹⁸ Lásd WONG, Wai R., *Through the Antitrust Looking Glass: A New Vision of Delaware's Takeover-Defense Jurisprudence*, Virginia Law Review, Vol. 99. Issue 1. (2013.) 172. old.

⁹⁹ Lásd TUCHINSKY, Dmitry, *The Takeover Directive and Inspire Art: Reevaluating the European Union's Market for Corporate Control in the New Millenium*, New York Law School Law Review, Vol. 51. Issue 3. (2006–2007) 695. old.

részvényesekhez kell közvetlenül fordulnia.¹⁰⁰ Támogatásukat az biztosíthatja, ha kellően attraktív ajánlatot tesznek részvényeikre. Szintén félrevezető lehet az ellenséges és baráti vállalatfelvásárlás megkülönböztetése abból az aspektusból is, hogy számos baráti felvásárlás vélhetően nem jönne létre az ellenséges felvásárlások fenyegetése nélkül.¹⁰¹

2.2. A vállalatfelvásárlások okait bemutató elméletek

2.2.1. Bevezető

A vállalatfelvásárlások alapvetően gazdasági előnyök négy fő típusát hordozhatják magukban. Először is azokhoz allokálhatják az erőforrásokat, akik a leghatékonyabban képesek azokat felhasználni. Szinergiákat hozhatnak létre továbbá két társaság között. Szintén fegyelmezhetik a nem kellően elővigyázatos, vagy nem megfelelően működő vállalati vezetést. Kiküszöbölhetik a piac tökéletlen működésének következményeit, mely a társaság papírjainak alulárzottságában ölthet testet. Összefoglalva tehát e lehetséges hatásokat tekinthetjük a részvényesek, és akár az egész gazdaság számára jelentkező legfontosabb előnyöknek.¹⁰² Kevésbé optimista a vállalatfelvásárlások előnyös hatásait illetően az a megközelítés, mely ezekben az ügyletekben a menedzsmentnek a vállalat méretének maximalizálására, vállalatbirodalom felépítésére irányuló törekvését látja.¹⁰³

Az itt felsorolt elméletek közötti fő különbséget abban ragadhatjuk meg, hogy egyesek szerint a vállalatfelvásárlás értéket teremt, más elméletek szerint viszont elsősorban a már meglévő értéket allokálja újra. A fegyelmezési és a szinergiaelmélet szerint a vállalatfelvásárlás értéket teremt, mely magasabb részvényárfolyamban nyilvánul meg, és e hozamon fognak osztozni a céltársaság és az ajánlattevő részvényesei. Másik két releváns elmélet (a kizsákmányolás-elmélet és a birodalomépítő-elmélet) viszont úgy tekint a vállalatfelvásárlásokra, hogy gyakran azok csupán a már meglévő értéket allokálják újra a különböző részvényesi csoportok között. A birodalomépítő-elmélet alapján például a céltársaság részvényesei az ajánlattevő részvényeseinek költségére profitálnak. A különböző kizsákmányolás-elméletek

¹⁰⁰ Lásd HANNES, Sharon, *The Hidden Virtue of Antitakeover Defenses*, *Cardozo Law Review*, Vol. 24. Issue 5. (2003) 1910. old.

¹⁰¹ Lásd CAI, Wei, *Hostile Takeovers and Takeover Defences in China*, *Hong Kong Law Journal*, Vol. 42. Part 3. (2012) 902. old.

¹⁰² Lásd MAGNUSON, William, *Takeover Regulation in the United States and Europe: an Institutional Approach*, *Pace International Law Review*, Vol. 21. Issue 1. (2009) 208–210. old.; ROMANO, Roberta, *A Guide to Takeovers: Theory, Evidence, and Regulation*, *Yale Journal on Regulation*, Vol. 9. Issue 1. (1992) 119–181. old.; HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 369. old.

¹⁰³ Lásd COFFEE, John C., *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, *Columbia Law Review*, Vol. 84. Issue 5. (1984) 1167-1169. old.

alapján pedig az ajánlattevő részvényesei tesznek szert (a céltársaság részvényeinek szisztematikus alulértékelését kihasználva) nyereségre a céltársaság részvényeseinek rovására. Így arra a kérdésre, hogy a vállalatfelvásárlások során ki nyer, és ki veszít, a különböző elméletek számos különböző választ fogalmaztak meg. *John C. Coffee*¹⁰⁴ professzor szerint az elméletek inkonzisztenciája még nem jelenti önmagában azt, hogy az egyik teljes mértékben érvényes, míg a többi hibás. Ezzel szemben minden egyes megközelítésnek részleges érvényessége lehet, így pontosan leírhatja bizonyos (de nem valamennyi) vállalatfelvásárlás alapjául szolgáló indítékokat. Így azt a következtetést vonhatjuk le, hogy a vállalatfelvásárlás egyszer értéket teremthet, más alkalommal viszont lehetséges, hogy csak újra elosztja azt. Szabályozói szempontból – bizonyos feltételek mellett – az értékteremtést támogatni látszik célszerűnek, míg az érték-újraelosztást ellenezni.¹⁰⁵

2.2.2. Fegyelmezési elmélet

A fegyelmezési elmélet számára kiindulópont, hogy a tőkepiacok tökéletességébe vetett bizalom helyességével ellentétben a felvásárlások általában jelentős felárral történnek a piaci árhoz képest¹⁰⁶ (ugyanakkor az ajánlattevő részvényesei a tranzakcióból nem remélhetnek egyértelműen hozamot).¹⁰⁷ Erre úgy adott magyarázatot *Easterbrook* és *Fischel* professzor, hogy kiemelték a felvásárlásoknak a céltársaságok menedzsmentje által nyújtott teljesítmény ellenőrzésében betöltött szerepét. Kifejtették, hogy a lehetséges ajánlattevők figyelemmel kísérik a vállalatvezetők teljesítményét. Ennek módja, hogy összehasonlítják a vállalat potenciális értékét és az aktuális vezetés alatt elért (és a részvényárfolyam által tükrözött) értékét. Amikor egy társaság részvényeinek árfolyama és a részvényei által más körülmények esetén elérhető ár közötti különbség túl nagy lesz, felmerül a vállalat felvásárlása. Ugyanis ilyen helyzetben egy külső szereplő profitálhat a társaság megvásárlásából és irányításának

¹⁰⁴ John C. Coffee a Columbia Law School professzora.

¹⁰⁵ Lásd COFFEE, John C., *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, Columbia Law Review, Vol. 84. Issue 5. (1984) 1173–1174. old.; KECSKÉS András – HALÁSZ Vendel: *Stock Corporations – A Guide to Initial Public Offerings, Corporate Governance and Hostile Takeovers*, HVG-ORAC & LexisNexis, translated by Anna Tolnai and the Authors, Budapest – Wien, 2013. 399. old.

¹⁰⁶ A tőkepiacok tökéletességét számos tanulmány vonja kétségbe. Az ún. „internet-buborék” a 21. század első éveiben pedig mindenki számára érzékelhetően rámutatott arra, hogy a részvényárak eltérhetnek a papírok fundamentális értékétől. Lásd BEBCHUK, Lucian A., *The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers*, The University of Chicago Law Review, Vol. 69. Issue 3. (2002) 997. old.; PRENTICE, Robert A., LANGMORE, John, H., *Hostile Tender Offers and the Nancy Reagan Defense: May Target Boards Just Say No-Should They be Allowed To*, Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 15. Issue 2. (1990.) 414–422. old.

¹⁰⁷ Lásd THOMPSON, Samuel C. Jr., *Change of Control Board: Federal Preemption of the Law Governing a Targets Directors*, Mississippi Law Journal, Vol. 70. Issue 1. (2000) 35–162. old.;

feljavításából.¹⁰⁸ Álláspontjuk szerint így a vállalatfelvásárlások során fizetendő felár a részvényesi jólét és a hatékonyság emeléséhez kapcsolódik.¹⁰⁹

A nyilvánosan működő részvénytársaságban a menedzsmentet a részvényesek ügynökeinek tekinti a hagyományos ügynökség-elmélet (*agency-theory*), kiknek tevékenységüket a részvényesek érdekében kell kifejteniük. Ugyanakkor időről-időre felmerül, hogy a menedzsment a saját érdekét követi a részvényesek költségére. Az ilyen problémák (ügynökség-problémák) igénylik a hatékony társaságirányítási mechanizmusok meglétét. Ezek lehetnek a vállalaton belül jelenlévő belső, illetve a vállalaton kívülről érkező, tehát külső felelős társaságirányítási mechanizmusok. Belső felelős társaságirányítási mechanizmust jelent például a hatékonyan működő igazgatótanács. Ez figyelemmel kíséri a vezető menedzsment tevékenységét, és befolyásolja azt például a jelentősebb ügyek megtárgyalásával vagy ösztönző javadalmazás kialakításával. Ugyanakkor felmerülhet, hogy egy adott igazgatótanács nem kellően független a vezető menedzsmenthez (a *Chief Executive Officer*-hez) való viszonyában. Ez a menedzsment „bebetonozódását”, hatalmának kiterjesztését eredményezheti. Ha a belső társaságirányítási rendszerek nem működnek megfelelően, akkor kaphatnak szerepet a külső felelős társaságirányítási mechanizmusok a menedzseri és részvényesi érdekek összhangjának helyreállításában. Ez akkor tud megvalósulni, ha a részvények jelentős hányada összpontosul „külsős” (tehát nem a menedzsment, illetve a menedzsmenttel kapcsolatban álló) részvényesek kezében. E külső társaságirányítási ellenőrzés részben a „*vállalatok feletti irányítás piacán*” keresztül fejt ki hatását. Ennek működése azt feltételezi, hogy amennyiben egy vállalatot nem megfelelően irányítanak, akkor a piac e problémát úgy fogja megoldani, hogy hatékonyabb menedzsment kezébe helyezi a vállalat irányítását. Ez megvalósulhat úgy, hogy a „külsős” részvényesek nyomására a vállalat vezetését lecserélik. Ugyanakkor ilyen külső felelős társaságirányítási mechanizmusnak tekinthetőek a vállalatfelvásárlások is, mivel tulajdonképpen a vállalatok feletti irányítás átadását jelentik egy olyan piaci szereplő számára, aki szerint a megszerzett eszközök értékesebbé válnak egy, a korábbtól eltérő vállalatirányítás esetén.¹¹⁰ A

¹⁰⁸ Lásd EASTERBROOK, Frank H., FISCHER, Daniel R., *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, Harvard Law Review, Vol. 94. Issue 6. (1981) 1172-1173. old.; PRENTICE, Robert A., LANGMORE, John, H., *Hostile Tender Offers and the Nancy Reagan Defense: May Target Boards Just Say No-Should They be Allowed To*, Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 15. Issue 2. (1990.) 420-421. old.

¹⁰⁹ Lásd BEBCHUK, Lucian A., *The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers*, The University of Chicago Law Review, Vol. 69. Issue 3. (2002) 997. old.; Lásd még HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 369-371. old.

¹¹⁰ Lásd CHATTERJEE, Sayan, HARRISON, Jeffrey S., BERGH, Donald D., *Failed Takeover Attempts, Corporate Governance and Refocusing*, Strategic Management Journal, Vol. 24. Number 1. (2003) 88. old.

fegyelmzési elmélet szerint a vállalatfelvásárlás szerepe tehát az, hogy leváltssa a nem kellően hatékony menedzsmentet.¹¹¹ Egyes empirikus kutatások alátámasztani látszanak az elméletet.¹¹² Például azzal, hogy a felvásárolt társaságok kevés hasznot mutattak fel az egyesülések előtt, míg az ajánlattevő társaságok átlag feletti nyereségességgel rendelkeztek. Egy (ellenséges) felvásárlást követően pedig jelentősen magasabb a menedzsment körében megfigyelhető fluktuáció annál, mintha nem történt volna változás a vállalat feletti irányításban, vagy mintha baráti egyesülés zajlott volna le.¹¹³ Szintén érdekes eredményt hozott *Kenneth J. Martin*¹¹⁴ és *John J. McConnell*¹¹⁵ professzorok kutatása. Ez ugyanis azt mutatta, hogy azon felvásárolt társaságok, amelyek vezetőit a felvásárlást követően leváltották, ezt megelőzően rendellenesen alacsony hozamot értek el az adott iparág vállalataihoz viszonyítva. Míg azon céltársaságok, melyek vezetői helyükön maradtak egy felvásárlást követően, azt megelőzően az iparági átlaghoz képest rendellenesen pozitív hozamot értek el.¹¹⁶

A fegyelmzési elmélet jelentős részben alapoz arra az álláspontra, hogy erőteljes pozitív korreláció áll fenn a vállalatvezetői hatékonyság és a társaság részvényeinek árfolyama között. Ha egy vállalatot gyengén vezetnek (abban az értelemben, hogy részvényesei számára nem érik el azt a hozamszintet, melyet más, alkalmasabb vezetés esetén el lehetne érni), akkor ennek következtében a társaság részvényeinek árfolyama vélhetően csökkenni fog az adott iparág más vállalataihoz, vagy a piac egészének teljesítményéhez képest. Ennek kapcsán pedig *Henry Manne*¹¹⁷ professzor álláspontjára hivatkozva érdemes kiemelni, hogy minél alacsonyabb a részvényár ahhoz képest, amit egy hatékonyabb menedzsmenttel el lehetne érni, annál vonzóbb egy vállalatfelvásárlási ajánlat megtétele azok számára, akik álláspontjuk szerint hatékonyabban lennének képesek irányítani a vállalatot.¹¹⁸

Tehát a fegyelmzési elmélet alapján azért fizet magasabb árat az ajánlattevő, mert véleménye szerint a céltársaság eszközei nem optimálisan lettek felhasználva, és egy kompetensebb

¹¹¹ Lásd ROMANO, Roberta, *A Guide to Takeovers: Theory, Evidence and Regulation*, Yale Journal on Regulation, Vol. 9. Issue 1. (1992) 129–131. old.

¹¹² Ugyanakkor ezekkel ellentétes empirikus eredmények és álláspontok is megjelennek a szakirodalomban, mint ahogy azt a következőkben bemutatjuk.

¹¹³ Lásd ROMANO, Roberta, *A Guide to Takeovers: Theory, Evidence and Regulation*, Yale Journal on Regulation, Vol. 9. Issue 1. (1992) 129-130. old.

¹¹⁴ Kenneth J. Martin a New Mexico State University College of Business pénzügyek professzora.

¹¹⁵ John J. McConnell a Purdue University Krannert School of Management pénzügyek professzora.

¹¹⁶ Lásd ROMANO, Roberta, *A Guide to Takeovers: Theory, Evidence and Regulation*, Yale Journal on Regulation, Vol. 9. Issue 1. (1992) 130. old.; MARTIN, Kenneth J., McCONNELL, John J., *Corporate Performance, Corporate Takeovers and Management Turnover*, Journal of Finance, Vol. 46. (1991) 671. old.

¹¹⁷ Henry G. Manne a George Mason University professzor emeritusa.

¹¹⁸ Lásd MANNE, Henry G., *Mergers and the Market for Corporate Control*, The Journal of Political Economy, Vol. 73. No. 2. (1965) 112–113. old.

vállalatvezetés magasabb hozamot érhetne el velük. Ez pedig indokolja a felár kifizetését. Ennek fényében, minél magasabb a felár, annál helytelenebb volt a céltársaság eddigi irányítása az ajánlattevő szerint. Ez alapján az (ellenséges) vállalatfelvásárlás jóindulatú és társadalmilag kívánatos jelenség, mely az ajánlattevő és a céltársaság részvényeseinek egyaránt javukra szolgál. A részvényesek ugyanis az elmélet szerint egyszerűen megoszthatnak egymás közt azon az értéken, amelyet a korábbi, nem hatékony menedzsment eddig nem tett számukra hozzáférhetővé.¹¹⁹ A fegyelmezési elmélet hívei igyekeznek elméletükkel összefüggésben minimalizálni a menedzsment ellenőrzésére alkalmas más eszközök, így például a független igazgatótanács, a közgyűléseken való szavazás, valamint a különböző közzétételi kötelezettségek szerepét. Így *Henry Manne* professzor álláspontja szerint a vállalatfelvásárlások tekinthetőek az elsődleges fegyelmező eszköznek, amelyek a vállalatok menedzsmentjének számon kérhetőségét biztosítják¹²⁰ (legalábbis az Egyesült Államokban). *Mergers and the Market for Corporate Control* című, 1965-ben megjelent tanulmányában kifejtette ugyanis, hogy a tőkepiacot leszámítva nem áll rendelkezésre hatékony mérték a menedzseri hatékonyság megítélésében. A bíróságok, mint ahogy azt az ún. *üzleti értékítélet szabályának* alkalmazása is mutatja, vonakodnak utólag kétségbe vonni az üzleti döntéseket, vagy eltávolítani az igazgatókat hivatalukból. Csak a vállalatfelvásárlás mechanizmusa nyújt némi biztosítékot a vállalatot vezető menedzserek közötti hatékonysági versenyre (*competitive efficiency*), és ez által jelentős mértékű védelmet ad a nagyszámú, kisebbségi pozíciót betöltő (tehát nem irányító) részvényesnek. Ezzel összehasonlítva pedig a bíróságok és az amerikai *Securities and Exchange Commission* azon törekvései, melyek a részvényesek érdekeinek védelmét a bizalmi kötelezettség koncepciójának fejlesztésével és a részvényesi keresetindítás lehetőségével kívánják erősíteni, szintén csekélynek tűnnek.¹²¹

Az elméletnek viszont ellentmondani látszik, hogy empirikus bizonyítékok szerint a vállalatfelvásárlások elsősorban nem a helytelenül vezetett társaságokra fókuszálnak. Az ajánlattevők gyakran kifejtik, hogy kimondottan jól menedzselt céltársaságokat keresnek.

¹¹⁹ Lásd COFFEE, John C., *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, Columbia Law Review, Vol. 84. Issue 5. (1984) 1163. old.; BERGLÖF, Erik, és BURKART, Mike, *European Takeover Regulation*, Economic Policy (2003/április) 181. old. Elérhető (2014. december 20.): SSRN: <http://ssrn.com/abstract=405660> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.405660>; HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 369-371. old., EASTERBROOK, Frank H., FISCHER, Daniel R., *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, Harvard Law Review, Vol. 94. Issue 6. (1981) 1173-1174. old.

¹²⁰ Lásd COFFEE, John C., *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, Columbia Law Review, Vol. 84. Issue 5. (1984.) 1199-1200. old.

¹²¹ Lásd MANNE, Henry G., *Mergers and the Market for Corporate Control*, Journal of Political Economy, Vol. 73. No. 2. (1965) 110-120., 113. old.

Számos céltársaság továbbá az ezt érintő kutatások szerint is különösen jól vezetett vállalatnak minősült, mely kiváló hozamot mutatott fel a felvásárlása előtti években.¹²² Ez egyszerűen indokolható azzal, hogy a vállalatfelvásárlás jelentős kockázati tényezőt jelent az ajánlattevőnek, mivel felárat kell fizetnie a céltársaság felvásárlásához. Az akvizíció után azonban egy kevésbé diverzifikált portfólióval fog rendelkezni, ami magasabb kockázatot jelent számára. Tekintetbe véve a kockázatkerülésre hajlamos magatartást, nem meglepő, hogy a fizetéképtelen, vagy fizetéképtelenség közeli állapotban lévő cégek felvásárlása meglehetősen ritka. Nem lehet jelen tehát a céltársaság vonatkozásában olyan mértékű kockázati tényező, amely kívül esne az ajánlattevő kockázatvállalási hajlandóságán.¹²³ Szintén elmondható, hogy az ajánlattevők nem minden esetben törekednek a menedzsment leváltására. Számos ajánlattevő pedig nem hogy hatékonyabban működne, mint a kiszemelt céltársaság, hanem egyenesen kevésbé hatékony. Ebből kifolyólag a vállalatfelvásárlás által biztosított fegyelmezési mechanizmus csupán egy részleges ellenszernek tekinthető a menedzsment esetleges önérdékű magatartása vonatkozásában, és semmiképpen sem más társaságirányítással kapcsolatos ellenőrzési mechanizmusok alternatívájának.¹²⁴ Az Egyesült Államokban, egyes esetekben a vállalatfelvásárlás során fizetett felár az ajánlat előtti részvényárat akár 70%-ban is túllépte.¹²⁵ Ekkora mértékű felár pedig nehezen magyarázható a helytelen vállalati vezetéssel vagy önérdékű magatartásával,¹²⁶ és nehéz indokolni, hogy a felelős társaságirányítás más ellenőrzési mechanizmusai miért nem léptek már korábban működésbe.¹²⁷ Ha pedig elfogadjuk azon feltevést, hogy a céltársaságok általában kevésbé

¹²² Lásd PRENTICE, Robert A., LANGMORE, John, H., *Hostile Tender Offers and the Nancy Reagan Defense: May Target Boards Just Say No-Should They be Allowed To*, Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 15. Issue 2. (1990) 421–422. old.

¹²³ Lásd COFFEE, John C., *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, Columbia Law Review, Vol. 84. Issue 5. (1984.) 1203-1204. old.

¹²⁴ Lásd COFFEE, John C., *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, Columbia Law Review, Vol. 84. Issue 5. (1984.) 1199-1200. old.; PRENTICE, Robert A., LANGMORE, John, H., *Hostile Tender Offers and the Nancy Reagan Defense: May Target Boards Just Say No-Should They be Allowed To*, Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 15. Issue 2. (1990.) 421–425. old.

¹²⁵ Lásd JARRELL, Gregg A., BRADLEY, Michael, *The Economic Effects of Federal and State Regulations of Cash Tender Offers*, Journal of Law and Economics, Vol. 23. Issue 2. (1980.) 373. old.

¹²⁶ Lásd COFFEE, John C., *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, Columbia Law Review, Vol. 84. Issue 5. (1984) 1200-1201. old.

¹²⁷ Kiemelnénk, hogy az igazgatótanácsnak sokkal tágabb lehetősége van bizalmas információkhoz hozzáférni a társaságra vonatkozóan, mint a potenciális ajánlattevőknek. Így a menedzsment nem kellően hatékony működésének már sokkal korábban tudatában kellene lennie, mint a piaci szereplőknek. Korábban, még mielőtt a piacnak elegendő bizonyítéka lenne arra, hogy oly mértékben leértékeltje a társaság részvényeit, hogy ez elegendőnek bizonyulhasson egy vállalatfelvásárlás megindításához. Továbbá egy belső vezetésváltás költségesebb a vállalatfelvásárlásoknál, amelyet külső szereplők indítanak. Egy valóban független igazgatótanács optimális esetben valószínűleg nem tolerálná a menedzsment részéről azt a teljesítményt, amely olyan mértékű részvényár-diszkontban testesülne meg, mely „kiprovokál” egy vállalatfelvásárlást. Természetesen egyes igazgatótanácsok sem kellő mértékben függetlenek, sem jól informáltak nem

hatékonyak tűnnek, mint az ajánlattevők, akkor is kiemelnénk, hogy az ajánlattevő a céltársaságok kiválasztását szigorú feltételeknek megfelelően végzi. Ez alapján pedig nem helytálló az ellenséges felvásárlást kizárólag a menedzsment „megtisztításának” eszközeként beállítani.¹²⁸ Minden bizonnyal igaz, hogy ha a menedzsereknek nem kell szembesülniük az esetleges ellenséges vállalatfelvásárlások veszélyével, ez negatívan befolyásolhatja teljesítményüket,¹²⁹ és így más ellenőrzési mechanizmusok erősítése lehet szükséges. A részvényesi érdekvédelem szempontjából a vállalatfelvásárlás ténylegesen az egyik olyan

tekinthetőek. Lásd COFFEE, John C., *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, Columbia Law Review, Vol. 84. Issue 5. (1984) 1202-1203. old.; A részvényesek fellépése szintén indokolt lenne ilyen esetekben. A részvényesek ugyanis – amennyiben érzékelik a társaság gyengébb teljesítményét, illetve a menedzsment nem megfelelő hozzáállását – komoly haszonra tehetnének szert abból, ha megerősítenék a vállalatot ténylegesen irányító menedzserek, mint ügynökeik teljesítményét. Ezt ugyanakkor nehéz elérni. Easterbrook és Fischel szerint éppen ez a nehézség indokolja azt, hogy a külső szereplők (ajánlattevők) fontos szerephez jutnak. A felmerülő ügynök költségek ugyanis az egyes kisorvényesek előtt vélhetően rejtve maradnak. A legtöbb részvényes ugyanis passzív befektető, és alapvetően a likvid befektetési lehetőségeket keresi. Ez alapján kevésbé érzik szükségét annak, hogy részt vegyenek a vállalat irányításában, illetve hogy részleteiben megtanulják a vállalatirányítás tudományát. Ezzel kapcsolatban fontos probléma, hogy egyetlen részvényes sem képes megragadni a vállalat menedzsereinek ellenőrzésére tett ráfordításából adódó összes hasznot, illetve tulajdonképpen annak még csekély részét sem. Az ugyanis megoszlik valamennyi részvényes között, mégpedig nem a menedzsment ellenőrzésére fordított erőfeszítések, hanem a befektetésük arányában. Mivel a többi részvényes potyautasként (ún. *free rider probléma*) meglovagolhatja az adott részvényes ellenőrzési tevékenységének hasznát, ezért minden részvényes a passzivitást fogja saját érdekében állónak látni. Ezért egyszerűen eladja részvényeit és kiszáll a társaságból (ez az ún. *klasszikus Wall Street szabály*), ha elégedetlen annak teljesítményével. A potyautas problémát csak tovább tetézi az, hogy milyen lehetőségekkel nézne szembe a egyes részvényes, ha felfedezte a menedzsment tevékenységével kapcsolatban felmerülő túlzott ügynök-költségeket, és tenni akar ezek ellen. A problémát felfedező kisorvényes ugyanis nem tudja irányváltásra kényszeríteni a vállalatot. Így vagy rábeszéli a menedzsmentet a változás szükségességére, vagy rá kell vennie a többi részvényest a menedzsment leváltására és új menedzsment megválasztására. Az előbbi megoldás nem fog célt érni a nem megfelelő magatartást tanúsító menedzsment miatt, mely nem fogja meghallgatni a részvényest. Ezért a problémát felfedező részvényesnek meg kell győznie a többi részvényest, hogy jelentős erőfeszítéseket tegyenek a társaság ügyeinek megismerésére. Erre ugyanakkor csak akkor lesznek hajlandóak, ha a befektetett erőfeszítés megfelelő haszonnal kecsegtet. Ugyanakkor a potyautas jelenség ebben az esetben is problémát okoz. Minden részvényes felismeri ugyanis, hogy kevés beleszólása van a társaság ügyeibe, hacsak nem birtokolja a részvények jelentős hányadát. Ez alapján a részvényesek érdeke jelentős mértékben azt fogja eredményezni, hogy ne vegyenek tudomást a problémáról. A tájékozódás a vállalat helyzetét illetően költséges, míg a haszon esélye meglehetősen alacsony. Ha a részvényesek ennek mentén cselekednek, a menedzsment hivatalban fog maradni, bármennyire megkérdőjelezzük is a társasággal kapcsolatos tevékenységüket. Easterbrook és Fischel szerint a piac pontosan így működik az Egyesült Államokban. Tehát a részvényesek rutinszerűen a menedzsmenttel szavaznak, vagy nem fordítanak figyelmet a szavazásokra. Kevés példát találhatunk a menedzsmenttel szembeni sikeres fellépésre, és ezek csak ritkán érnek célt, még akkor is, ha egy részvényes jelentős részvényt pakettet tart kezében. Lásd EASTERBROOK, Frank H., FISCHEL, Daniel R., *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, Harvard Law Review, Vol. 94. Issue 6. (1981) 1169-1171. old.; Easterbrook és Fischel professzorok álláspontjához kapcsolódóan ugyanakkor indokolt kifejtésem némiképp eltérő álláspontunkat. Egyrészt a szerzőpáros álláspontja kevésbé helytálló a koncentrált részvényesi struktúrával rendelkező vállalatok és piacok esetében. Ezek a részvényesek ugyanis jelentős befektetésük kapcsán hatékony ellenőrző tevékenységet megvalósítani a vállalatban. Másrészt napjainkban az Egyesült Államokban is az intézményi befektetők komoly jelenléte bizonyos esetekben felülírja a klasszikus *Wall Street* szabályt, és egy új ellenőrző mechanizmust jelent.

¹²⁸ Lásd COFFEE, John C., *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, Columbia Law Review, Vol. 84. Issue 5. (1984) 1207–1208. old.

¹²⁹ Lásd BEBCHUK, Lucian A., *Why Firms Adopt Antitakeover Arrangements*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 152. Issue 2. (2003) 719–720. old.

eszköznek minősül, amely arra kényszerít(het)i a menedzsmentet, hogy a részvényesek érdekeinek megfelelően járjon el. A részvényesi érdekek figyelmen kívül hagyása ugyanis részvényár-csökkenést eredményez, mely ösztönzést adhat a felvásárlási akciók kibontakozásának.¹³⁰

2.2.3. Az együttműködési elmélet

Az együttműködési (*szinergia*) elmélet alapján a vállalatfelvásárlásokat az motiválja, hogy a céltársaság különleges, egyedi értéket hordoz az ajánlattevő szempontjából, mely túllép az egyébként mások számára érzékelhető piaci értékén. Ez jelenti a vállalatfelvásárlás során fizetett felár forrását. A tranzakció ugyanis azt eredményezi, hogy a két társaság együttes értéke magasabb lesz, mint az egyes különálló vállalatok (ajánlattevő és céltársaság) összértéke. Az értéknövekedés származhat valós működési hatékonysági tényezőkből (*működési szinergia*), vagy *pénzügyi szinergiákból*.¹³¹ E két megközelítést kell kiemelnünk a szinergiákból származó nyereség forrásaként. A működési szempontú megközelítés egyrészt a költségcsökkentés lehetőségére helyezi a hangsúlyt az egymást kiegészítő üzleti tevékenységek kapcsán.¹³² Így működési szinergiának minősül a méretgazdaságosság erősítése, tehát például ha egy vállalatfelvásárlást követően a fix költségek nagyobb volumenű termelésre oszlanak el. Szintén meg kell említenünk a termékváltozat-gazdaságossági hatékonyság javításának lehetőségét is. Ebben az esetben a céltársaság és az ajánlattevő által birtokolt, egymást kiegészítő erőforrások kombinációjából származik az értéknövekedés. Például ilyen helyzet, amikor egy egyedi termékkel rendelkező társaság, és egy ennek piaci értékesítésére megfelelő szervezettel rendelkező társaság egyesül.¹³³ Hasonlóan a működési szinergiára jelent példát a termék-terjesztési rendszerek lehetséges megosztása. Ide sorolhatjuk még szintén az esetlegesen kétszeresen jelen lévő képességek kiküszöbölését az egyesült vállalatokban.¹³⁴ A menedzseri képességek optimális kihasználásával kapcsolatban is

¹³⁰ Lásd CHEN, Li-Jiuan, Dr., *The Defensive Measures in Case of Takeover under German Takeover Act and Delaware Corporate Law*, National Taiwan University Law Review, Vol. 2. Issue 2. (2007) 95. old.

¹³¹ Lásd ROMANO, Roberta, *A Guide to Takeovers: Theory, Evidence and Regulation*, Yale Journal on Regulation, Vol. 9. Issue 1. (1992.) 125–129. old.; COFFEE, John C., *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, Columbia Law Review, Vol. 84. Issue 5. (1984) 1166. old – lásd szintén 44. lbj. ugyanott.

¹³² Lásd GILSON, Ronald J., *The Case Against Shark Repellent Amendments: Structural Limitations on the Enabling Concept*, Stanford Law Review, Vol. 34. Issue 4. (1982) 782. old. 32. lbj.

¹³³ Lásd ROMANO, Roberta, *A Guide to Takeovers: Theory, Evidence and Regulation*, Yale Journal on Regulation, Vol. 9. Issue 1. (1992) 126. old.

¹³⁴ Lásd GILSON, Ronald J., *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*, Stanford Law Review, Vol. 33. Issue 5. (1981.) 853. 118. lbj.

jelentkezhetnek működési szinergiák. Például az ajánlattevő menedzsmentje jó munkát végez a vállalat irányítása során, de felesleges kapacitással rendelkezik. Tehát a menedzsment az adott vállalat hatékony irányításán túlmenően, további ambiciózus feladatokat is képes lenne teljesíteni. A vállalat ezt a menedzsment kapacitásában meglévő többletet arra használhatja fel, hogy felvásárol egy, a megfelelő menedzseri kapacitás hiánya miatt kevésbé hatékonyan működő vállalatot. A megfelelő menedzseri képességek biztosítása pedig szinergiát hoz létre.¹³⁵

A pénzügyi szempontú megközelítés pénzügyi tényezőkre helyezi a hangsúlyt. Így fontos szempont lehet a vállalat hitelképességének erősödése,¹³⁶ pénzügyi erejének megnövekedése.¹³⁷ A pénzügyi szinergiákat felmutató vállalatfelvásárlások középpontjában az elmélet szerint főként az áll, hogy ezek a vállalatfelvásárlási ügyletek csökkentik a tőke költségét. Így az egyik releváns érvrendszer szerint a cégekkel kapcsolatos csőd kockázat csökken, ha az egyesülő cégek pénzáramlása nem áll teljesen pozitív korrelációban egymással. Továbbá ilyen indokot jelenthet, hogy az egyesített vállalatoknak gyakran lehetőségük nyílna kihasználni bizonyos adózási előnyöket.¹³⁸ Szintén erősítheti annak lehetőségét a vállalatfelvásárlás, hogy a költségesebb külső finanszírozás helyett a kevésbé költséges belső finanszírozás kerüljön alkalmazásra.¹³⁹ Így a tőke költségét csökkentő megoldás lehet a működő tőke átruházása a vállalat (újonnan egyesült) divíziói között a külső finanszírozás igénybevétele helyett.¹⁴⁰ Így az akvizíciók a szinergia elmélet alapján megfelelő eszközt jelentenek arra, hogy hatékonyan átcsoportosítsuk a tőkét az alacsony és magas növekedést mutató cégek között. Ehhez szükséges, hogy a társaságok pénzáramlása (legalábbis részben) belülről fedezze a szükséges forrásokat. Egy finanszírozási szükségleteihez külső forrásokat igénybevevő cég és egy belső finanszírozási többletet előállító cég egyesülése lehetővé teszi, hogy az utóbbi által előállított többletforrásokat

¹³⁵ Lásd ROMANO, Roberta, *A Guide to Takeovers: Theory, Evidence and Regulation*, Yale Journal on Regulation, Vol. 9. Issue 1. (1992.) 126. old.

¹³⁶ Lásd GILSON, Ronald J., *The Case Against Shark Repellent Amendments: Structural Limitations on the Enabling Concept*, Stanford Law Review, Vol. 34. Issue 4. (1982) 782. old. 32. lbj. (Szintén olvasható, hogy eltérő megközelítésből a társaság növekedése, még ha ez szinergiákat hoz is létre, további szervezeti költségeket okozhat, melyek csökkenthetik, ellentételezhetik ezeket az előnyöket.)

¹³⁷ Lásd GILSON, Ronald J., *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*, Stanford Law Review, Vol. 33. Issue 5. (1981) 853. old. 118. lbj.

¹³⁸ Lásd ROMANO, Roberta, *A Guide to Takeovers: Theory, Evidence and Regulation*, Yale Journal on Regulation, Vol. 9. Issue 1. (1992.) 128. old.

¹³⁹ Lásd ROMANO, Roberta, *A Guide to Takeovers: Theory, Evidence and Regulation*, Yale Journal on Regulation, Vol. 9. Issue 1. (1992.) 128. old.

¹⁴⁰ Lásd GILSON, Ronald J., *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*, Stanford Law Review, Vol. 33. Issue 5. (1981) 853. old. 118. lbj.; GILSON, Ronald J., *The Case Against Shark Repellent Amendments: Structural Limitations on the Enabling Concept*, Stanford Law Review, Vol. 34. Issue 4. (1982) 782. old. 32. lbj.

magas hozamot nyújtó beruházások felé irányítsák, melyeket eddig külső finanszírozásból valósítottak meg.¹⁴¹

Összefoglalóan elmondhatjuk, hogy a szinergia-elmélet alapján a vállalatfelvásárlások során megjelenő haszon – általában – független a nem kellően hatékony menedzsmenttől. Okára számos példát soroltunk fel, melyek közül a legtipikusabbak a megnyíló közös gyártási kapacitások kihasználása, az egyedülálló termékkapcsolási lehetőségek megléte, a céltársaság által birtokolt, és az ajánlattevő szempontjából fontos speciális erőforrásokhoz (pl. nyersanyagokhoz) való hozzájutás, a méretgazdaságosság, a költségcsökkentési lehetőségek kihasználása, a csökkenő hitelfelvételi költségek, valamint a kedvező tőkepiaci reakció a két vállalat egyesülése kapcsán.¹⁴² Az együttműködés szintén erőteljesebb tárgyalási pozíciót biztosíthat a cégnek a beszállítókkal és a fogyasztókkal szemben.¹⁴³

Ezen elmélet alapján az ajánlattevő terjeszkedésének célpontjaként nyilvánvalóan olyan társaságokat fog leginkább preferálni, amelyek eszköz- és szervezeti struktúrája illeszkedik a sajátjához. Ahogy *Gilson* professzor megfogalmazza, a vállalatfelvásárlások hatékonyságára adott egyik fontos magyarázat, azaz a szinergia-elmélet eltérő képességet tételez fel a céltársaság eszközeinek felhasználása tekintetében. Az elmélet végső soron egy adott ajánlattevő, illetve egy adott ajánlattevő menedzsmentjének céltársasághoz való illeszkedésére fókuszál.¹⁴⁴ Ez alapján nem véletlen, hogy – az elmélet híveinek álláspontja alapján – olyan iparágakban tevékenykedő cégek keltik fel elsősorban az ajánlattevők figyelmét, amely területeken már jelen vannak. Szintén nagyobb működési szinergiák használhatók ki, ha a társaságoknak hasonló a piacuk, illetve ha egymást fedő termékpalettával rendelkeznek, és hasonló a szakmai orientációjuk. A társaságok továbbá iparágon belül szélesebb körű ismeretekkel rendelkeznek egymás eszközeit, termékeit és kilátásait illetően, mint iparágon kívül.¹⁴⁵

¹⁴¹ Lásd ROMANO, Roberta, *A Guide to Takeovers: Theory, Evidence and Regulation*, Yale Journal on Regulation, Vol. 9. Issue 1. (1992) 128-129. old.

¹⁴² Lásd COFFEE, John C., *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, Columbia Law Review, Vol. 84. Issue 5. (1984) 1166. old.; GILSON, Ronald J., *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*, Stanford Law Review, Vol. 33. Issue 5. (1981.) 819. old.; GILSON, Ronald J., *The Case Against Shark Repellent Amendments: Structural Limitations on the Enabling Concept*, Stanford Law Review, Vol. 34. Issue 4. (1982) 775. old.; GILSON, Ronald J., *Seeking Competitive Bids Versus Pure Passivity in Tender Offer Defense*, Stanford Law Review, Vol. 35. Issue 1. (1982) 51–67. old, 53. old.

¹⁴³ Lásd CHATTERJEE, Sayan, *Sources of Value of Takeovers: Synergy or Restructuring – Implications for Target and Bidder Firms*, Strategic Management Journal, Vol. 13. (1992) 269-270.

¹⁴⁴ Lásd GILSON, Ronald J., *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*, Stanford Law Review, Vol. 33. Issue 5. (1981) 872. old.

¹⁴⁵ Lásd COFFEE, John C., *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, Columbia Law Review, Vol. 84. Issue 5. (1984) 1213-1214. old., HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 372. old.

Ronald J. Gilson és Lucian A. Bebchuk professzorok több jelentős tanulmányban fejtették ki a szinergia-elmélettel kapcsolatos érvrendszert.¹⁴⁶

2.2.4. A hatékonyságnövelés elmélete

A hatékonyság szempontjából megközelítve a vállalatfelvásárlások képesek lehetnek a vállalat erőforrásait az azokat hatékonyabban felhasználó piaci szereplőhöz allokálni. Clas Bergström¹⁴⁷ professzor és szerzőtársai szerint a „vállalatok feletti irányítás” jól működő piaca az eszközök hatékony elosztásának célját szolgálja. Azokhoz juttatja ugyanis az eszközök tulajdonjogát és irányítását, akik a legtöbbre értékelik azokat, illetve a legalkalmasabb menedzsereket alkalmazzák. Ebből kiindulva pedig a vállalatfelvásárlásokkal kapcsolatban háromféle előnyös hatást azonosítottak. Kiemelték a hatékonyabb eszköz-összetételt, a hatékonyabb menedzsmentet, és a jobb felelős társaságirányítási rendszerek kialakítását.¹⁴⁸

A hatékonyságnövelés megvalósulhat például úgy, hogy a felvásárolt vállalat-konglomerátum elsődleges üzleti tevékenységéhez nem kapcsolódó eszközöket (üzletágakat) specializáltabb befektető számára értékesítik, és az így nyert összeget felhasználják az alapvető üzleti tevékenység megerősítésére, hatékonyságnövelésre.¹⁴⁹ Ez a megközelítés elsősorban a negyedik vállalatfelvásárlási hullámra volt jellemző, annak tanulságain alapul. Az ekkor zajlott vállalatfelvásárlások célpontját jelentős részben az 1960-as, 1970-es években (a harmadik vállalatfelvásárlási hullám során) a társaságokon belül megvalósítandó diverzifikáció jegyében létrejött vállalat-konglomerátumok képezték. A harmadik vállalatfelvásárlási hullám során ugyanis még jelentős számban vásároltak fel olyan cégeket, melyek üzleti tevékenysége nem kapcsolódott az ajánlattevő társaságokéhoz. Az 1980-as években e széleskörűen diverzifikált vállalat-konglomerátumok eszközeinek feldarabolására

¹⁴⁶ Lásd COFFEE, John C., *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, Columbia Law Review, Vol. 84. Issue 5. (1984) 1166. old., HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 372. old.

¹⁴⁷ Clas Bergström a Stockholm School of Economics pénzügyek professzora.

¹⁴⁸ Lásd BERGSTRÖM, Clas, HÖGFELDT, Peter, MACEY, Jonathan R., SAMUELSSON, Per, *The Regulation of Corporate Acquisitions: A Law and Economics Analysis of European Proposals for Reform*, Columbia Business Law Review, Vol. 1995. Issue 2. (1995) 499. old.

¹⁴⁹ Az Egyesült Államok vállalatfelvásárlási esetei között így értékelhetjük 1985-ben a Revlon társaság Ronald Perelman által történt ellenséges felvásárlását. Ezt megelőzően ugyanis a Revlon számos olyan területen hajtott végre terjeszkedést, mely kívül esett az alapvető üzleti tevékenységének számító kozmetikai iparon. Ezeket az üzletágakat értékesítve az ajánlattevő rövid időn belül 2 milliárd dolláros bevételt könyvelhetett el, melyet az alapvető kozmetikai iparág fejlesztésére tudott fordítani. Lásd BERGSTRÖM, Clas, HÖGFELDT, Peter, MACEY, Jonathan R., SAMUELSSON, Per: *The Regulation of Corporate Acquisitions: A Law and Economics Analysis of European Proposals for Reform*, Columbia Business Law Review, Vol. 1995. Issue 2. (1995) 500. old.

és értékesítésére került sor. Az értékesítés lehetséges volt akár különálló társaságokként, akár hasonló üzleti területen működő (specializált) befektetők, vállalatok részére. A jelenséget az váltotta ki, hogy az összetett vállalat-konglomerátumokban jelenlévő, nyereséget nem termelő (vagy éppen gyengébben teljesítő) ágazatok rontották a tőkepiaci értékelésüket. Ez pedig vonzotta a felvásárlási ajánlatokat. Ebben az időszakban az ajánlattevők jelentős része tulajdonképpen nem is valódi, tartós tulajdonosként viselkedett, hanem mint aki segít átcsoportosítani az eszközöket a nyereségesebb felhasználás irányába.¹⁵⁰

A specializált befektető szintén hatékonyabban képes a számára értékesített üzletágot menedzselni. Továbbá hatékonyságnövekedéshez vezethet általánosságban a céltársaság hozzáértőbb, szakszerűbb vezetése is. A nézet képviselői ezért a vállalatfelvásárlásokat úgy modellezik le, hogy egy kevésbé hatékonyan működő (kevésbé nyereséges) céget egy hatékonyabb (nyereségesebb) vállalat vásárolja fel.¹⁵¹ Ebből a nézőpontból nehéz magyarázatot találni a vállalatok feletti irányítás nem hatékony irányba történő átruházására, mely jelen van a világ tőkepiacain. Ebben az esetben egy nem kellően hatékonyan működő ajánlattevő vásárol fel egy hatékonyabban működő céltársaságot racionális okból, részvényesei érdekében, így ugyanis növelheti a megtérülési rátát.¹⁵²

2.2.5. A tökéletlen tőkepiacokból kiinduló „kizsákmányolás elmélet”

Az ún. „kizsákmányolás elmélet” szerint az ajánlattevő egyrészt gyakorlatilag „kijátsza” a céltársaság részvényeseit, mert kihasználja a céltársaság részvényárában bekövetkező átmeneti eséseket. Ekkor a társaság eszközei feletti irányítást mintegy „alkalmi áron” tudja megszerezni. Az elméletből kiinduló egyik megközelítés a világ nagy tőkepiacain jelen lévő felvásárlási hullámokat úgy értékeli, hogy a társaságok (vagy legalábbis bizonyos társaságok) papírjai meghatározott időszakban szisztematikusan alulárzottak, amely esetben így tőzsdei kapitalizációjuk jelentősen a „valós” (akár mérleg szerinti) értékük alá pozicionált. Ezt pedig egy racionálisan gondolkodó ajánlattevő kihasználhatja egyes társaságok megvásárlására

¹⁵⁰ Lásd BERGSTRÖM, Clas, HÖGFELDT, Peter, MACEY, Jonathan R., SAMUELSSON, Per, *The Regulation of Corporate Acquisitions: A Law and Economics Analysis of European Proposals for Reform*, Columbia Business Law Review, Vol. 1995. Issue 2. (1995) 499-500. old.

¹⁵¹ Lásd BERGSTRÖM, Clas, HÖGFELDT, Peter, MACEY, Jonathan R., SAMUELSSON, Per, *The Regulation of Corporate Acquisitions: A Law and Economics Analysis of European Proposals for Reform*, Columbia Business Law Review, Vol. 1995. Issue 2. (1995) 500. old.

¹⁵² Lásd COFFEE, John C., *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, Columbia Law Review, Vol. 84. Issue 5. (1984) 1225–1226. old.; HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 372-373. old.

ahelyett, hogy saját maga is hasonló gyárat, termelési egységeket építene fel. Az elmélet hiányosságának jelölhetjük meg az 1980-as évek vállalatfelvásárlásainak empirikus tapasztalatai alapján, hogy az iparvállalatok részvényei nem voltak alulárzva, különösen az 1982-83-as erősödő piaci trendet követő időszakban. Az elmélet által megkívánt volatilitást és szisztematikus alulárzottságot ebben az időszakban leginkább a természeti erőforrások kitermelésével foglalkozó vállalatok esetében azonosítottak. Ez alapján az elmélet inkább kiegészítő magyarázatul szolgál a vállalatfelvásárlásokra, mely egyes speciális iparágakban, illetve bizonyos esetekben kaphat relevanciát.¹⁵³

Az elmélet követői hajlamosak úgy tekinteni, hogy a tőkepiacokat – legalábbis meghatározott időszakokban – különleges pesszimizmus jellemzi, mely indokolatlanul alacsony értékeléseket eredményez, vagy, hogy azok hajlamosak belefeledkezni a rövid távú profitba, mivel az intézményi befektetők jelentős részben a rövid távú részvényár-változások lehetőségét tartják szem előtt. Ezzel párhuzamosan az ajánlattevők a céltársaságokat általában a diszkontált jövőbeli haszon alapján értékelik, mely optimistább értékelésekhez vezet. Az így kirajzolódó különbséget használja ki az ajánlattevő, és ez a vállalatfelvásárlás során fizetett felár alapja. Az elmélet a fentiek alapján azt sugallja, hogy a társaság részvényeinek két értéke van: egyrészt a társaság irányításával kapcsolatosan megtestesített, másrészt pedig a jövőbeli befektetői profitot tükröző. A tőkepiacok tökéletlensége okán pedig kihasználható haszonszerzésre a kettő közötti különbség. Így a vállalatfelvásárlás csak e két eltérő hipotetikus ár közötti különbözetet aknázza ki, és nem eredményez hatékonyságnövekedést vagy más társadalmi hasznot.¹⁵⁴

Szintén előfordulhat, hogy az ajánlattevő úgy strukturálja ajánlatát, hogy mintegy csapdába ejti ezzel a céltársaság részvényeseit. Ez akkor lehetséges, ha egy állam jogi szabályozása engedélyezi a két lépésben megvalósuló ajánlattételt (ilyen esetben pedig hiányzik a jogrendszeréből a meghatározott befolyásszerzéshez kapcsolódó, valamennyi részvényre kiterjedő kötelező vételi ajánlattétel szabálya és a méltányos ajánlati ár meghatározása).¹⁵⁵ Ekkor ugyanis a részvényesek egy részleges ajánlatot visszautasítva a jövőben még alacsonyabb árral szembesülhetnek. Ezt úgy érheti el az ajánlattevő, hogy a céltársaság részvényeinek például 51%-ára viszonylag magas árajánlatot tesz. Majd ezt követően a

¹⁵³ Lásd COFFEE, John C., *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, Columbia Law Review, Vol. 84. Issue 5. (1984) 1169–1171. old., lásd szintén ugyanitt lbj. 63-64.

¹⁵⁴ Lásd COFFEE, John C., *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, Columbia Law Review, Vol. 84. Issue 5. (1984) 1169–1172. old.

¹⁵⁵ Ugyanakkor egyéb jogalkotási eszközzel is ki lehet küszöbölni (vagy el lehet bizonytalanítani) a két lépésben megvalósuló, illetve a részleges ajánlatok jelenlétét. Erre jó példát nyújtanak a dolgozatomban tárgyalt, az Egyesült Államok tagállamai által elfogadott vállalatfelvásárlás-ellenes törvények.

fennmaradó részvényeseknek az ajánlati árat megelőző piaci árnál is alacsonyabb ellenértéket fizet egy egyesülés során. Így a felvásárlás során fizetett átlagos ár a céltársaság részvényeseinek mindent összevetve nettó veszteséget jelent. Szerencsére azonban az ilyen két lépésben megvalósuló ajánlatok meglehetősen ritkák¹⁵⁶ még az Egyesült Államokban is.¹⁵⁷ Az Európai Unióban pedig az elfogadott vállalatfelvásárlási irányelv nem enged teret ilyen megoldásoknak.¹⁵⁸

2.2.6. A magatartástudományi megközelítésből kiinduló birodalomépítő elmélet

A fentiekén túlmenően szükségesnek tartom a vállalatfelvásárlások indokait vizsgáló további elméletek bemutatását is. Ezek azonban a vállalatfelvásárlásokat nem gazdasági hasznosságuk oldaláról közelítik meg (ugyanis ezen álláspontok szerint nem kifejezetten hordoznak gazdasági hasznot), hanem a menedzsment tevékenységét vizsgáló magatartástudományi szempontból. A magatartástudományi (*behaviorista*) megközelítésen alapuló ún. „birodalomépítő elmélet” különösen szkeptikus álláspontot fogalmaz meg a vállalatfelvásárlások előnyös hatásait illetően. Az elmélet úgy érvel, hogy a vállalatok vezetése helytelenül a társaság méretét törekszik maximalizálni, és nem az elérhető hozamot.¹⁵⁹ A menedzserek egyrészt azért követik ezt a célt (még ha ez a részvényesi érdekekkel szembe is megy), mert a nagyobb méretű vállalat még jelentősebb javadalmazást jelent számukra. Mivel az akvizíció jelentős előrelépési, előléptetési lehetőséget biztosíthat a vezető és középszintű menedzsment számára, ezért fontos szempont lehet, hogy a céltársaság

¹⁵⁶ Gyakran emlegetett példa az Egyesült Államokban történt akvizíciók közül a kétlépcsős ajánlatra a U.S. Steel sikeres vételi ajánlata a Marathon Oil 51%-ára 1981-ben. Az ajánlati ár 125 dollárt tett ki részvényenként. Ezt követően a U.S. Steel megszerezte a Marathon Oil fennmaradó 49%-át egy leányvállalatán keresztül egy egyesülés során, ellenértékként értékpapírokat felajánlva, részvényenként 86 dolláros áron. Így az átlagos fizetett ár részvényenként 105,5 dollár volt. Lásd MIRVIS, Theodore N., *Two-Tier Pricing: Some Appraisal and „Entire Fairness” Valuation Issues*, *The Business Lawyer*, Vol. 38. Issue 2. (1983) 485-486. old.; NOTE, *Front-End Loaded Tender Offers: The Application of Federal and State Law to an Innovative Corporate Acquisition Technique*, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 131. Issue 2. (1982) 389-392. old.; COFFEE, John C., *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer’s Role in Corporate Governance*, *Columbia Law Review*, Vol. 84. Issue 5. (1984) 1169. old.

¹⁵⁷ Lásd COFFEE, John C., *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer’s Role in Corporate Governance*, *Columbia Law Review*, Vol. 84. Issue 5. (1984) 1169–1170. old.

¹⁵⁸ Lásd HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 373-374. old.

¹⁵⁹ Lásd COFFEE, John C., *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer’s Role in Corporate Governance*, *Columbia Law Review*, Vol. 84. Issue 5. (1984) 1167., NOTE, *The Conflict Between Managers and Shareholders in Diversifying Acquisitions: A Portfolio Theory Approach*, *Yale Law Journal*, Vol. 88. Issue 6. (1979) 1238, 1246–48. old.

egyreszleget integrálhatóak legyenek az ajánlattevő már meglévő szervezeti felépítésébe.¹⁶⁰ A vállalatok nagyobb mérete továbbá nagyobb biztonságot jelent az ellenséges felvásárlásokkal szemben is, illetve nagyobb presztízst biztosít a vállalati vezetőknek.¹⁶¹ A vállalatfelvásárlás segítségével komoly piaci erő megszerzése is lehetséges. Ezen elmélet alapján az ajánlattevő által fizetett felár kevéssé áll kapcsolatban a céltársaság eszközeivel elérhető látens hozammal, és sokkal inkább az ajánlattevő saját menedzseri képességeit érintő túlzottan optimista hozzáállásával. Így az álláspont szerint a vállalatfelvásárlás nem eredményez nagyobb hatékonyságot, hanem egyszerűen vagyontelodás történik az ajánlattevő részvényesei oldaláról a céltársaság részvényesei felé.¹⁶² Az elmélet a felvásárlás során kifizetett *irányítási felárat* azzal magyarázza, hogy az ajánlattevő egyszerűen túlfizet. E nézőpont továbbá azt sugallja, hogy a vállalatfelvásárlások legnagyobb érdekkonfliktusa az ajánlattevő társaságon belül lehet megtalálható, annak részvényesei és menedzserei között. A vállalatfelvásárlás során ugyanis a túlfizetés miatt vagyontelodás történik az ajánlattevő részvényeseitől a céltársaság részvényeseinek irányába.¹⁶³ Mivel ugyanakkor az elmélet csupán az ajánlattevő oldaláról, az ajánlattevőre gyakorolt hatás nézőpontjából közelíti meg a vállalatfelvásárlásokkal kapcsolatos problémakört, nem jelenthet teljes körű magyarázatot.¹⁶⁴ *Richard Roll*¹⁶⁵ professzor megfigyelései is megerősítették, hogy a vállalatfelvásárlások során az ajánlattevők tendenciózan hajlamosak túlzott árat fizetni a részvényekért.¹⁶⁶ Ezt az ún. *hübrisz* (arrogancia, gőg) elméletben fejtette ki. Bemutatta, hogyan vezethet a személyes

¹⁶⁰ Lásd COFFEE, John C., *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, Columbia Law Review, Vol. 84. Issue 5. (1984) 1167-1168. old., HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén (HVG-ORAC, Budapest, 2011.)* 374-375. old.

¹⁶¹ Lásd DENT, George W., *Unprofitable Mergers: Toward a Market-Based Legal Response*, Northwestern University Law Review, Vol. 80. Issue 4. (1986) 777., 780-783. old.; KECSKÉS András – HALÁSZ Vendel, *Stock Corporations – A Guide to Initial Public Offerings, Corporate Governance and Hostile Takeovers*, HVG-ORAC & LexisNexis, translated by Anna Tolnai and the Authors, Budapest – Wien, 2013. 404-405. old.

¹⁶² Lásd COFFEE, John C., *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, Columbia Law Review, Vol. 84. Issue 5. (1984) 1167–1169. old.

¹⁶³ Lásd COFFEE, John C., *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, Columbia Law Review, Vol. 84. Issue 5. (1984) 1168–1169. old.; NOTE, *The Conflict Between Managers and Shareholders in Diversifying Acquisitions: A Portfolio Theory Approach*, Yale Law Journal, Vol. 88. Issue 6. (1979) 1238, 1246–47. old.

¹⁶⁴ Lásd COFFEE, John C., *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, Columbia Law Review, Vol. 84. Issue 5. (1984) 1168–1169. old.

¹⁶⁵ Richard Roll a University of California Los Angeles Anderson School of Management alkalmazott pénzügyek professzor emeritusa.

¹⁶⁶ Ilyen túlfizetésre lehet példa az Egyesült Államokból a Paramount Viacom általi felvásárlása. A piaci reakciókból ítélve arra a következtetésre lehet jutni, hogy a Viacom 1,5 milliárd dollárral túlfizetett, amikor 9,2 milliárd dollárért megvásárolta a Paramountot 1994 februárjában. Ez az eset alkalmas lehet Roll professzor érvelésének alátámasztására. Lásd HIETALA, Pekka, KAPLAN, Steven N., ROBINSON, David T., *What is the Price of Hubris? Using Takeover Battles to Infer Overpayments and Synergies*, 1., 31–32. old. Elérhető (2010. augusztus 12.): http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=242098.

egoizmus és a vállalati gőg túlfizetéshez.¹⁶⁷ Természetesen álláspontunk szerint ez sem jelenthet alkalmas magyarázatot minden vállalatfelvásárlás esetében.¹⁶⁸ Érdeemes mindazonáltal megjegyezni, hogy már a vállalatfelvásárlások kapcsán született korai empirikus tapasztalatok is az ajánlattevő részvényeinek árfolyamcsökkenéséről számolnak be a vállalatfelvásárlás szándékának bejelentését követően.¹⁶⁹ Továbbá még a sikeres ajánlattevők esetében is tipikus a piaci ár csökkenése az ajánlattételt követően, mely szintén alátámaszthatja a túlfizetésre vonatkozó elméletet. Erre utalhat a kudarcot jelentő vállalatfelvásárlások magas százaléka is, amikor az ajánlattevő később kénytelen megválni a megszerzett céltársaságtól.¹⁷⁰

3. A vállalatfelvásárlások története

3.1. Bevezető

A vállalatfelvásárlások meglehetősen gyakori jelenségnek számítanak a modern gazdaságban. Indokolt egyúttal kiemelni, hogy a vállalatfelvásárlási tevékenység gyakran koncentrálódik egy adott időszakra, amikor is számos nagy értékű ügylet zajlik viszonylag rövid időn belül. Tehát az évtizedeken keresztül végzett megfigyelések alapján a vállalatfelvásárlások – úgy tűnik – hullámokban jelentkeznek.¹⁷¹ Ez alapján a 2008-as pénzügyi és gazdasági válság időszakát megelőzően hat vállalatfelvásárlási hullámot lehet azonosítani. Ezek az 1900-as évek elején, illetve az 1920-as, 1960-as, 1980-as, továbbá az 1990-es években zajlottak le. A hatodik vállalatfelvásárlási hullám 2003 közepén kezdett kibontakozni.¹⁷²

Kezdetben a vállalatfelvásárlási tevékenység jelentős részben az Egyesült Államokban koncentrálódott. Az Egyesült Királyságban az 1960-as évek, a kontinentális Európában pedig

¹⁶⁷ Lásd ROLL, Richard, *Empirical Evidence in Takeover Activity and Shareholder Wealth*, in Knights, Raiders and Targets (Szerk.: COFFEE, John C. Jr., LOWENSTEIN, Louis, ROSE-ACKERMAN, Susan, Oxford University Press, New York, 1988.) 249–250., 257-258. old.; PRENTICE, Robert A., LANGMORE, John H., *Hostile Tender Offers and the Nancy Reagan Defense: May Target Boards Just Say No-Should They be Allowed To*; Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 15. Issue 2. (1990) 457. old.

¹⁶⁸ Lásd KECSKÉS András – HALÁSZ Vendel, *Stock Corporations – A Guide to Initial Public Offerings, Corporate Governance and Hostile Takeovers*, HVG-ORAC & LexisNexis, translated by Anna Tolnai and the Authors, Budapest – Wien, 2013. 404-405. old.

¹⁶⁹ Lásd NOTE, *The Conflict Between Managers and Shareholders in Diversifying Acquisitions: A Portfolio Theory Approach*, Yale Law Journal, Vol. 88. Issue 6. (1979) 1246-1247. old., és 66. lbj. ugyanitt.

¹⁷⁰ Lásd PRENTICE, Robert A., LANGMORE, John H., *Hostile Tender Offers and the Nancy Reagan Defense: May Target Boards Just Say No-Should They be Allowed To*; Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 15. Issue 2. (1990) 457-458. old.

¹⁷¹ Lásd BLACK, Bernard S., *The First International Merger Wave (and the Fifth and Last U.S. Wave)*, University of Miami Law Review, Vol. 54. Issue 4. (2000) 799. old.

¹⁷² Lásd CAI, Wei, *Hostile Takeovers and Takeover Defences in China*, Hong Kong Law Journal, Vol. 42. Part 3. (2012) 901. old.; BLACK, Bernard S., *The First International Merger Wave (and the Fifth and Last U.S. Wave)*, University of Miami Law Review, Vol. 54. Issue 4. (2000) 799-800. old.

az 1980-as évek elején figyelték meg először a vállalatfelvásárlások jelenlétét.¹⁷³ Éppen ezért, az első négy vállalatfelvásárlási hullám szinte kizárólagosan az Egyesült Államokra korlátozódott. Lehetséges, hogy más államokban is lezajlottak hasonló vállalatfelvásárlási hullámok (akár az Egyesült Államokban tapasztaltakkal párhuzamosan, akár más időpontokban), ugyanakkor ezek nem lettek dokumentálva. Tehát egészen az ötödik vállalatfelvásárlási hullámig nincs konkrét ismeretünk arról, hogy az Egyesült Államokban megfigyelhető vállalatfelvásárlási tevékenység mekkora részét jelentette a világban jelenlévő összes vállalatfelvásárlásnak. Mivel viszont máshol nem került e téma a kutatások homlokterébe, ez önmagában arra utal, hogy nem keltette fel a vállalatfelvásárlási tevékenység jelentőségével a tudomány figyelmét.¹⁷⁴ Ezzel párhuzamosan pedig levonható az a következtetés, hogy jogi szabályozás tárgyát is csak ezt követően képezték.

3.2. Az első vállalatfelvásárlási hullám

Az Egyesült Államokban lezajlott első vállalatfelvásárlási hullám az 1895 és 1903 közötti időszakra datálható. Erre az időszakra tehető a nagy olajipari, acélipari és egyéb hasonló trösztök létrejötte. Ezért is illetik még ezt a hullámot az „*egyesülés a monopóliumért*” jelzővel.¹⁷⁵ Erre a vállalatfelvásárlási hullámra úgy tekinthetünk, mint az amerikai gazdaság horizontális egyesüléseken keresztül történő monopolizálására tett széleskörű kísérletre. Ebben az időszakban az amerikai polgárháborút követően létrejött és felemelkedett vállalatok egyesültek egymással. Ennek hátterét az jelentette, hogy a terjeszkedő vasút lehetővé tette egy egységesnek mondható nemzeti piac kialakulását, és ezzel párhuzamosan új termékek és termelési technikák kialakításának adott lendületet. Az eddig meglévő regionális piacok helyett egy gyorsan változó és fejlődő nemzeti piac jött létre, mely kihívások elé állította a vállalatokat. A korábban távolinak tűnő versenytársak által szorongatott regionális vállalatokat ez átalakulásra készítette annak érdekében, hogy a növekvő versenyben is talpon tudjanak maradni. Az átalakulás során pedig az egész országban jelenlévő, nemzeti szinten ismert vállalat létrehozatalát célozták meg. Tehát akár a monopolizáció érdekében, akár a monopolizáció hatásai miatt a regionális vállalatok kénytelenek voltak összeolvadni más

¹⁷³ Lásd CAI, Wei, *Hostile Takeovers and Takeover Defences in China*, Hong Kong Law Journal, Vol. 42. Part 3, (2012) 901. old.

¹⁷⁴ Lásd BLACK, Bernard S., *The First International Merger Wave (and the Fifth and Last U.S. Wave)*, University of Miami Law Review, Vol. 54. Issue 4. (2000) 800. old.

¹⁷⁵ Lásd BLACK, Bernard S., *The First International Merger Wave (and the Fifth and Last U.S. Wave)*, University of Miami Law Review, Vol. 54. Issue 4. (2000) 800. old.

regionális vállalatokkal. Így tudták csak elérni ugyanis, hogy kellően nagygyá váljanak a nemzeti piacon való helytállás érdekében. Fontos ugyanakkor rámutatni arra, hogy a monopóliumok kialakításának igénye nem tud magyarázatot nyújtani valamennyi, ebben az időszakban lezajlott vállalatfelvásárlásra, sőt talán még azok többségére sem. Ugyanakkor mindenképpen fontos tényezőként értékelhető. E mellett azonban más tényezőket is figyelembe szükséges venni, mint például a rendellenes részvényár-ingadozásokat és a kétségtelen részvénytőzsi többletet. Szintén érdemes kiemelni egy további tényezőt, nevezetesen a modern gazdasági társaság létrejöttét. Ebben az időszakban zajlott le ugyanis egy rendkívüli fontosságú lépés a vállalatok szervezeti felépítésének evolúciójában. Kialakultak a több divízióból álló társaságok. Egészen idáig a viszonylag kisebb szervezeti struktúrával rendelkező társaság tevékenységét a tulajdonos/menedzser képes volt a maga teljességében felügyelni. Ezt lehetővé tette, hogy a vállalat helyi, regionális szinten működött. Ugyanakkor az Egyesült Államokban egy nemzeti szinten működő vállalat esetében ugyanez már nem volt lehetséges. Éppen ezért decentralizálták az egyesülések során létrejött vállalatok tevékenységét és divíziókra osztották őket. Egy ilyen divízió vezetője bár nem tudja a vállalat egészének működését ellenőrizni, ugyanakkor teljes mértékben irányítása alatt tarthatja a kisebb, jobban irányítható üzletágát. A vezető menedzsmentnek ezzel párhuzamosan lehetősége nyílt csupán az átfogó, stratégiai kérdésekkel foglalkozni, kitűzni az elérendő célokat, a megvalósításhoz szükséges forrásokat allokálni, és ellenőrizni a célok megvalósulását. A belső koordináció hatékonyságából eredően e nagyvállalatok kiszorították a töredezett regionális vállalatokat a 19. század végén és a 20. század elején. Ezek a nemzeti szinten működő vállalatok monopóliumra törekedtek szert tenni, mert ebben az időszakban ez fontos eszközét jelentette a gazdasági túlélésnek.¹⁷⁶

3.3. A második vállalatfelvásárlási hullám

A második vállalatfelvásárlási hullám 1920 és 1929 között zajlott le. Ebben az időszakban az Egyesült Államokban konszolidáció volt megfigyelhető számos iparágban. Ezen alapulón erre a vállalatfelvásárlási hullámra, mint az „*egyesülés az oligopóliumért*” hullámra is hivatkoznak.¹⁷⁷ Bár a meghozott trösztellenes törvények korlátozták és szabályozták a

¹⁷⁶ Lásd HOGAN, Stephen D., COPE HUIE, Marsha, *Bigness, Junk, and Bust-ups: End of the Fourth Merger Wave?* The Antitrust Bulletin, Vol. 37. Issue 4. (1992) 893-897. old.

¹⁷⁷ Lásd BLACK, Bernard S., *The First International Merger Wave (and the Fifth and Last U.S. Wave)*, University of Miami Law Review, Vol. 54. Issue 4. (2000) 800. old.

monopóliumok létrehozását, az egyesülések továbbra is jelen voltak. Ezeket ugyanakkor a monopolisztikus hatalom kialakítása helyett a többdivíziós vállalati szervezetben rejlő lehetőségek kihasználása hajtotta. A második vállalatfelvásárlási hullám viszonylag gyorsan lezajlott, a tranzakciók száma az 1920-as évek második felében tetőzött. Ebben az időszakban a vertikális integráció kialakítása volt a cél a vállalatok között. Az egymással potenciálisan eladó-vevő kapcsolatban álló vállalatok közötti integráció tág teret nyújtott a több divíziós vállalati szervezet és menedzseri tapasztalat adta lehetőségek kihasználásában. Ezen vállalatfelvásárlások által létrehozott előnyt úgy lehetne összefoglalni, hogy egy vállalat keretein belül tudott megvalósulni a termelés a nyersanyagoktól a késztermék előállításáig, és így a folyamat könnyebben és hatékonyabban összehangolhatóvá vált, mintha ugyanezt független beszállítókkal megkötött szerződéseken keresztül kellett volna elvégezni. Az így létrejött vertikálisan integrálódott vállalatok hatékony működésükkel már képesek voltak felvenni a versenyt az első amerikai vállalatfelvásárlási hullám során kialakult kvázi-monopóliumokkal. A versenyben továbbá kialakultak a mind horizontális, mind vertikális integrációt megvalósító vállalatok, melyek ennek segítségével biztos piaci pozícióra tehetek szert. Ez egyúttal a több terméket, termékcsoporthoz előállító, kínáló vállalatok létrejöttét is jelentette. A második vállalatfelvásárlási hullámra az 1929-es tőzsdeválság és világgazdasági összeomlás tett pontot. Az ezt követően végbemenő szabályozási reformok (1933 - *Securities Act*, 1934 - *Securities and Exchange Act*) pedig már nem engedtek a korábbihoz hasonló teret az Egyesült Államokban a spekulatív ügyleteknek.¹⁷⁸

3.4. A harmadik vállalatfelvásárlási hullám

A harmadik vállalatfelvásárlási hullám 1960 és 1973 között zajlott. Ekkor alakultak ki a komoly vállalat-konglomerátumok, és egyéb diverzifikált akvizíciók zajlottak. Ezért ezt az időszakot úgy is nevezik, mint „*konglomerátum-egyesülési*” hullámot.¹⁷⁹ Ez a vállalatfelvásárlási hullám a piaci pozíciók biztosítása helyett az ún. vállalat-konglomerátumok létrehozatalát tűzte ki célul. E konglomerátumokat az Egyesült Államokban a *Federal Trade Commission* (Szövetségi Kereskedelmi Bizottság) olyan vállalat-holdingokként határozta meg, melyek a termelés és elosztás egymással csak gyenge kapcsolatban álló vagy alapvetően össze nem függő területein vannak jelen. Ebben az

¹⁷⁸ Lásd HOGAN, Stephen D., COPE HUIE, Marsha, *Bigness, Junk, and Bust-ups: End of the Fourth Merger Wave?* The Antitrust Bulletin, Vol. 37. Issue 4. (1992) 898-902. old.

¹⁷⁹ Lásd BLACK, Bernard S., *The First International Merger Wave (and the Fifth and Last U.S. Wave)*, University of Miami Law Review, Vol. 54. Issue 4. (2000) 800. old.

időszakban tehát a horizontális és vertikális egyesülések irányából a konglomerátumok kialakításának irányába mozdult el a vállalatfelvásárlási tevékenység. Ravenscraft¹⁸⁰ és Scherer¹⁸¹ professzorok kutatásai alapján az e célból megkötött tranzakciók tették ki a vállalatfelvásárlási ügyletek jelentős hányadát (közel felét) a harmadik vállalatfelvásárlási hullám során.¹⁸² A vállalat-konglomerátumok kialakításának igénye bizonyos politikai és gazdasági körülmények hatásából eredeztethető. Így például, hogy az ebben az időszakban zajló vietnámi háborút és költségigényes társadalmi programokat (*Great Society*) költségvetési hiányból finanszírozták, mely az ekkor – is – divatosnak számító keynes-i elgondolás szerint gyors és önfenntartó gazdasági növekedést kellett, hogy eredményezzen. Ebből kiindulva pedig erőteljes növekedésre lehetett számítani a vállalatok nyereségében, így erőteljes növekedésnek indultak a részvényárak is. Ez a növekedés gyorsan maga mögött hagyta az üzleti tevékenység bővülésének tényleges ütemét. A növekvő trendet mutató piacon a befektetők figyelme – ahogy az lenni szokott – a felfutó, jelentős növekedést mutató részvények felé fordult.¹⁸³

Szintén fontos tényező volt a trösztellenes szabályozás aktuális helyzete. Ezt áttekintve úgy tűnhetett, hogy egy újabb egyesülési hullám kialakulásának (horizontális és vertikális egyesülések) elejét vették. Ebbe az irányba hatott a trösztellenes *Clayton Act* 1950-es módosítása, a jelentős korlátozásokat tartalmazó ún. *Celler-Kefauver Amendment*. Az 1930-as évek tőkepiaci jogalkotása pedig a spekulatív tőkepiaci ügyleteknek szabott határt. Ez alapján a trösztellenes hatóságok viszonylag kényelmes pozícióba helyezkedtek, hiszen úgy vélhették, hogy a legveszélyesebb egyesülési és vállalatfelvásárlási tevékenységeknek (pl. monopolizáció, értékpapír-visszaélések, stb.) már elejét vették.¹⁸⁴

Szintén befolyásolta a „konglomerátum-egyesülés” hullámot az ún. *P/E (árfolyam/nyereség arány) varázslat*.¹⁸⁵ Ez tette ugyanis lehetővé a vállalatfelvásárlások finanszírozását és

¹⁸⁰ David Ravenscraft a Kenan-Flagler Business School pénzügyek professzora. Szakterületébe tartoznak – többek között – az egyesülések és vállalatfelvásárlások.

¹⁸¹ Frederic M. Scherer a Harvard University John F. Kennedy School of Government professzor emeritusa.

¹⁸² Lásd HOGAN, Stephen D., COPE HUIE, Marsha, *Bigness, Junk, and Bust-ups: End of the Fourth Merger Wave?* The Antitrust Bulletin, Vol. 37. Issue 4. (1992) 902-904. old.; Lásd még RAVENSCRAFT, David, SCHERER, Frederic M., *Mergers, Sell-Offs and Economic Efficiency* (Brookings Institution, 1987) 23. old.

¹⁸³ Lásd HOGAN, Stephen D., COPE HUIE, Marsha, *Bigness, Junk, and Bust-ups: End of the Fourth Merger Wave?* The Antitrust Bulletin, Vol. 37. Issue 4. (1992) 904-905. old.

¹⁸⁴ Lásd HOGAN, Stephen D., COPE HUIE, Marsha, *Bigness, Junk, and Bust-ups: End of the Fourth Merger Wave?* The Antitrust Bulletin, Vol. 37. Issue 4. (1992) 905-906. old.

¹⁸⁵ Ennek koncepciója azon alapul, hogy a magasabb árfolyam/nyereség arányt felvonultató cégek vásárolják fel a gyengébb mutatóval rendelkező cégeket. Ebben az esetben arra lehetne következtetni, hogy a felvásárlást követően ez a mutató a két különálló cég árfolyam/nyereség aránya közé fog esni (az árfolyam/nyereség arány közti különbségtől, a cégek méreteitől, stb. függően). Ha például egy, akkor erőteljes 20-as PE mutatóval rendelkező cég felvásárolt (általában egy részvénycseres-ügylet keretében) egy pl. 10-es PE mutatóval rendelkező, gyengébb teljesítményű céget, akkor azt feltételezhetjük, hogy a mutató e kettő érték között fog

biztosított nyereséget a céltársaságok és az ajánlattevők részvényeseinek egyaránt. Mivel pedig az ügyletek alapvetően nyereséget jelentettek a részvényeseknek, ezért a tőkepiaci törvényeket értelmező bíróságok (melyek e törvényekre alapvetően, mint a részvényesek érdekeit védő jogszabályokra tekintettek) kevésbé mutatkoztak hajlandónak az ügyletek leállítására. Szintén kevésbé látták alkalmazhatónak a bíróságok a trösztellenes törvényeket. A *konglomerátum-egyesülések* esetében ugyanis nem látszott világosan és nyilvánvalóan, hogy kiket tekinthetünk ezen ügyletek áldozatainak.¹⁸⁶

Ugyanakkor a „*konglomerátum-egyesülés*” hullám sem élte túl a korszak jelentős gazdasági visszaesését, nevezetesen az 1973-74-es válságot (mely leginkább olajválságként ismert).¹⁸⁷ Ez annak is köszönhető, hogy az egyes vélemények szerint túlzott és végső soron károsnak vélt vállalatfelvásárlási és egyesülési aktivitást a jogi szabályozás is törekedett visszafogni.¹⁸⁸

3.5. A negyedik vállalatfelvásárlási hullám

A még szintén csak az Egyesült Államokban megfigyelt negyedik vállalatfelvásárlási hullám 1978 és 1989 között játszódott le. Ezt az időszakot nem írhatjuk le egyetlen fő jellemzővel. Leginkább ellenséges vállalatfelvásárlások és a vállalat-konglomerátumok feldarabolása, felosztása (*bust-up*) és átalakítása, továbbá hitelből megvalósuló kivásárlások voltak jellemzőek ekkor.¹⁸⁹ A negyedik vállalatfelvásárlási hullám indokait tekintve felfedezhető kapcsolat a harmadik vállalatfelvásárlási hullámmal. Az 1980-as évek vállalatfelvásárlási hulláma vélhetően azért alakult ki, mivel a vállalatok túlzottan diverzifikálttá váltak a harmadik vállalatfelvásárlási hullám során. E vállalatok felvásárlásával és feldarabolásával

alakulni. A gyakorlatban azonban nem így viselkedtek a befektetők az 1960-as években. Az egyesülést követően létrejövő cégnek is a magasabb (jelen példánál maradván 20-as) PE értéket tulajdonították, és ennek megfelelően árazták be részvényeiket. Ennek két meghatározó oka az alábbi lehetett. Egyrészt úgy vélhették, hogy a gyengébben teljesítő társaság menedzsmentje nem tudta kihasználni a társaság valós lehetőségeit, de ezt a sikeresebb társaság menedzsmentje képes lesz majd. Másik lehetőség, hogy ha egy nagyobb vállalat vásárol fel egy jóval kisebbet. Ekkor pedig az egyesülés után a nagyobb társaság teljesítménye fogja meghatározni az új cég teljesítményét, a kisebb cég teljesítménye csekély vagy elhanyagolható hatást fog csak kifejteni az ekkor meghatározó álláspont alapján. Lásd HOGAN, Stephen D., COPE HUIE, Marsha, *Bigness, Junk, and Bust-ups: End of the Fourth Merger Wave?* The Antitrust Bulletin, Vol. 37. Issue 4. (1992) 907-909. old. 65. lbj.

¹⁸⁶ Lásd HOGAN, Stephen D., COPE HUIE, Marsha, *Bigness, Junk, and Bust-ups: End of the Fourth Merger Wave?* The Antitrust Bulletin, Vol. 37. Issue 4. (1992) 905-909. old.

¹⁸⁷ Lásd HOGAN, Stephen D., COPE HUIE, Marsha, *Bigness, Junk, and Bust-ups: End of the Fourth Merger Wave?* The Antitrust Bulletin, Vol. 37. Issue 4. (1992) 902, 906-909. old.

¹⁸⁸ Lásd HOGAN, Stephen D., COPE HUIE, Marsha, *Bigness, Junk, and Bust-ups: End of the Fourth Merger Wave?* The Antitrust Bulletin, Vol. 37. Issue 4. (1992) 909-910. old.

¹⁸⁹ Lásd BLACK, Bernard S., *The First International Merger Wave (and the Fifth and Last U.S. Wave)*, University of Miami Law Review, Vol. 54. Issue 4. (2000) 800. old.

pedig „*értéket lehetett teremteni*”.¹⁹⁰ Alaposan megvizsgálva azonban számos sajátosságát indokolt kiemelni ennek az időszaknak. Először – a fenti gondolatból kiindulva – hivatkoznék az ún. feldaraboló (*bust-up*) vállalatfelvásárlások megjelenésére. Ezek inkább a vállalatok (eszközök) szétadarolására koncentráltak, nem pedig – a korábbiakban tapasztalható – összegyűjtésükre. E koncepció azon a feltevésen alapult, hogy nagyobb gazdasági érték szabadítható fel a céltársaság (alkotó)részekre való bontásával. Másodsorban a trösztellenes szabályok betartatása ismételten fellazult a *Reagan* adminisztráció alatt.¹⁹¹

Szintén érdemes megjegyezni, hogy a vállalatfelvásárlások értéke ebben az időszakban jelentős növekedést mutatott a harmadik vállalatfelvásárlási hullámhoz képest, és minden eddiginél nagyobb tranzakciók zajlottak. Míg például 1975-ben az öt legnagyobb vállalatfelvásárlási tranzakció értéke körülbelül 1.2 milliárd dollár volt, addig 1989-ben ez már több mint 58 milliárd dollárt tett ki.¹⁹²

A negyedik vállalatfelvásárlási hullám hozta el az ellenséges vállalatfelvásárlási ajánlatok széleskörű elterjedését, melyek többségbe kerültek a hagyományos baráti akvizíciókkal szemben. Szintén ekkor alakultak ki az olyan ellenséges felvásárlási taktikák, mint például a két lépésben megvalósuló ajánlatok. A negyedik vállalatfelvásárlási hullám során az ellenséges ajánlatokkal elérhető biztos profit ígérete elhomályosított minden más, ezen túlmutató nem gazdasági szempontot. Az ellenséges ajánlatok elterjedésével párhuzamosan pedig megjelentek az ezek leszerelésére szolgáló védekezési módszerek is.¹⁹³ Ezek az összetett és gyakran meglehetősen költséges módszerek (melyek akár a társaságok legértékesebb eszközeit illetve gazdasági tartalékait is felemészthették) képesek lehettek az ellenséges ajánlattevők eltántorítására,¹⁹⁴ ugyanakkor meglehetősen ellentmondásosnak bizonyultak. A védekező eszközök bemutatásával terjedelmes szakirodalom foglalkozik, és jelen dolgozat témájához kapcsolódóan több módszert is ismertetni fogok.

Újdonságot hozott még a negyedik vállalatfelvásárlási hullám a hitelezés vállalatfelvásárlások finanszírozására való minden eddiginél nagyobb arányú felhasználásában. Az ún. „*hitelből történő kivásárlás*” (*leveraged buy-out*) technika a többi vállalatfelvásárlástól a nagymértékű

¹⁹⁰ Lásd CHATTERJEE, Sayan, HARRISON, Jeffrey S., BERGH, Donald D., *Failed Takeover Attempts, Corporate Governance and Refocusing*, Strategic Management Journal, Vol. 24. Issue 1. (2003) 87. old.

¹⁹¹ Lásd HOGAN, Stephen D., COPE HUIE, Marsha, *Bigness, Junk, and Bust-ups: End of the Fourth Merger Wave?* The Antitrust Bulletin, Vol. 37. Issue 4. (1992) 910-911., 915. old.

¹⁹² Lásd HOGAN, Stephen D., COPE HUIE, Marsha, *Bigness, Junk, and Bust-ups: End of the Fourth Merger Wave?* The Antitrust Bulletin, Vol. 37. Issue 4. (1992) 911. old.

¹⁹³ Lásd HOGAN, Stephen D., COPE HUIE, Marsha, *Bigness, Junk, and Bust-ups: End of the Fourth Merger Wave?* The Antitrust Bulletin, Vol. 37. Issue 4. (1992) 911-914. old.

¹⁹⁴ Lásd ezzel kapcsolatban: HALÁSZ Vendel, *Beveszik-e az amerikai méregpirulát az Európai Unióban?* Európai jog, 2012. 1. sz. 3-16. old.

hitelfinanszírozásban különbözik. Ekkor számos társaság használt vállalatfelvásárlások finanszírozására nagykockázatú, magas hozamú kötvényeket (ún. *bóvli kötvény – junk bond*). E finanszírozási módszer elterjedésére rámutat, hogy míg 1980-ban csupán 11 *bóvli kötvényből* finanszírozott vállalatfelvásárlás jött létre mindössze 240 millió dollár összértékben, 1989-ben már 388 ilyen ügyletet lehetett összeszámolni az Egyesült Államokban 61.58 milliárd dollár összértékben.¹⁹⁵

3.6. Az ötödik vállalatfelvásárlási hullám

Az ötödik amerikai vállalatfelvásárlási hullámot egyben az első nemzetközi vállalatfelvásárlási hullámnak is nevezhetjük. Ebben az időszakban váltak a vállalatfelvásárlások igazán nemzetközi jelenséggé, és terjedtek el számottevően Európában és Ázsiában. Ezt alátámasztja, hogy dollárban számított értéküket tekintve a legalább egy amerikai felet magában foglaló vállalatfelvásárlási ügyletek aránya a világon az 1985-ös 88%-os szintről 1999-re 53%-ra csökkent. Hasonló jelenség játszódott le a csak amerikai felet magában foglaló vállalatfelvásárlások esetében. Ezek dollárban számított értéküket vizsgálva a világ vállalatfelvásárlási tevékenységének 83%-át tették ki 1985-ben, míg 1999-ben már csak 41%-át.¹⁹⁶

A vállalatfelvásárlási ügyletek számát vizsgálva hasonló tendenciára lehetünk figyelmesek. A csak amerikai vállalatok között lezajlott vállalatfelvásárlási ügyletek száma az 1985-ös 2 600-ról 1999-re 11 400-ra emelkedett. Ugyanakkor e jelentős növekedés ellenére is ezeknek a világ összes vállalatfelvásárlási ügyletéhez viszonyított aránya az 1985-ös 72%-ról 1999-re csupán 30%-ra csökkent. Bár az amerikai vállalatfelvásárlások száma (és összértéke) is jelentős növekedést mutatott az 1985-től 1999-ig terjedő időszakban, arányuk a világ összes vállalatfelvásárlási ügylete tekintetében mégis jelentősen csökkent. Ebből azt a következtetést lehet levonni, hogy ebben az időszakban a világ más részein a vállalatfelvásárlási tevékenység jelentős élénkülést mutatott. Ez a növekedés jelentős részben Európára koncentrált. A legalább egy európai fél részvételével megvalósuló vállalatfelvásárlási ügyletek értéke a világon lezajlott ilyen tranzakciók összértékét tekintve az 1985-ös 11%-ról 1999-re 47%-ra nőtt. Az ázsiai ügyletek jóval kisebb súllyal rendelkeznek, de szintén meredek növekedést mutattak a kérdéses időszakban. A tranzakciók értékét tekintve az ázsiai vállalatfelvásárlások

¹⁹⁵ Lásd HOGAN, Stephen D., COPE HUIE, Marsha, *Bigness, Junk, and Bust-ups: End of the Fourth Merger Wave?* The Antitrust Bulletin, Vol. 37. Issue 4. (1992) 915-921. old.

¹⁹⁶ Lásd BLACK, Bernard S., *The First International Merger Wave (and the Fifth and Last U.S. Wave)*, University of Miami Law Review, Vol. 54. Issue 4. (2000) 799-801. old.

1985-ben még csak 1%-ot jelentettek a világon zajló vállalatfelvásárlási tevékenységhez viszonyítva, míg 1999-ben már 6%-ot (a tranzakciók számát tekintve pedig már 14%-ot). Még szembetűnőbb azonban, ha ezen ügyletek dollárban kifejezett értékét nézzük. Ez az 1985-ös 4 milliárdról 1999-re 281 milliárdra nőtt. A fentiek alapján az ezredfordulón a világon az európai és az amerikai vállalatfelvásárlások voltak a meghatározó jelentőségűek, ugyanakkor az ázsiai tranzakciók aránya is dinamikusan erősödött.¹⁹⁷ Így az ötödik vállalatfelvásárlási hullám már nemzetközi szinten jelentkezett, e tranzakciók súlya jelentősen növekedett az Egyesült Államokon kívül is. A növekvő számú vállalatfelvásárlási ügyletek pedig szükségessé tették a megfelelő jogi szabályozás kialakítását, így a szabályozási rezsimek is erőteljes fejlődésnek indultak.¹⁹⁸

4. A vállalatfelvásárlások szabályozási háttere

4.1. A vállalatfelvásárlások szabályozási háttere az Európai Unióban

4.1.1. Az Európai Unió társaságirányítási képe

A kontinentális Európa fontos jellemzője a koncentrált részvénytulajdon¹⁹⁹ határozott jelenléte.²⁰⁰ Példaként kiemelhetjük Németországot, ahol a nagy, tőzsdére bevezetett részvénytársaságok tulajdonosi szerkezetében is általában jelen van egy komoly részesedéssel rendelkező részvényes. Ez pedig e vállalatokat egy kvázi zártkörűen működő

¹⁹⁷ Lásd BLACK, Bernard S., *The First International Merger Wave (and the Fifth and Last U.S. Wave)*, University of Miami Law Review, Vol. 54. Issue 4. (2000) 801-802. old.

¹⁹⁸ Lásd BERGLÖF, Erik, BURKART, Mike, *European Takeover Regulation*, Economic Policy, (2003/április) 186. old.; HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 399-402. old.

¹⁹⁹ A tulajdonosi szerkezet koncentrált jellegének egyik általánosan elfogadott mércéje, hogy van-e jelen a társaságban a szavazati jogok legalább 20%-ával rendelkező részvényes. Egy ilyen részvényest ugyanis irányító részesedéssel rendelkező részvényesnek lehet tekinteni. Lásd ENRIQUES, Luca, VOLPIN, Paolo, *Corporate Governance Reforms in Continental Europe*, Journal of Economic Perspectives, Vol. 21. Number 1. (2007) 118-119. old.

²⁰⁰ Marco Becht professzor kutatásai szerint például az ezredfordulón a tőzsdén jegyzett német társaságok 82,5%-ában, a tőzsdén jegyzett olasz társaságok 65,8%-ban, míg a tőzsdén jegyzett svéd társaságok 64,2%-ban volt jelen egy jelentős, legalább 25%-os részesedéssel rendelkező pakett-tulajdonos. Amennyiben a többségi részesedéssel rendelkező pakett-tulajdonosok arányát vizsgáljuk ezen államokban, megállapíthatjuk, hogy többségi részesedéssel rendelkező pakett-tulajdonos volt jelen a német társaságok 64,2%-ában, az olasz társaságok 56,1%-ában, illetve a svéd társaságok 26,3%-ában. Még erőteljesebb azonban a tulajdonosi koncentráció Kelet-Ázsiában, ahogy erre Stijn Claessens, Simeon Djankov, és Larry H. P. Lang professzorok 2000-ben publikált kutatása rámutat. Lásd GILSON, Ronald J., *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, Harvard Law Review, Vol. 119. Issue 6. (2006) 1645–1646. old. Mara Faccio és Larry H. P. Lang 2002-ben publikált kutatásai szintén megerősítik, hogy a kontinentális Európa legtöbb államában a nyilvánosan működő részvénytársaságok részvényeinek (közel) többsége egy, kettő vagy kis csoport részvényes kezében van. Az Egyesült Királyságban és Írországban ugyanakkor a szórt részvényesi struktúra érvényesül. Lásd GOERGEN, Marc, MARTYNOVA, Marina, RENNEBOOG, Luc (European Corporate Governance Institute): *Corporate Governance Convergence: Evidence From Takeover Regulation* (2005. április) Elérhető (2010. június 25): http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=709023, 22. old.

részvénytársasághoz teszi hasonlónak.²⁰¹ Érdemes röviden kitérnünk e részvényesi struktúra előnyeire és hátrányaira. Előnyt jelenthet, hogy a koncentrált részvénytulajdonnal rendelkező társaságban a pakett-tulajdonos jelentős tulajdoni hányada²⁰² komoly ösztönzést nyújthat számára a menedzsment hatékonyabb felügyeletére²⁰³ vagy akár a társaság vezetésére. Továbbá egy jelentős részvénytulajdonos rendelkező részvényes általában szorosabb kapcsolatot ápol a vállalattal, és viszonylagosan alacsonyabb költséggel is tud róla információhoz jutni. Így a társaságban felmerülő problémákat képes lehet korábban érzékelni, mint ahogy azokra az ún. szórt részvényesi struktúrában fény derülne.²⁰⁴ A koncentrált tulajdonosi szerkezet fenti sajátosságai alkalmasak lehetnek az *ügynök-költség* csökkentésére,²⁰⁵ és ez által a *Berle és Means* által a nyilvánosan működő részvénytársaságok alapproblémájaként leírt klasszikus *megbízó-megbízott probléma* orvoslására. Ugyanakkor ezzel párhuzamosan egy másik jelentős érdekkonfliktus jelentkezik. A koncentrált tulajdonosi szerkezet ugyanis magában hordozza a társaságot irányítása alatt tartó részvényes, valamint a kisebbségi részvényesek között kialakuló érdekellentét lehetőségét. Ez abból adódik, hogy a jelentős részesedéssel rendelkező részvényesnek lehetősége nyílna a vállalat feletti irányítást egyéni haszonszerzési törekvései szolgálatába állítani.²⁰⁶ Így ebben a struktúrában a kisebbségi részvényesek érdekeit védő megfelelő jogi szabályozás²⁰⁷ kialakítására érdemes komoly hangsúlyt helyezni.²⁰⁸

²⁰¹ Lásd ROE, Mark J., *German Codetermination and German Securities Markets*, Columbia Journal of European Law, Vol. 5. Issue 2. (1999) 199-200. old.

²⁰² A koncentrált tulajdonosi struktúra „prototípusában” a vállalatban jelenlévő nagy részvényes egyaránt jelentős szavazati és jelentős vagyoni jogokkal rendelkezik. Ebben az esetben tudnak érvényesülni a struktúra előnyei. Lásd GELTER, Martin, *The Dark Side of Shareholder Influence: Managerial Autonomy and Stakeholder Orientation in Comparative Corporate Governance*, Harvard International Law Journal, Vol. 50. Number 1. (2009) 154. old.

²⁰³ Lásd GELTER, Martin, *The Dark Side of Shareholder Influence: Managerial Autonomy and Stakeholder Orientation in Comparative Corporate Governance*, Harvard International Law Journal, Vol. 50. Number 1. (2009) 154. old.

²⁰⁴ Lásd GILSON, Ronald J., *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, Harvard Law Review, Vol. 119. Issue 6. (2006) 1651. old.

²⁰⁵ Lásd ROE, Mark J., *Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control*, Stanford Law Review, Vol. 53. Issue 3. (2000) 548–549.; 602. old.

²⁰⁶ Lásd GILSON, Ronald J., *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, Harvard Law Review, Vol. 119. Issue 6. (2006) 1651. old.; GELTER, Martin, *The Dark Side of Shareholder Influence: Managerial Autonomy and Stakeholder Orientation in Comparative Corporate Governance*, Harvard International Law Journal, Vol. 50. Number 1. (2009) 154–155. old.

²⁰⁷ Ilyen jogi szabályozásnak tekinthető például a magas szintű közzétételi kötelezettséget és annak hatékony betartatását biztosító rendszer. Lásd BLACK, Bernard, *The Core Institutions that Support Strong Securities Markets*, Business Lawyer, Vol. 55. Issue 4. (2000) 1586–1592. old. Egy ilyen rendszer felépíthető részletes törvényi szabályozással (mint ahogy az Európában látható), vagy a bizalmi kötelezettség (*fiduciary duty*) bíróság által kialakított elvein (mint pl. az Egyesült Államokban) keresztül. Lásd GILSON, Ronald J., *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, Harvard Law Review, Vol. 119. Issue 6. (2006) 1652-1653. old.

²⁰⁸ Lásd GILSON, Ronald J., *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, Harvard Law Review, Vol. 119. Issue 6. (2006) 1652–1653. old.

Szintén a pakett-tulajdonos jelenlétéhez kapcsolódó előny lehet, hogy reputációja erősítheti például a külső finanszírozási hajlandóságot és ez által csökkentheti annak költségét. Abban az esetben pedig, ha az irányító részvényes más társaságokat is irányít, ez hozzásegíthet a vállalat jobb teljesítményéhez az erőforrások és információk hatékony megosztásával és a tranzakciós költségek csökkentésével.²⁰⁹

A koncentrált tulajdonosi szerkezet és ez által a kontinentális Európa fontos társaságirányítási sajátossága továbbá az egy részvényesnek a társaságban fennálló szavazati jogai és vagyoni jogai között esetenként fennálló aránytalanság.²¹⁰ Ennek elérése több módszerrel is lehetséges. Ilyen az egy részvény egy szavazat elvtől való eltérés különböző részvényosztályok kibocsátása segítségével (különösen többszörös szavazati jogot megtestesítő, szavazatelsőbbbségi részvény kibocsátásával), illetve kiemelendő e tekintetben az ún. közvetett tulajdonosi szerkezetek (*piramis-struktúrák*) alkalmazása is.²¹¹ Ezek jelenléte felelős társaságirányítási szempontból komoly kockázatot hordozhat. Egy részvényes, különösen a társaságot irányító pakett-tulajdonos szavazati jogainak és vagyoni jogainak egymástól való (éles) elválasztása torzíthatja a döntéshozatalt, ugyanis nem kell arányosan viselnie döntése vagyoni következményeit.²¹² Így a koncentrált tulajdonosi szerkezet előnyei is csak abban az esetben tudnak megjelenni, ha a jelentős tulajdoni részesedéssel rendelkező részvényes szavazati befolyása és vagyoni jogai összhangban állnak a társaságban.²¹³ A fenti megoldások továbbá jelentősen megnehezíthetik egy vállalat ellenséges felvásárlását.²¹⁴

²⁰⁹ Lásd WANG, Wallace Wen-Yeu, PANG, Carol Yuan-Chi, *Minority Controlling Shareholders: An Analytical Framework and Its Application to Taiwan*, National Taiwan University Law Review, Vol. 2. Issue 1. (2007) 83–84. old.

²¹⁰ Lásd GILSON, Ronald J., *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, Harvard Law Review, Vol. 119. Issue 6. (2006)

²¹¹ A közvetett tulajdonosi szerkezetek extrém esetben lehetővé teszik, hogy egy irányító részvényes a társaságban gyakorolható szavazatok többsége után gyakorolja szavazati jogát, míg ezzel párhuzamosan csak minimális a társaság vagyoni jogaiból történő részesedése. A *Telecom Italia* esetében ez például olyan szembevetendő volt, hogy egy részvényes a társaságban a szavazati jogok 18%-át birtokolta (és ezzel a társaság legnagyobb szavazati hatalommal rendelkező részvényese volt), míg a vagyoni jogokból csupán 0,7%-ban részesedett. Ezt egy négy köztes vállalkozásból álló láncolattal érte el, ahol kettő ezek közül tőzsdei társaság volt. Lásd ENRIQUES, Luca, VOLPIN, Paolo, *Corporate Governance Reforms in Continental Europe*, Journal of Economic Perspectives, Vol. 21. Number 1. (2007) 117., 118, 119–121. old.

²¹² Lásd GILSON, Ronald J., *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, Harvard Law Review, Vol. 119. Issue 6. (2006) 1649-1652. old.

²¹³ Lásd GELTER, Martin, *The Dark Side of Shareholder Influence: Managerial Autonomy and Stakeholder Orientation in Comparative Corporate Governance*, Harvard International Law Journal, Vol. 50. Number 1. (2009) 154. old.; WANG, Wallace Wen-Yeu, PANG, Carol Yuan-Chi, *Minority Controlling Shareholders: An Analytical Framework and Its Application to Taiwan*, National Taiwan University Law Review, Vol. 2. Issue 1. (2007) 83–84. old.

²¹⁴ Lásd GELTER, Martin, *The Dark Side of Shareholder Influence: Managerial Autonomy and Stakeholder Orientation in Comparative Corporate Governance*, Harvard International Law Journal, Vol. 50. Number 1. (2009) 161. old.

4.1.2. A társasági jog és felelős társaságirányítás jogforrási rendszere az Európai Unióban

Az Európai Unióban a felelős társaságirányítás szabályozása kapcsán normák két eltérő kategóriáját alkalmazzák. Egyik ezek közül a kötelező erejű jogi szabályozás, mely szabályoknak a társaságok működésének meg kell felelnie. Fontos ugyanakkor az üzleti szféra önszabályozása is.²¹⁵ A következőkben e két normakategóriát tekintjük át.

Az Európai Unió tagállamaiban a nyilvánosan működő részvénytársaságok esetében a kötelező erejű jogi szabályozás alapját az Európai Unió által a társasági jogi szabályozás harmonizációja keretében megalkotott ún. társasági jogi irányelvek²¹⁶ képezik.²¹⁷ Ki kell

²¹⁵ Lásd KECSKÉS, András, *Felelős társaságirányítás: Corporate Governance* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 1-387. old.

²¹⁶ Az elfogadott társasági jogi irányelvek az alábbiak:

A Tanács első irányelve (1968. március 9.) az egész Közösségre kiterjedő egységes biztosítékok kialakítása érdekében a tagállamok által a társasági tagok és harmadik személyek érdekei védelmében a Szerződés 58. cikkének (2) bekezdése szerinti társaságoknak előírt biztosítékok összehangolásáról - (68/151/EGK), melyet hatályon kívül helyezett és felváltott az Európai Parlament és a Tanács 2009/101/EK irányelve (2009. szeptember 16.) az egész Közösségre kiterjedő egységes biztosítékok kialakítása érdekében a tagállamok által a társasági tagok és harmadik személyek érdekei védelmében a Szerződés 48. cikkének második bekezdése szerinti társaságoknak előírt biztosítékok összehangolásáról

A Tanács második irányelve (1976. december 13.) a biztosítékok egyenértékűvé tétele céljából a részvénytársaságok alapításának, valamint ezek tőkéje fenntartásának és módosításának tekintetében a tagállamok által a társasági tagok és harmadik személyek érdekei védelmében a Szerződés 58. cikkének (2) bekezdése szerinti társaságoknak előírt biztosítékok összehangolásáról (77/91/EGK), melyet hatályon kívül helyezett és felváltott az Európai Parlament és a Tanács 2012/30/EU irányelve (2012. október 25.) a biztosítékok egyenértékűvé tétele céljából a részvénytársaságok alapításának, valamint tőkéjük fenntartásának és módosításának tekintetében a tagállamok által a társasági tagok és harmadik személyek érdekei védelmében az Európai Unió működéséről szóló szerződés 54. cikkének második bekezdése szerinti társaságoknak előírt biztosítékok összehangolásáról

A Tanács harmadik irányelve (1978. október 9.) a Szerződés 54. cikke (3) bekezdésének g) pontja alapján a részvénytársaságok egyesüléséről (78/855/EGK)

A Tanács negyedik irányelve (1978. július 25.) a Szerződés 54. cikke (3) bekezdésének g) pontja alapján meghatározott jogi formájú társaságok éves beszámolójáról (78/660/EGK)

A Tanács hatodik irányelve (1982. december 17.) a Szerződés 54. cikke (3) bekezdésének g) pontja alapján a részvénytársaságok szétválásáról (82/891/EGK)

A Tanács hetedik irányelve (1983. június 13.) a Szerződés 54. cikke (3) bekezdésének g) pontja alapján az összevont (konszolidált) éves beszámolóról (83/349/EGK)

A Tanács nyolcadik irányelve (1984. április 10.) a Szerződés 54. cikke (3) bekezdésének g) pontja alapján, a számviteli dokumentumok kötelező könyvvizsgálatának elvégzéséért felelős személyek működésének engedélyezéséről (84/253/EGK), melyet hatályon kívül helyezett és felváltott az Európai Parlament és a Tanács 2006/43/EK irányelve (2006. május 17.) az éves és összevont (konszolidált) éves beszámolók jog szerinti könyvvizsgálatáról, a 78/660/EGK és a 83/349/EGK tanácsi irányelv módosításáról, valamint a 84/253/EGK tanácsi irányelv hatályon kívül helyezéséről (EGT vonatkozású szöveg)

Az Európai Parlament és a Tanács 2005/56/EK irányelve (2005. október 26.) a tőkeegyesítő társaságok határokon átnyúló egyesüléséről

A Tanács tizenegyedik irányelve (1989. december 21.) a valamely tagállam jogának hatálya alá tartozó meghatározott jogi formájú társaságoknak egy másik tagállamban létesített fióktelepeire vonatkozó bejelentési és közzétételi követelményeiről (89/666/EGK)

A Tanács tizenkettedik társasági jogi irányelve (1989. december 21.) az egyszemélyes korlátolt felelősségű társaságokról (89/667/EGK)

Az Európai Parlament és a Tanács 2004/25/EK irányelve (2004. április 21.) a nyilvános vételi ajánlatról

ugyanakkor emelni, hogy a társasági jog harmonizációja az Európai Unióban eddig – ellentétben a tőkepiaci jog harmonizációjával – csak mérsékelten bizonyult sikeresnek.²¹⁸ Ez pedig nem csekély mértékben a tagállamok eltérő felelős társaságirányítási hagyományainak eredménye, melyek alapvonásain a tárgykörben megalkotott közösségi irányelveknek sem sikerült jelentősen módosítania. Az eltérő társaságirányítási hagyományok pedig már feltételezték, hogy a megalkotott irányelvek – a kompromisszumok érdekében – gyakran opcionális szabályokat tartalmaznak. A különböző eltérési lehetőségek pedig jelentősen színesítik az uniós tagállamok társasági jogi képét. Szintén a szabályozás hatékonyságát csökkentheti, hogy az egyes tagállamoknak csupán a jogharmonizációs kötelezettségek minimumához kellett igazítani szabályozásukat.²¹⁹

Fentiek alapján nem meglepő, hogy a mai napig megfigyelhetőek a társaságirányítási rendszerben fennálló különbségek a tagállamok között. *Kecskés András* például kiemelte, hogy az Egyesült Királyság *corporate governance* rendszerében a bírói jog szerepe jelentős, az üzleti szféra önszabályozása pedig egyenesen meghatározó. Németország esetében pedig a társasági jogi tradíciók defenzívek, a tulajdonosi szerkezetet tekintve a vállalatokban domináns az intézményi befektetők befolyása. A holland jogi szabályozás pedig rendkívül megnehezíti a társaságok ellenséges felvásárlását, míg Franciaország és Belgium a befektetővédelem szabályaival bánik nagyvonalúan.²²⁰

A másik jelentős szabályozási mód az üzleti szféra önszabályozása, mely különböző nem kötelező erejű szabályokban ölt testet. Ezek képviselői az egyes tagállamokban kibocsátott

Az Európai Parlament és a Tanács 2007/36/EK irányelve (2007. július 11.) az egyes részvényesi jogok gyakorlásáról a tőzsdén jegyzett társaságokban

Szintén fontos jogforrást jelentenek az önálló társasági jogi formákra (sui generis közösségi jogi formációk) vonatkozó közösségi rendeletek. Ilyen a Tanács 2137/85/EGK rendelete (1985. július 25.) az európai gazdasági egyesülésről; a Tanács 2157/2001/EK rendelete (2001. október 8.) az európai részvénytársaság (SE) státútumáról; és a Tanács 1435/2003/EK rendelete (2003. július 22.) az európai szövetkezet (SCE) státútumáról. Lásd erről: PAPP, Tekla, *Társasági jog az Európai Unióban*, Elérhető (2015. január 10.): http://jog.unideb.hu/documents/tanszettek/polgari/tarsasagi_jog/tarsasagi_jog_az_europai_unioban.pdf; Lásd szintén http://ec.europa.eu/internal_market/company/official/index_en.htm

²¹⁷ Lásd TOMASIC, Roman, *Company Law Modernisation and Corporate Governance in the UK - Some Recent Issues and Debates*, DICTUM - Victoria Law School Journal, Vol. 1. (2011) 43. old.

²¹⁸ Lásd HOPT, Klaus J., *European Company Law and Corporate Governance: Where Does the Action Plan of the European Commission Lead?* 119–142. in *CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US* (Szerk.: HOPT, Klaus J.–WYMEERSCH, Eddy–KANDA, Hideki–BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009) 124. old.

²¹⁹ Lásd HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 212. old.; Lásd HOPT, Klaus J.: *European Company Law and Corporate Governance: Where Does the Action Plan of the European Commission Lead?* 119–142. in *Corporate Governance in Context Corporations, States and Markets in Europe, and the US* (Szerk.: HOPT, Klaus J.–WYMEERSCH, Eddy–KANDA, Hideki–BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009) 124. old.

²²⁰ Lásd KECSKÉS, András, *Felelős társaságirányítás: Corporate Governance* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 1-387. old.

felelős társaságirányítási ajánlások, az ún. *corporate governance kódexek*.²²¹ Ezeket nem kötelező erejűen, jogszabályi formában fogadják el, hanem a szabályok, mint a legjobb üzleti gyakorlatra vonatkozó ajánlások (*Codes of Best Practices*) jelennek meg. Ezen ajánlások a társaságok felelős irányításának számos lényegi elemére terjednek ki az Európai Unióban.²²² A szabályok betartásához az ad kellő nyomatókat, hogy bár nem rendelkeznek kötelező erővel, de a meghatározó európai tőzsdék a társaságok számára a bevezetés feltételei között határozhatják meg azok betartását. Az ajánlás szabályozásának megsértése esetén pedig indoklás közzétételét írhatják elő arról, hogy a társaság miért követ eltérő üzleti gyakorlatot. Ezt a szabályozási módszert nevezik *comply or explain* szabályozási modellnek, amely a szűkebb értelemben vett felelős társaságirányítás területén általánosan alkalmaznak az Európai Unióban.²²³

Érdemes megjegyezni, hogy a *comply or explain* alapon felépülő kódexek jelentős mértékben hasonló tartalommal rendelkeznek.²²⁴ Ezt alapvetően két fontos tényezőre lehet visszavezetni. Egyrészt, a szabályozási modell alapjaként, illetve az alkalmazott felelős társaságirányítási szabályok első gyűjteményeként a brit *Combined Code on Corporate Governance* jelölhető meg. A későbbi, más tagállamokban megjelent szabályozások jellemzően ezt tekintették példa értékűnek. Másik fontos tényező, hogy az Európai Unió számos felelős társaságirányítási szabályt adott ki ajánlás formájában. Ezen a területen nem alakult ki olyan szintű konszenzus, illetve a tagállamok eltérő társaságirányítási hagyományai sem tették lehetővé irányelvi szintű közösségi szabályozás megalkotását. Ugyanakkor az ajánlások tartalma (mint a legjobb gyakorlat megjelenése) jelentős mértékben befolyásolta a tagállamokban kialakított önszabályozó felelős társaságirányítási kódexek, ajánlások tartalmát.²²⁵

²²¹ Lásd WOLFF, Lutz-Christian, *Law as a Marketing Gimmick - The Case of the German Corporate Governance Code*, Washington University Global Studies Law Review, Vol. 3. Issue 1. (2004) 116-120. old.

²²² Lásd WYMEERSCH, Eddy: *Implementations of the Corporate Governance Codes*, in CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US (Szerk.: HOPT, Klaus J.–WYMEERSCH, Eddy–KANDA, Hideki–BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009) 403–419. old.

²²³ Lásd HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 210-213. old.

²²⁴ Vö. DU PLESSIS, Jean J.–GROßFELD, Bernhard–LUTTERMANN, Claus–SAENGER, Ingo–SANDROCK, Otto, *German Corporate Governance in International and European Context* (Springer-Verlag, Berlin–Heidelberg–New York 2007) 27–28. old.; HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 213. old.

²²⁵ Ezzel kapcsolatban példaként hozom a Budapesti Értéktőzsde Felelős Társaságirányítási Ajánlásait. E Kódex az uniós jogi alapokon nyugvó ajánlásai és javaslatai esetében például egyértelműen jelöli, hogy mely uniós ajánlás, mely cikke alapján fogalmazza meg az adott követelményt. Lásd például a BÉT Felelős Társaságirányítási Ajánlásai 2.7.1., 2.7.2., 2.7.3. pontjait. Elérhető: http://bet.hu/topmenu/kibocsatok/tarsasagiranyitas/felelos_tars_ir.html?pagenum=2 Egyébként ugyanez megfigyelhető a lengyel (varsói) tőzsde esetében irányadó, Code of Best Practice for WSE Listed Companies felelős társaságirányítási kódexének ajánlásai kapcsán is. Ez érhető tetten például a Kódex I.5., III.6. és 8., pontjaiban.

Egységes uniós felelős társaságirányítási kódex nem került megalkotásra, és jelenleg sincs ilyen célkitűzés. Ennek lehetőségét megvizsgálta ugyan még 2002-ben az Európai Unió *corporate governance* szabályozásának kereteit kialakító *Highlevel Group of Company Law Experts*, ugyanakkor elvetette azt.²²⁶ Kifejtette ugyanis, hogy a kódexek megalkotása a tagállamok feladata, tehát ezek a tagállamok üzleti önszabályozó mechanizmusainak termékei. Megalkotásuk kezdetben az üzleti szféra prominensei által vezetett bizottságokhoz kötődött, de a kódexek újabb generációjának tartalmára már az üzleti és érdek-képviselői szervezetek álláspontjai is jelentős mértékben hatottak.²²⁷

4.1.3. A társaságok irányítási rendszere az Európai Unióban

Fontos kiemelnünk, hogy az Európai Unióban a vállalatok irányítási rendszerével kapcsolatban kialakított megközelítés sem tekinthető egységesnek. A tagállamokban ugyanis egyaránt megjelenhet az *egyszintű* és a *kétszintű* szisztéma is. Az *egyszintű* és *kétszintű* irányítási modellekről alapvetően ismert, hogy azok alkalmazása tradicionálisan az angolszász illetve a német társaságok gyakorlatában alakult ki. Tehát Európában a vállalatok ügyvezető/irányító testületei tekintetében nincs összhang. Számos európai ország ugyanis egyértelműen a kétszintű irányítási rendszer mellett teszi le a voksát,²²⁸ míg más államokban kizárólag az egyszintű irányítási rendszer érvényesül.

Az angolszász irányítási modell lényege, hogy a társaság élén egyetlen irányító testület áll (*igazgatótanács*), amelynek egyaránt vannak *ügyvezető* és *nem-ügyvezető* (sőt független)²²⁹ tagjai (*egyszintű irányítási rendszer, vagyis one-tier board system*). Az igazgatótanácson belüli feladatmegosztás következtében a testület bizonyos tagjai az operatív ügyvitelért felelnek, míg más tagok az ellenőrzési feladatokat (azaz *monitoring*)²³⁰ látják el.²³¹ Az

²²⁶ Lásd *Report of the Highlevel Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe* (2002. november 4.), WINTER, Jaap, SCHANS CHRISTENSEN, Jan, GARRIDO GARCIA, José Maria, HOPT, Klaus J., RICKFORD, Jonathan, ROSSI, Guido, SIMON, Joelle.

²²⁷ Lásd WYMMEERSCH, Eddy, *Implementations of the Corporate Governance Codes*, 403–419. old. in *CORPORATE GOVERNANCE IN CONTEXT CORPORATIONS, STATES AND MARKETS IN EUROPE, AND THE US* (Szerk.: HOPT, Klaus J., WYMEERSCH, Eddy, KANDA, Hideki, BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009) 403–407. old.; HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén (HVG-ORAC, Budapest, 2011.)* 210–213. old.

²²⁸ Lásd SPEECKAERT, Patrick, *Corporate Governance in Europe*, Fordham Finance, Securities & Tax Law Forum, Vol. 2. 33–34. old.

²²⁹ Lásd SALE, Hillary A., *Independent Directors as Securities Monitors*, *Business Lawyer* (2005–2006) Vol. 61. 1375. old.; HANDELMAN, Howard M., *Composition of the Board of Directors*, *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 4. Issue 3. (1979) 770–775. old.

²³⁰ Lásd CLARKE, Donald C., *Three Concepts of the Independent Director*, *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 32. Issue 1. (2007) 80. old.; EISENBERG, Melvin A., *Board of Directors and Internal Control*, *Cardozo Law Review*, Vol. 19. Issues 1–2. (1997) 237–264. old.

igazgatótanács tevékenységének ellátását az igazgatótanács tagjaiból felállításra kerülő állandó és eseti bizottságok segítik. A leggyakoribb az audit (könyvvizsgálati), a javadalmazási (díjazási) illetve a jelölési/kinevezési bizottságok létrehozása.²³² Az eseti bizottságok körébe például egy tranzakció lefolytatására vagy egy vállalatfelvásárlási ajánlat megítélésére és az esetleges válaszlépések kialakítására felállított bizottság tartozhat.²³³ A fenti esetekben szintén komoly szerepe van a független tagok jelenlétének. Európában az Egyesült Királyság vállalatai kizárólagosan e modell szerint alakítják ki irányítási rendszerüket.²³⁴ Indokolt kiemelni, hogy az Egyesült Királyságban kötelező elválasztani az igazgatótanács elnökének és a *CEO*-nak a pozícióját,²³⁵ így az Egyesült Államokból ismert „nagyhatalmú *CEO*-k”²³⁶ kevésbé képesek befolyásolni a vállalatirányítást.²³⁷ Az egyszintű irányítási rendszer jelentős előnye, hogy az ellenőrzési tevékenység a döntéshozatali folyamatba építetten tud megvalósulni.²³⁸

A kétszintű irányítási modell (*two-tier board system*) a német társaságok gyakorlatában alakult ki. Ebben az esetben két, elkülönült testület látja el a társaság irányításával kapcsolatos irányítási és ellenőrzési feladatokat. Egyrészt az *igazgatóság* (*Vorstand*), melynek feladata alapvetően a társaság irányítása, az operatív ügyvitel. A másik testület pedig a *felügyelőbizottság* (*Aufsichtsrat*), mely az ellenőrzéssel kapcsolatos funkciókat látja el.²³⁹ Ebben a modellben a bizottságok vállalatirányításban játszott szerepe csekélynek mondható.²⁴⁰ Németországban jelentős arányban vesznek részt a felügyelőbizottság

²³¹ Lásd JUNGSMANN, Carsten, *The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board System*, European Company and Financial Law Review, Vol. 3. Issue 4. (2006) 435-437.

²³² Lásd ide vonatkozóan például a Bizottság ajánlása (2005. február 15.) a jegyzett társaságok nem ügyvezető igazgatói, illetve felügyelő bizottsági tagjai szerepéről és az igazgatóság (felügyelő bizottság) által létrehozott bizottságokról (2005/162/EK) II. szakasz. 5., 7.1. ajánlását

²³³ Lásd REED, Stanley Foster, LAJOUX, Alexandra Reed, NESVOLD, Peter H., *The Art of M&A – A Merger/Acquisition Buyout Guide* (McGraw-Hill, New York, 2007) 795–796. old.; SHAW, Richard A., *Hostile Takeover Bids: Defensive Strategies*, Alberta Law Review, Vol. 38. Issue 1. (2000) 115. old.

²³⁴ Lásd JUNGSMANN, Carsten, *The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems*, European Company and Financial Law Review, Vol. 3. Issue 4. (2006) 429–430. old.

²³⁵ Lásd The UK Corporate Governance Code, September 2014, Section A: Leadership, A.2., A.2.1. Elérhető: <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Corporate-Governance-Code-2014.pdf>

²³⁶ Lásd BARCLIFT, Z. Jill, *Corporate Governance and CEO Dominance*, Washburn Law Journal, Vol. 50. Issue 3. (2011) 611-634. old.

²³⁷ Lásd NEIL, Harvey, *Corporate Governance: The British Experience*, International Business Law Journal, Vol. 1995. Issue 8 (1995) 949-950. old

²³⁸ Lásd JUNGSMANN, Carsten, *The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems*, European Company and Financial Law Review (2006) Vol. 3. 458–460. old.; HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 297-299. old.

²³⁹ Lásd HOPT, Klaus J., *The German Two-Tier Board: Experience, Theories, Reforms*, in: Comparative Corporate Governance: The State of the Art and Emerging Research (Szerk: HOPT, Klaus J. and others, Oxford, 1998) 227–228. old.

²⁴⁰ Lásd KECSKÉS, András, *Felelős társaságirányítás: Corporate Governance* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 1-387. old.

munkájában munkavállalók (munkavállalói képviselők), illetve – ide sorolva – szakszervezeti képviselők. A felügyelőbizottság felelős ugyanakkor az igazgatóság kinevezéséért.²⁴¹ Ebben a modellben az ügyvezető/irányító testület különböző tagjai különböző értékeket tarthatnak szem előtt. Mivel a munkavállalók képviseltetve vannak a felügyelőbizottságban (és szerepük van az igazgatóság tagjainak megválasztásában), például a létszámleépítésekkel kapcsolatos viták elméletileg eltérő eredményre vezethetnek, mint mondjuk az Egyesült Államokban. Ha ugyanis a társaságirányításban fontos szerepet játszó felügyelőbizottság fele munkavállalói képviselő, vélhetően eltérő értékeket, és eltérő szociális és pénzügyi kötelezettségeket vesznek tekintetbe.²⁴² E modell nyilvánvalóan elősegíti a munkavállalók és más (a részvényesek csoportján túlmutató) érdekelték érdekeinek becsatornázását a vállalati döntéshozatalba.²⁴³ A modell szintén komolyabb szociális nyomást helyez a vállalatokra, mint ami mondjuk az amerikai társaságok esetében megfigyelhető.²⁴⁴ E modell továbbá nyilvánvalóan megbízhatóbban támogatja a hosszú távú fenntartható vállalati működést is. Ez az irányítási struktúra figyelhető meg Németország mellett például Ausztria, Dánia vagy Finnország társaságirányítási rendszerében.²⁴⁵ Ugyanakkor a modell hátránya, hogy a felügyelőbizottság által kifejtett ellenőrzési tevékenység nem a döntéshozatali folyamatba építetten valósul meg, hanem jellemzően utólagos, reaktív szemléletű.²⁴⁶

Az elmúlt időszakban az Európai Unióban széles körben elterjedtté vált jogalkotói megoldás lett a két modell egymás mellett történő engedélyezése. Ez a megközelítés érvényesül Belgium, Portugália és Spanyolország²⁴⁷ mellett²⁴⁸ például Magyarországon is a társasági jog

²⁴¹ Lásd SPEECKAERT, Patrick, *Corporate Governance in Europe*, Fordham Finance, Securities & Tax Law Forum, Vol. 2. (1997) 33-34. old.

²⁴² Lásd SPEECKAERT, Patrick, *Corporate Governance in Europe*, Fordham Fordham Finance, Securities & Tax Law Forum, Vol. 2. (1997) 34. old.

²⁴³ Lásd SPEECKAERT, Patrick, *Corporate Governance in Europe*, Fordham Finance, Securities & Tax Law Forum, Vol. 2. (1997) 34-35. old.

²⁴⁴ Lásd SPEECKAERT, Patrick, *Corporate Governance in Europe*, Fordham Finance, Securities & Tax Law Forum, Vol. 2. (1997) 35. old.

²⁴⁵ Lásd HOPT, Klaus J., *The German Two-Tier Board: Experience, Theories, Reforms*, in: COMPARATIVE CORPORATE GOVERNANCE: THE STATE OF THE ART AND EMERGING RESEARCH (Szerk: HOPT, Klaus J. and others, Oxford, 1998) 227–228. old.

²⁴⁶ Lásd BÖCKLI, Peter, *Konvergenz: Annäherung des monistischen und des dualistischen Führungs- und Aufsichtssystem*, in Handbuch Corporate Governance (Szerk.: HOMMELHOF és mások, Köln, 2003) 213–214. old.; JUNGSMANN, Carsten, *The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems*, European Company and Financial Law Review Vol. 3. (2006) 452. old.; DAVIES, Paul L., *Board Structure in the UK and Germany: Convergence or Continuing Divergence?* 15–16. old. Elérhető: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=262959> or DOI: 10.2139/ssrn.262959. Eredetileg megjelent: International and Comparative Corporate Law Journal (2001) Vol. 2. 435–456. old.

²⁴⁷ Lásd JUAN-MATEU, Fernando, *The Private Company in Spain – Some Recent Developments* – European Company and Financial Law Review (2004) Vol. 1. 60–62. old.

²⁴⁸ Lásd BERRAR, Carsten, *Die Entwicklung der Corporate Governance in Deutschland im internationalen Vergleich* (Baden-Baden, 2001) 36–41. old.

2006-os reformja óta.²⁴⁹ E megoldás egyértelmű hozadéka, hogy a társaságok számára lehetőséget biztosít a számukra megfelelő irányítási rendszer kialakítására.²⁵⁰ Szintén megemlíthető, hogy az amerikai és brit befektetők számára vonzó lehet, ha az általuk megszokott irányítási rendszert választhatják a jelentős részesedésükkel működő vállalatok.²⁵¹

4.1.4. A munkavállalói részvétel a társaságirányításban

Számos társasági jogi rendszerben a munkavállalók számára beleszólást engednek a társaság irányításába. Ennek példáját nyújtja a német társaságirányítási modell, ahol a munkavállalóknak a 2000 főnél több munkavállalót foglalkoztató vállalatokban beleszólást engednek a vállalatok irányításába.²⁵² Az 1976-ban elfogadott *Mitbestimmungsgesetz*²⁵³ rendelkezései szabályozzák ennek konkrét módját.²⁵⁴ A törvény alapján a felügyelőbizottságokba a tagok meghatározott százaléka, maximum fele munkavállalói képviselőként kerül delegálásra. A felügyelőbizottság tagjainak száma (és így a munkavállalói képviselők száma is) növekszik a vállalat átlagos munkavállalói létszámának növekedésével.²⁵⁵ Ez a modell korlátozott, de kifejezett befolyást biztosít az egyéb érdekeltek körébe tartozó munkavállalói csoportnak. Hasonló rendszert alkalmaz Hollandia. Óvatosabb, de szintén jelentős a munkavállalói részvétel jelenléte Ausztriában, a Cseh Köztársaságban,

²⁴⁹ Jelenleg ezzel kapcsolatban lásd a hazai szabályozásban a hatályos 2013. évi V. törvény a Polgári Törvénykönyvről 3:285. § rendelkezéseit. Ez alapján nyilvánosan működő részvénytársaság alapszabályának rendelkezése esetén igazgatóság és felügyelőbizottság helyett egységes irányítási rendszert megvalósító igazgatótanács működhet. Az igazgatótanács látja el az igazgatóság és a felügyelőbizottság törvényben meghatározott feladatait.

²⁵⁰ Lásd KECSKÉS, András, *Felelős társaságirányítás: Corporate Governance* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 1-387. old.

²⁵¹ Lásd KECSKÉS, András, *Felelős társaságirányítás: Corporate Governance* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 1-387. old.

²⁵² Lásd Gesetz über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer (Mitbestimmungsgesetz–MitbestG) 1. §, 7. § Elérhető (2015. január 10.): <http://www.gesetze-im-internet.de/mitbestg/BJNR011530976.html#BJNR011530976BJNG000200319>,

²⁵³ Lásd PAPP, Tekla, *Corporate Governance – Társaságirányítási rendszerek*, 185–197. in ACTA CONVENTUS DE IURE CIVILI TOMUS X. (Szerk PAPP, Tekla: LECTUM KIADÓ, Szeged, 2009) 188. old.

²⁵⁴ Lásd DAVIES, Paul L., *Board Structure in the UK and Germany: Convergence or Continuing Divergence?* 20. old. Elérhető: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=262959> or DOI: 10.2139/ssrn.262959. Eredetileg megjelent: *International and Comparative Corporate Law Journal* (2001) Vol. 2. 435–456. old.

²⁵⁵ Ez alapján 10 000 munkavállalóig a részvényesek és a munkavállalók egyaránt 6-6 tagot delegálnak a társaságok felügyelőbizottságaiba. 10 000-nél több, de 20 000-nél kevesebb munkavállaló esetén a felügyelőbizottságok a részvényesek és a munkavállalók által delegált 8-8 tagból állnak. 20 000 munkavállaló felett pedig a felügyelőbizottságok a részvényesek és a munkavállalók által delegált 10-10 tagból állnak. Lásd Gesetz über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer (Mitbestimmungsgesetz–MitbestG) 7. § (1) Elérhető (2015. január 10.): <http://www.gesetze-im-internet.de/mitbestg/BJNR011530976.html#BJNR011530976BJNG000200319>, JUNGSMANN, Carsten, *The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems*, *European Company and Financial Law Review* (2006) Vol. 3. Issue 4. 455. old.

Szlovéniában, Szlovákiában, Magyarországon, Luxemburgban, Dániában, Svédországban és Finnországban.²⁵⁶

A munkavállalói képviselet gyökerei a német jogban a XX. század első felébe nyúlnak vissza, mikor hangsúlyos szerepet töltött be a társadalmi konfliktusok kezelésében. Bár jelentősége csökkent, számos pozitív hatását azonban napjainkig megtartotta. Így becsatornázza a társadalmi konfliktusokat, csökkenti a sztrájkok valószínűségét és az ellenséges vállalatfelvásárlásokkal szemben is növeli a társaságok védettségét.²⁵⁷ Egy további jelentős hatása, hogy a munkavállalói részvétel a társaságirányításban előmozdíthatja a koncentrált tulajdonosi struktúra létrejöttét és fennmaradását. Ha ugyanis a munkavállalók közös erővel lépnek fel, a tőkének szintén koncentrálnia kell.²⁵⁸

Ezzel párhuzamosan szükséges kiemelnünk, hogy az angolszász államok (így az Egyesült Államok és az Egyesült Királyság társaságirányítási berendezkedése) nem biztosítja a munkavállalók beleszólását a vállalatirányításba, a munkavállalói képviselet rendszere nem érvényesül.²⁵⁹ Az Európai Unióban pedig a munkavállalói képviselet harmonizálására irányuló törekvések ez idáig nem vezettek eredményre.

4.1.5. A vállalatfelvásárlási jog releváns forrásai az Európai Unióban

Az Európai Unió a vállalatfelvásárlásokat az egységes, integrált tőkepiac létrehozatala érdekében szándékozott szabályozni.²⁶⁰ A szabályozással elérendő véggel tehát az egységes, jól működő és likvid értékpapírpiac létrehozása, amely magasabb vállalatértékhez vezet, alacsonyabb tőke költséget jelent a társaságoknak, a befektetők (részvényesek) számára pedig magasabb hozamot biztosít. A kisebbségi részvényesek védelmének²⁶¹ és a részvényesekkel

²⁵⁶ Lásd GELTER, Martin, *The Dark Side of Shareholder Influence: Managerial Autonomy and Stakeholder Orientation in Comparative Corporate Governance*, Harvard International Law Journal, Vol. 50. Issue 1. (2009) 168-169. old.

²⁵⁷ Lásd JUNGSMANN, Carsten, *The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board Systems*, European Company and Financial Law Review (2006) Vol. 3. Issue 4. 455. old.

²⁵⁸ Lásd ROE, Mark J., *German Codetermination and German Securities Markets*, Columbia Journal of European Law, Vol. 5. Issue 2. (1999) 200., 210-211. old.; KECSKÉS András – HALÁSZ Vendel: *Stock Corporations – A Guide to Initial Public Offerings, Corporate Governance and Hostile Takeovers*, HVG-ORAC & LexisNexis, translated by Anna Tolnai and the Authors, Budapest – Wien, 2013. 374-376., 377-378. old.

²⁵⁹ Lásd KECSKÉS, András, *Felelős társaságirányítás: Corporate Governance* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 1-387. old.

²⁶⁰ Lásd TUCHINSKY, Dmitry, *The Takeover Directive and Inspire Art: Reevaluating the European Union's Market for Corporate Control in the New Millennium*, New York Law School Law Review, Vol. 51. Issue 3. (2006-2007) 691. old.

²⁶¹ Lásd KEIM, Daniel M., *European Community's Proposed Directive on Takeover Bids and Its Impact on Shareholders' Rights*, Brooklyn Journal of International Law, Vol. 16. Issue 3. (1990) 576, 580. old.

való egyenlő elbánásnak a biztosítása szintén jelentős hangsúlyt kapott.²⁶² Az első komolyabb lépést e tekintetben az Európai Bizottság 1985-ös Fehér Könyve jelentette, mely kiemelte, hogy a tagállamok közötti jelentős különbségek miatt fejleszteni szükséges a részvényekre vonatkozó nyilvános ajánlattételekhez kapcsolódó szabályozást.²⁶³ Ekkor ugyanis az Európai Közösség különböző tagállamainak vállalatai eltérő nemzeti vállalatfelvásárlási rezsimek alatt működtek.²⁶⁴ A határokon átívelő vállalatfelvásárlások vonatkozásában a különböző tagállamokban érvényesülő szabályozások kollíziója gyakran szükségtelen akadályt és bizonytalanságot jelentett.²⁶⁵ E tranzakciók száma pedig az 1980-as évek második felében, illetve az 1990-es években, nemzetközi szinten is erőteljes növekedést mutatott.²⁶⁶

Az Európai Bizottság 1989. január 19-én mutatta be az Európai Tanácsnak a 13. társasági jogi irányelv első tervezetét, mely a vállalatfelvásárlásokat volt hivatott szabályozni.²⁶⁷ A szabályozás megalkotásához a kiindulópontot az első, e tárgyban létrejött európai szabályrendszer, a brit *Takeover Panel* által megalkotott *City Code on Takeovers and Mergers* képezte.²⁶⁸ Ezt a tervezetet ugyanakkor elvetették a tagállamok,²⁶⁹ és a vállalatfelvásárlási irányelv végső változatának elfogadása további 15 évet vett igénybe.²⁷⁰

²⁶² Számos tanulmány tartalmazza és bizonyítja azt az állítást, hogy az ellenséges vállalatfelvásárlás emelheti a vállalatok működési hatékonyságát. Lásd TUCHINSKY, Dmitry, *The Takeover Directive and Inspire Art: Reevaluating the European Union's Market for Corporate Control in the New Millennium*, New York Law School Law Review, Vol. 51, Issue 3. (2006–2007.) 691-692. old.; BEBCHUK, Lucian Arye, *Federalism and the Corporation: The Desirable Limits on State Competition in Corporate Law*, Harvard Law Review, Vol. 105. Number 7. (1992) 1435. old.; BERGSTROM, Clas et al., *The Regulation of Corporate Acquisitions: A Law and Economics Analysis of European Proposals for Reform*, Columbia Business Law Review, Vol. 1995. Issue 2. (1995) 495, 500. old.; CARY, William L., *Federalism and Corporate Law: Reflections upon Delaware*, Yale Law Journal, Vol. 83. Number 4. (1974) 663. old. Az Európai Bizottság láthatóan ezt a megközelítést választotta a szabályozás kiindulópontjának. Ugyanakkor véleményem szerint hasonlóan hangsúlyosak a szakirodalomban azok az álláspontok, melyek nem tulajdonítanak ezen ügyleteknek egyértelműen hatékonyságnövelő hatást, vagy azt más érdekeltek rovására látják megvalósulni.

²⁶³ *Completing the Internal Market: White Paper from the Commission to the European Council* (Jun. 1985), Elérhető (2010. június 14.): http://europa.eu/documents/comm/white_papers/pdf/com1985_0310_f_en.pdf, 35. oldal 139. pont, illetve lásd a függelék 29. oldalát. Elérhető (2010. június 14.): http://europa.eu/documents/comm/white_papers/pdf/com1985_0310_f_en_annexe.pdf.

²⁶⁴ Lásd KEIM, Daniel M., *European Community's Proposed Directive on Takeover Bids and Its Impact on Shareholders' Rights*, Brooklyn Journal of International Law, Vol. 16. Issue 3. (1990) 561. old.

²⁶⁵ Lásd TUCHINSKY, Dmitry, *The Takeover Directive and Inspire Art: Reevaluating the European Union's Market for Corporate Control in the New Millennium*, New York Law School Law Review, Vol. 51. Issue 3. (2006–2007) 696-697, 699. old.

²⁶⁶ Lásd COFFEE, John C., *The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and State in the Separation of Ownership and Control*, Yale Law Journal, Vol. 111. Issue 1. (2001) 20. old.; HALÁSZ, Vendel-KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén (HVG-ORAC, Budapest, 2011.)* 401-402. old.

²⁶⁷ Lásd TUCHINSKY, Dmitry, *The Takeover Directive and Inspire Art: Reevaluating the European Union's Market for Corporate Control in the New Millennium*, New York Law School Law Review, Vol. 51. Issue 3. (2006–2007) 699-700. old.

²⁶⁸ Lásd LUIZ, SM., *The Draft Thirteenth Directive on Company Law concerning Takeover Bids*, South African Mercantile Law Journal, Vol. 14. Issue 4. (2002) 585. old.; BERGLÖF, Erik, BURKART, Mike: *European Takeover Regulation*, Economic Policy, Vol. 18. Issue 36. (2003/április) 185–187. old.

²⁶⁹ A tervezet különösen komoly kritikát kapott Németországtól és az Egyesült Királyságtól. Lásd MAGNUSON, William, *Takeover Regulation in the United States and Europe: an Institutional Approach*, Pace

1996. február 8-án a tagállamokkal folytatott kiterjedt konzultáció eredményeképpen az Európai Bizottság egy új javaslatot mutatott be a vállalatfelvásárlási irányelvre vonatkozóan az Európai Tanácsnak és a Parlamentnek.²⁷¹ További intenzív párbeszéd eredményeként az Európai Parlament 2000. decemberében elfogadta a Tanács vállalatfelvásárlási irányelvre vonatkozóan kialakított közös álláspontját tizenöt módosítással.²⁷² Ugyanakkor miután 2001. július 4-én, tizenkét évnyi tárgyalást és egyeztetést követően szavazásra bocsátották a vállalatfelvásárlási irányelvet az Európai Parlamentben, az 273–273 szavazattal²⁷³ szavazategyenlőség miatt megbukott.²⁷⁴ Ez is mutatja, hogy milyen jelentős érdek és érték-konfliktusok vannak jelen a vállalatfelvásárlások szabályozásának világában.

A kudarcot követően a Bizottság további erőfeszítéseket tett az irányelv megalkotása érdekében. Mintegy utolsó próbálkozásként felkértek egy vállalati jogi szakértőkből álló csoportot *Jaap Winter* professzor²⁷⁵ vezetésével, hogy fogalmazzák meg a vállalatfelvásárlási irányelvvel kapcsolatos javaslataikat.²⁷⁶ A tervezet ugyanakkor ismét komoly kritikával szembesült. Az irányelv kulcsfontosságú, ámde leginkább vitatott részeit az igazgatótanácsot vállalatfelvásárlási helyzetben semlegességre kötelező ún. semlegességi, illetve az ajánlattevőnek bizonyos vállalatfelvásárlást akadályozó struktúrákon az áttörés lehetőségét biztosító ún. áttörési szabályok jelentették.²⁷⁷

International Law Review, Vol. 21. Issue 1. (2009) 229-230. old.; EDWARDS, Vanessa, *The Directive on Takeover Bids –Not Worth the Paper Its Written On*, European Company and Financial Law Review, Vol. 1. Issue 4. (2004) 419-420. old.

²⁷⁰ Lásd HALÁSZ, Vendel-KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 401-402. old.

²⁷¹ Lásd EDWARDS, Vanessa, *The Directive on Takeover Bids-Not Worth the Paper Its Written On*, European Company and Financial Law Review, Vol. 1. Issue 4. (2004) 421. old.

²⁷² Lásd MAGNUSON, William, *Takeover Regulation in the United States and Europe: an Institutional Approach*, Pace International Law Review, Vol. 21. Issue 1. (2009) 230. old.; EDWARDS, Vanessa, *The Directive on Takeover Bids*, European Company and Financial Law Review, Vol. 1. Issue 4. (2004) 420-425. old.

²⁷³ Lásd MENJUCQ, Michel, *The European Regime on Takeovers*, European Company and Financial Law Review, Vol. 3. Issue 2. (2006) 222. old.

²⁷⁴ Lásd TUCHINSKY, Dmitry, *The Takeover Directive and Inspire Art: Reevaluating the European Union's Market for Corporate Control in the New Millenium*, New York Law School Law Review, Vol. 51. Issue 3. (2006–2007) 700. old.; HALÁSZ, Vendel-KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 402-404. old.

²⁷⁵ Jaap Winter a De Brauw Blackstone Westbroek amszterdami jogi cég partnere, szakterületébe tartoznak az M&A tevékenységek, a felelős társaságirányítás és a vállalati jogi perek. Az Amszterdami Egyetemen továbbá a Nemzetközi Vállalati Jog professzora. 2003-ban a Columbia Law School vendégprofesszora volt New Yorkban. Elnöke volt a 2001-ben felállításra került szakértői csoportnak, mely először az európai vállalatfelvásárlási irányelvvel, majd a későbbiekben az európai társasági jog reformjával kapcsolatban készítette el jelentését. Lásd: http://www.ecgi.org/members_directory/member.php?member_id=253

²⁷⁶ Lásd GUACCERO, Andrea, *Recent Developments in European Takeover and Corporate Law*, Cardozo Journal of International and Comparative Law Review, Vol. 12. Issue 1. (2004) 96. old.

²⁷⁷ Lásd MENJUCQ, Michel, *The European Regime on Takeovers*, European Company and Financial Law Review, Vol. 3. Issue 2. (2006) 228-232. old.; TUCHINSKY, Dmitry, *The Takeover Directive and Inspire Art: Reevaluating the European Union's Market for Corporate Control in the New Millenium*, New York Law School Law Review, Vol. 51. Issue 3. (2006–2007) 692. old., DAUNER-LIEB, Barbara, REINIER, Marco

Több hónapon át zajló tárgyalások után és sok felajánlott kompromisszum árán az olasz elnökség újra megvizsgálta a neutralitási (semlegességi) és az áttörési szabályok opcionálissá tételének lehetőségét. Ez az új kompromisszum feloldotta számos ország aggályait, és a javaslat széles körű támogatást kapott.²⁷⁸ Ezt követően 2003. december 16-án megszületett az egyezség a vállalatfelvásárlási irányelv tárgyában, és az Európai Parlament elfogadta a kompromisszumos változatot.²⁷⁹ Az Európai Tanács végső beleegyezését 2004. március 30-án adta meg, aláírására pedig az Európai Parlament és a Tanács által 2004. április 2-án került sor. Ez által a vállalatfelvásárlási irányelv – 2004/25/EK irányelv, melyet 13. társasági jogi irányelvnek is neveznek – 2004. május 20-án hatályba lépett. Az irányelv szerint minden tagállamnak implementálnia kell rendelkezéseit legkésőbb 2006. május 20-ig. A kompromisszumok ugyanakkor jelentősen felpuhították az elfogadott szabályozást. Ezzel kapcsolatban például *Frits Bolkestein*²⁸⁰ belső piaci biztos csak úgy jellemezte az irányelvet, hogy az „nem éri meg a papírt, amire írták”.²⁸¹

Az Európai Unióban ez alapján a vállalatfelvásárlási jognak két jogforrási szintjét különíthetjük el. A vállalatfelvásárlási szabályozás közösségi szintű forrását, és ez által a tagállamok jogi szabályozásának keretét a 2004/25/EK irányelv jelenti.²⁸² Erre épül a tagállamok által elfogadott szabályozás, melyet legkésőbb 2006. május 20-ig harmonizálni kellett az irányelvvel.²⁸³ A tagállamok vállalatfelvásárlási szabályozását összefoglalóan elemzi az Európai Bizottság megbízásából készített *The Takeover Bids Directive Assessment Report*.²⁸⁴

Lamandini, *The New Proposal of a Directive on Company Law Concerning Takeover Bids and the Achievement of a Level Playing Field* (European Parliament Working Paper, 2002) Elérhető (2015. január 12.): <http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/committees/juri/20030122/Study%20Takeover%20bids.pub.pdf>,

²⁷⁸ Lásd MAGNUSON, William, *Takeover Regulation in the United States and Europe: an Institutional Approach*, *Pace International Law Review*, Vol. 21. Issue 1. (2009) 232–233. old.

²⁷⁹ Lásd TUCHINSKY, Dmitry: *The Takeover Directive and Inspire Art: Reevaluating the European Union's Market for Corporate Control in the New Millennium*, *New York Law School Law Review*, Vol. 51. Issue 3. (2006–2007) 692. old.

²⁸⁰ Frederik "Frits" Bolkestein holland politikus, az Európai Bizottság belső piaci biztosa 1999-2004-ig.

²⁸¹ Lásd EDWARDS, Vanessa, *The Directive on Takeover Bids-Not Worth the Paper Its Written On*, *European Company and Financial Law Review*, Vol. 1. Issue 4. (2004) 417. old.; TUCHINSKY, Dmitry: *The Takeover Directive and Inspire Art: Reevaluating the European Union's Market for Corporate Control in the New Millennium*, *New York Law School Law Review*, Vol. 51. Issue 3. (2006–2007) 701-702. old.; HALÁSZ, Vendel-KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén (HVG-ORAC, Budapest, 2011.)* 404-406. old.

²⁸² Lásd FERRARINI, Guido, MILLER, P. Geoffrey, *A Simple Theory of Takeover Regulation in the United States and Europe*, *Cornell International Law Journal*, Vol. 42. Issue 3. (2009) 311-312. old.

²⁸³ Lásd ZWECKER, Andrew, *The EU Takeover Directive: Eight Years Later, Implementation but Still no Harmonization among Member States on Acceptable Takeover Defenses*, *Tulane Journal of International and Comparative Law*, Vol. 21. Issue 1. (2012) 234. old.

²⁸⁴ Lásd *The Takeover Bids Directive Assessment Report*, Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

4.2. A vállalatfelvásárlások szabályozási háttere az Egyesült Államokban

4.2.1. Az Egyesült Államok felelős társaságirányítási képe

Rafael La Porta²⁸⁵ professzor és munkaközösségének kutatásai alapján kijelenthetjük, hogy a szórt részvényesi struktúrával²⁸⁶ rendelkező nyilvánosan működő részvénytársaságok, és az ezáltal létrejövő likvid tőkepiacok jelentik az Egyesült Államok (és az Egyesült Királyság) felelős társaságirányítási képének legfontosabb alapvonását, kiindulópontját.²⁸⁷ Érdeemes egyúttal rámutatni, hogy e viszonyok kedveznek leginkább az ellenséges vállalatfelvásárlások kibontakozásának.²⁸⁸ A szórt részvényesi struktúrával rendelkező Egyesült Államokban a kisorosított részvényesek alapvetően nem rendelkeznek jelentős befolyással, így csak csekély mértékben tudnak beleszólást gyakorolni fontos vállalati döntések meghozatalába. A vállalati vezetők, menedzserek viszont ezzel párhuzamosan jelentős autonómiát élveznek a vállalat irányításában.²⁸⁹ Nem véletlen, hogy ezt a társaságirányítási berendezkedést menedzsment-orientált társaságirányításnak is nevezik. Ebből adódóan pedig a vállalatfelvásárlási ajánlatok megítélésében is – minden bizonnyal – fontos szerepet játszanak a vállalati vezetők az Egyesült Államokban.²⁹⁰

Itt indokolt kiemelni az Egyesült Államok társaságirányítási berendezkedésének egy másik fontos alapvonását, a „nagyhatalmú” CEO-k jelenlétét. Az Egyesült Államokban a CEO egyszerre az igazgatótanács elnöke és a vállalat operatív vezetője. Az Egyesült Királyság felelős társaságirányítási kódexe, a *The UK Corporate Governance Code* ugyanakkor garanciális szabályként rendelkezik a két pozíció elválasztásáról,²⁹¹ ezzel is növelve a vállalat menedzsmentjének ellenőrzését. Így ott a CEO és az elnök személye nem eshet egybe. Kecskés megállapítása alapján így a két nagy angolszász *corporate governance* alrendszer között ugyanazon terminológia kapcsán lényeges eltérés található. A CEO pozíció gyakorlati

²⁸⁵ Rafael La Porta a Dartmouth College Tuck School of Business pénzügyek professzora.

²⁸⁶ Lásd ROE, Mark J., *Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control*, Stanford Law Review, Vol. 53. Issue 3. (2000) 544. old.; LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILAINES, Florencio, SHLEIFER, Andrei, *Corporate Ownership Around the World*, Journal of Finance, Vol. 54. Issue 2. (1999) 471, 492. old.

²⁸⁷ Lásd ROE, Mark J., *Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control*, Stanford Law Review, Vol. 53. Issue 3. (2000) 541. old.

²⁸⁸ Lásd GILSON, Ronald J., *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, Harvard Law Review, Vol. 119. Issue 6. (2006) 1641-1643. old.

²⁸⁹ Lásd GELTER, Martin, *The Dark Side of Shareholder Influence: Managerial Autonomy and Stakeholder Orientation in Comparative Corporate Governance*, Harvard International Law Journal, Vol. 50. Number 1. (2009) 148-149. old.; HALÁSZ, Vendel-KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén (HVG-ORAC, Budapest, 2011.)* 351. old.

²⁹⁰ Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 34., 81., 281-282. 320-323., old. Elérhető (2014. október 18.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

²⁹¹ Lásd The UK Corporate Governance Code, September 2014, Section A: Leadership, A.2., Elérhető (2015. május 2.): <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Corporate-Governance-Code-2014.pdf>

jelentése viszont kétségkívül egy és ugyanaz, nevezetesen a társaság operatív irányításának vezetője.²⁹² Az Egyesült Államokban felelős társaságirányítási kockázatot hordozhat a („nagyhatalmú”) *CEO*-nak az igazgatótanács felett gyakorolt jelentős befolyása.²⁹³

A szórt részvényesi struktúra kedvezőbb háttérrel nyújt a magasabb szintű üzleti kockázatvállalásnak. Ugyanis a szórt részvényesi struktúrában a részvényesek magánvagyonának csak kis része van lekötve egy vállalatban. Magas szintű diverzifikációjuk következtében magasabb kockázatvállalási hajlandósággal rendelkeznek, mint egy jelentős részvénytulajdonos (és jóval kevésbé diverzifikált) befektető.²⁹⁴ Ugyanakkor a szórt részvényesi struktúrán alapuló felelős társaságirányítási rendszerben komoly kockázatot jelent a részvényesek és a menedzsment között felmerülő esetleges érdekellentétből adódó jelentős ügynök-költség.²⁹⁵ Ennek egyik forrása lehet, hogy a részvényesekkel szemben a menedzsment nem feltétlenül hajlandó a magasabb szintű kockázatvállalásra. Ez pedig érdekkonfliktust hozhat létre a részvényesek és a menedzsment között a kockázatvállalási hajlandóságot tekintve. Ennek egy eleme, hogy az előbbieknél nincs személyes kötődésük a társasághoz (a részvények csupán portfóliójuk egy elemét képezik), ezért maximalizálni szándékoznak profitjukat.²⁹⁶ A menedzsment ugyanakkor humán erőforrásait a társaság vezetésébe fektették, ezért hajlamosak elkerülni a profitmaximalizálással járó kockázatot. Így a szórt részvényesi struktúra esetében fokozottan szükséges a menedzsment lojalitás megteremtése, amelyet például a megfelelő vállalatvezetői ösztönző javadalmazási rendszer kialakításával érhetünk el.²⁹⁷ Az ösztönző rendszer torzulása ugyanakkor komoly veszélyeket hordozhat. Szintén az ügynök-költség felmerülésének veszélyét növeli, hogy a vállalatot vezető menedzsment alapvetően csak csekély mértékű részvénytulajdonnal rendelkezik a társaságban, és így a részvényesek javára megvalósított profitnövelő tevékenységből csak kis mértékben részesülnek. Nyilvánvalóan ez arra is ösztönözheti őket, hogy pozíciójuknál fogva

²⁹² Lásd KECSKÉS, András, *Felelős társaságirányítás: Corporate Governance* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 1-387. old.

²⁹³ Lásd BARCLIFT, Z. Jill, *Corporate Governance and CEO Dominance*, Washburn Law Journal, Vol. 50. Issue 3. (2011) 611-634. old.

²⁹⁴ Lásd CHEFFINS, Brian R., *Corporate Law and Ownership Structure: A Darwinian Link?*, University of New South Wales Law Journal, Vol. 25. Issue 2. (2002) 356-357. old.

²⁹⁵ Lásd ROE, Mark J., *Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control*, Stanford Law Review, Vol. 53. Issue 3. (2000) 545-546. old.

²⁹⁶ Lásd ROE, Mark J., *Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control*, Stanford Law Review, Vol. 53. Issue 3. (2000) 545. old.

²⁹⁷ Lásd ROE, Mark J., *Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control*, Stanford Law Review, Vol. 53. Issue 3. (2000) 539, 541, 544-545. old.

előnszerzésre törekedjenek akár a részvényesek rovására is.²⁹⁸ Ez irányú törekvéseiket pedig e struktúrában nem ellensúlyozza az egy (vagy több) domináns pakett-tulajdonos fokozott ellenőrzése (vagy akár a vállalat vezetésében betöltött személyes szerepe). A pakett-tulajdonosok – a vállalatban fennálló jelentős befektetésük, és diverzifikálatlan befektetői pozíciójuk miatt – ezzel párhuzamosan megfelelő eszközökkel és indíttatással rendelkeznek a menedzsment hatékony felügyeletére a koncentrált tulajdonosi struktúrában. Ez a motiváció, megfelelő háttér a szórt részvényesi struktúra kisorészvényesei körében gyakran nincs jelen.²⁹⁹ A szórt részvényesi struktúrában ugyanakkor más mechanizmusok képesek lehetnek az ügynök-költség korlátozására. Ilyen lehet a kompetitív menedzseri munkaerőpiac, a társaság termékeinek és szolgáltatásainak piaca (a piaci részesedés jelentős csökkenése a menedzsment pozíciójába kerülhet) vagy éppen a tőkepiac, mely a nem optimális döntéseket részvényárcsökkenéssel honorálja.³⁰⁰ Egy nyilvános részvénykibocsátással megvalósuló tőkeemelés esetén a befektetők szintén a helyesen irányított társaságokat preferálják, így azok kedvezőbb feltételekkel juthatnak tőkéhez.³⁰¹ Intézményi megoldásnak tekinthető a független és aktív igazgatótanács, az ösztönző javadalmazás és az igazgatótanács lehetséges leváltása a közgyűlés által. Fontos szerepet tölt be az üzleti tanulmányok alatt és a munkatapasztalat során megszerzett, a részvényesi profit emelését előnyben részesítő üzleti kultúra és szemlélet.³⁰² Az ellenséges vállalatfelvásárlás lehetőségének fokozott jelenléte is hatékony eszköz lehet a menedzsment tevékenységének ellenőrzésére. Fenyegető „veszélye” visszatárhathatja őket a vállalat nem megfelelő vezetésétől, ugyanis az elkövetett hibákért lehetséges, hogy pozíciójuk elvesztésével kell fizetniük. Így a vállalatfelvásárlás – bizonyos megközelítés szerint – fontos felelős társaságirányítási ellenőrző mechanizmusként is funkcionál, különösen a szórt részvényesi struktúrában.³⁰³

²⁹⁸ Lásd CHEFFINS, Brian R., *Corporate Law and Ownership Structure: A Darwinian Link?*, University of New South Wales Law Journal, Vol. 25. Issue 2. (2002) 358. old.; HALÁSZ, Vendel-KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 351-352.. old.

²⁹⁹ Lásd ROE, Mark J., *Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control*, Stanford Law Review, Vol. 53. Issue 3. (2000) 542. old. Mark J. Roe professzor ugyanitt szintén kifejti, hogy a koncentrált tulajdonosi struktúra fennmaradásának egy lehetséges oka az európai kontinensen, hogy a menedzseri ügynök-költségek magasabbak voltak itt, és a részvényeseknek nem volt más, hatékony, alternatív eszközük a menedzsment lojalitásának biztosítására.

³⁰⁰ Lásd CHEFFINS, Brian R.: *Corporate Law and Ownership Structure: A Darwinian Link?*, University of New South Wales Law Journal, Vol. 25. Issue 2. (2002) 358. old.

³⁰¹ Lásd CHEFFINS, Brian R., *Corporate Law and Ownership Structure: A Darwinian Link?*, University of New South Wales Law Journal, Vol. 25. Issue 2. (2002) 358. old.

³⁰² Lásd ROE, Mark J., *Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control*, Stanford Law Review, Vol. 53. Issue 3. (2000) 546. old.

³⁰³ Lásd BECHT, Marco (ECARES, Université Libre de Bruxelles & European Corporate Governance Institute): *Current Issues in European Corporate Governance—Background Note Prepared for the Euro 50 Group Meeting on Corporate Governance European Investment Bank Luxembourg, 10 July 2003*, 5–6. old. Elérhető (2015. január 11.): http://www.ecgi.org/conferences/euro_500_becht.pdf, CHEFFINS, Brian R.,

4.2.2. A jogforrások rendszere az Egyesült Államok társasági jogában, különös tekintettel az igazgatók szerepére és a magatartásukra irányadó szabályokra

Az Egyesült Államokban az 1920-as, 1930-as években a gazdasági élet és a vállalatok expanziójával párhuzamosan felértékelődött a társasági forma és a modern gazdasági jog szerepe. Az üzleti tevékenység kiterjedése növekedett, a társasági forma túlsúlyba került és számos vállalat a működési körét tekintve nemzeti szintűvé vált. A terjeszkedés finanszírozásához pedig bonyolult tőkeszerkezet és ehhez kapcsolódóan új finanszírozási formák váltak szükségessé. A gazdasági társaságok ezzel párhuzamosan pedig előnyben kezdték részesíteni azokat az államokat, melyek gazdasági joga megszüntette a szükségtelen és ódivatú korlátozásokat. Így a társaságok – működésük konkrét helyére tekintet nélkül – olyan államot törekedtek bejegyzésük helyéül választani, melynek jogrendszere leginkább megfelelt elképzeléseiknek. Ebből kifolyólag pedig egyes államok modern társasági jogi szabályokat alakítottak ki a korábbi szabályozások felülvizsgálatával, hogy válaszoljanak ezekre az igényekre.³⁰⁴

Szintén felmerült annak az igénye, hogy valamilyen kiindulási alap legyen lefektetve a tagállamok számára saját társasági joguk kialakításához. Az e célt betöltő szabályozási modell, a *Model Business Corporation Act (MBCA)* megalkotása az *American Bar Association Üzleti Jogi Szekciójának (Section of Business Law) Társasági Jogi Bizottságához (Committee on Corporate Laws)* fűződik.³⁰⁵ A megalkotásának célja tulajdonképpen az volt, hogy a jogalkotóknak és az ügyvédi kamaráknak működő modellt biztosítsanak a tagállamok társasági jogának felülvizsgálatához és modernizálásához. A Bizottság úgy vélte, hogy egy ilyen modellre (*working model*) valódi szükség volt. Azáltal pedig, hogy egy figyelmesen megtervezett, modern mintát tettek hozzáférhetővé, komoly mennyiségű munkát és kutatást lehet megspórolni helyi szinten. A szabályozási modell elfogadását követően a tagállami

Corporate Law and Ownership Structure: A Darwinian Link?, University of New South Wales Law Journal, Vol. 25. Issue 2. (2002) 358. old.; HALÁSZ, Vendel-KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén (HVG-ORAC, Budapest, 2011.)* 352-353. old.

³⁰⁴ Lásd GARRETT, Ray, *Model Business Corporation Act*, Baylor Law Review, Vol. 4. Issue 4. (1952) 415-416. old., Az első öt modern tagállami társasági jognak az 1927-es ohio-i General Corporation Act, az 1928-as louisiana-i Business Corporation Law, az 1929-es indiana-i The Indiana General Corporation Act, az 1929-es idaho-i Business Corporation Act, és a szintén 1929-es tennessee-i General Corporation Act számított. Lásd GARRETT, Ray, *Model Business Corporation Act*, Baylor Law Review, Vol. 4. Issue 4. (1952) 416. old.

³⁰⁵ Lásd OLSON, John F., BRIGGS, Aaron K., *The Model Business Corporation Act and Corporate Governance: an Enabling Statute Moves Toward Normative Standards*, Law and Contemporary Problems, Vol. 74. Issue 1. (2011) 31. old.; GARRETT, Ray, *Model Business Corporation Act*, Baylor Law Review, Vol. 4. Issue 4. (1952) 412. old.

szabályozások felülvizsgálata során pedig egyértelműen bebizonyosodott létjogosultsága.³⁰⁶ A *MBCA* tervezetének megfogalmazásában elsődlegesen a chicago-i ügyvédi kamara (*bar*) tagjai működtek közre, így nem meglepő, hogy az *MBCA* eredeti változata erőteljesen épített az 1933-ban elfogadott *Illinois Business Corporation Act* rendelkezéseire. Szintén komoly hatással volt a *MBCA* által kialakított szabályozási modellre – ha csak áttételesen is – *Delaware* állam társasági jogi szabályozása, azaz a *Delaware General Corporation Law*.³⁰⁷

Az először 1950-ben kiadott *MBCA* szabályozása alapvetően egy megengedő, diszpozitív modellt követett. Ugyanakkor a szabályozási modellben jelentős változás állt be az új évezred elején tapasztalt felelős társaságirányítási hiányosságok és könyvvizsgálati botrányok után. A 2005-ben történt módosítás ugyanis jelentős elmozdulást jelentett a normatív társaságirányítási szabályok felé. Az *Enron*³⁰⁸ utáni időszakban (válaszul például a közvélemény és a befektetők növekvő aggodalmára, illetve a részvényesek érdekében a vállalatok igazgatóinak komolyabb számon kérhetőségének igényére) megfigyelhető egy jelentős korrekció a *MBCA* szabályozásában. Ez azt eredményezte, hogy az alkalmazott módosítások sora kiterjesztette az igazgatók kötelezettségének leírását, és jogosultságot adott a részvényeseknek az igazgatók megválasztásában való még közvetlenebb részvételre.³⁰⁹

A továbbiakban a vállalati vezetők szerepét és kötelezettségeit, mint az amerikai társasági jogi szabályozás kiemelt jelentőségű pontját látom indokoltnak bemutatni. Ehhez a *bizalmi viszony* leírásából érdemes kiindulni. A *bizalmi viszony* (*fiduciárius viszony*) koncepciója az angolszász jogban fejlődése során a kapcsolatok széles körét ölelte fel. A bizalmi vagyonkezelés (*trust*) intézményéből kilépve kiterjesztésre került számos szakember és a klienseik közötti viszonyra, illetve a kereskedelem világába.³¹⁰ Az Egyesült Államokban a társasági jog alapelvének számít, hogy az igazgatók *bizalmi kötelezettséggel* tartoznak a társaságuk, illetve részvényeseinek közössége felé. Ez magában foglalja egyrészt a gondossági kötelezettséget (*duty of care*), és a lojalitási kötelezettséget (*duty of loyalty*). A hagyományos megközelítés alapján a feladatuk ellátása során hanyagul eljáró igazgatók

³⁰⁶ Lásd GARRETT, Ray, *Model Business Corporation Act*, Baylor Law Review, Vol. 4. Issue 4. (1952) 426. old.

³⁰⁷ Lásd GORRIS, Jeffrey M., HAMERMESH, Lawrence A., STRINE, Leo E. Jr., *Delaware Corporate Law and the Model Business Corporation Act: a Study in Symbiosis*, Law and Contemporary Problems, Vol. 74. Issue 1. (2011) 109-110. old.

³⁰⁸ Lásd KECSKÉS, András, *Az Enron botrány és az üzleti jog rohadt almái*, Magyar Jog, 2008. évi 6. szám. 429-440. old.

³⁰⁹ Lásd OLSON, John F., BRIGGS, Aaron K., *The Model Business Corporation Act and Corporate Governance: an Enabling Statute Moves Toward Normative Standards*, Law and Contemporary Problems, Vol. 74. Issue 1. (2011) 31-32. old.

³¹⁰ Lásd BRUDNEY, Victor, *Contract and Fiduciary Duty in Corporate Law*, Boston College Law Review, Vol. 38. Number 4. (1997) 595. old.

megszegik a gondossági kötelezettségüket. Azok az igazgatók pedig, akik visszaélnek bizalmi pozíciójukkal, megsértik a lojalitási kötelezettségüket. Az amerikai üzleti jog fejlődése, és a kötelezettségek értelmezése során kialakult, hogy minden kötelezettség normák rendszerét írja elő a társasági döntések bírói felülvizsgálatára. A gondossági kötelezettséget (*duty of care*) alapvetően a híres *üzleti értékítélet szabálya* (*business judgement rule*) csatornázza be a bírói felülvizsgálat rendszerébe. Ez a szabály a bírói tartózkodást írja elő az igazgatók tisztán üzleti döntései kapcsán. A lojalitási kötelezettség rezsimje (*duty of loyalty*) másrészt a társaság által folytatott azon ügyletek szigorú bírói felülvizsgálatára ad felhatalmazást, amelyekben az igazgatók érdekkonfliktussal érintettek.³¹¹ A lojalitási kötelezettség ugyanis tilalmazza, hogy a bizalmi viszonyban álló előnyt szerezhessen a haszonélvezővel (megbízóval) szemben csalárd vagy tisztességtelen ügyletek által. A lojalitási kötelezettség alapvetően annak kimondása, hogy a haszonélvező (*beneficiary*), megbízó érdekeit kell szolgálnia a bizalmi viszonyban állónak a saját érdekek követése helyett.³¹²

A bizalmi kötelezettségnek több forrása is megjelölhető az Egyesült Államokban. *Lyman Johnson*³¹³ professzor 2007-ben publikált kutatása alapján az Egyesült Államok 34 tagállamában mind törvényi jogon alapuló, mind pedig a *common law* –ból eredő szabályon alapuló forrása azonosítható a vállalati vezetők bizalmi kötelezettségének. A fennmaradó 16 államban csak *common law* jogforrása van a bizalmi kötelezettségnek. Az elsődleges *common law* jogforrás az ügynökség-viszonyokra vonatkozó jog (a vezető tisztségviselők a részvényesek ügynökei). Az ügynökség-viszonyok jogára vonatkozó alapelvek pedig legmegbízhatóbban és legalaposabban az *American Law Institute* által kiadott harmadik *Restatement (Restatement of the Law – Agency Restatement (Third) of Agency, Current through April 2006)* rendelkezéseiből ismerhetők meg.³¹⁴ A *Restatement* definíciója szerint az ügynökség (*agency*) az a bizalmi viszony, mely akkor jön létre, amikor egy személy (a megbízó) kinyilvánítja jóváhagyását egy másik személynek (ügynök), hogy az ügynök a

³¹¹ Lásd PALMITER, Alan R., *Reshaping the Corporate Fiduciary Model: A Director's Duty of Independence*, Texas Law Review, Vol. 67. No. 7. (1989) 1353. old.; The Takeover Bids Directive Assessment Report, Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf, 281. old.

³¹² Lásd KANDA, Hideki, MILHAUPT, Curtis J., *Re-examining Legal Transplants: The Director's Fiduciary Duty in Japanese Corporate Law*, The American Journal of Comparative Law, Vol. 51. Issue 4. (2003) 892. old.; Legszigorúbb formájában egyenesen azt követeli meg a lojalitási kötelezettség, hogy a bizalmi viszonyban álló kizárólag a haszonélvező érdekeit szolgálja, és tartózkodjon ezzel a viszonytal összefüggésben bármilyen olyan magatartástól, melyből az előre meghatározott javadalmazásán túlmenő előnyre tenne szert. Ezt a követelményt még akkor is fenntartja, ha ez nem okoz költséget a haszonélvezőnek, sőt, még ha e magatartás elmulasztása veszteséget okoz is neki. Lásd BRUDNEY, Victor, *Contract and Fiduciary Duty in Corporate Law*, Boston College Law Review, Vol. 38. Number 4. (1997) 595., 599. old., illetve lásd 9. lbj. ugyanott.

³¹³ Lyman P. Q. Johnson a Washington and Lee University School of Law professzora.

³¹⁴ Lásd JOHNSON, Lyman, *Having the Fiduciary Duty Talk: Model Advice for Corporate Officers (and Other Senior Agents)*, The Business Lawyer, Vol. 63. Issue 1. (2007) 148-149. old.

megbízó javára, és annak felügyelete alatt eljárjon, és az ügynök kinyilvánítja beleegyezését vagy más módon hozzájárul ehhez.³¹⁵

A *Restatement* rendelkezései között olvashatjuk, hogy az ügynököt bizalmi kötelezettség terheli, hogy lojálisan járjon el a megbízó javára az ügynökség-viszonnnyal összefüggő minden kérdésben.³¹⁶ A gondossági kötelezettséget (*duty of care*) a *Restatement* „teljesítmény - kötelezettség” címszón belül tartalmazza.³¹⁷ A *Restatement* kimondja, hogy az ügynöknek a megbízója felé fennálló kötelezettsége, hogy azzal a gondossággal, szakértelemmel és igyekezettel járjon el, melyet az ügynökök általában hasonló körülmények között gyakorolnak. Szintén kiemeli, hogy ennek keretében egy ügynök birtokában lévő különleges szakértelmet vagy tudást tekintetbe kell venni annak megítélése során, hogy az ügynök megfelelő gondossággal és igyekezettel járt-e el. Ha az ügynök azt állítja, hogy különleges szakértelem vagy tudás birtokában van, akkor az ügynöknek a megbízó felé ennek megfelelően az a kötelezettsége áll fenn, hogy az ilyen speciális szakértelem vagy tudás birtokában lévő személyek által általában gyakorolt gondossággal, szakértelemmel és igyekezettel járjon el. Érdekes megjegyezni, hogy ebben az esetben az ügynökség-viszonyokat szabályozó *Restatement* szövegezése a kötelezettség megnevezésénél nem tartalmazza a *bizalmi* jelzőt.³¹⁸ Az Egyesült Államok társasági jogirodalmában ugyanakkor általánosan elterjedt e gondossági kötelezettségre, mint *bizalmi kötelezettségre* hivatkozni.³¹⁹ Az ügynökség-viszonyokra kialakított *Restatement* rendelkezéseinek áttekintését követően indokolt elemeznünk az Egyesült Államok tagállamainak társasági jogát jelentős mértékben befolyásoló *Model Business Corporation Act (MBCA)* ide vonatkozó szabályozási modelljét. A vállalatok vezető tisztségviselőinek bizalmi kötelezettségét kodifikáló 34 államból 32

³¹⁵ Restatement of the Law – Agency Restatement (Third) of Agency, Current through April 2006, American Law Institute, § 1.01. Agency Defined. Elérhető: [https://users.wfu.edu/palmitar/ICBCorporations-Companion/Conexus/UniformActs/Restatement\(third\)Agency.pdf](https://users.wfu.edu/palmitar/ICBCorporations-Companion/Conexus/UniformActs/Restatement(third)Agency.pdf)

³¹⁶ Lásd Restatement of the Law – Agency Restatement (Third) of Agency, Current through April 2006, American Law Institute, § 8.01. Elérhető: [https://users.wfu.edu/palmitar/ICBCorporations-Companion/Conexus/UniformActs/Restatement\(third\)Agency.pdf](https://users.wfu.edu/palmitar/ICBCorporations-Companion/Conexus/UniformActs/Restatement(third)Agency.pdf)

³¹⁷ Lásd például Restatement of the Law – Agency Restatement (Third) of Agency, Current through April 2006, American Law Institute, § 8.08. Elérhető: [https://users.wfu.edu/palmitar/ICBCorporations-Companion/Conexus/UniformActs/Restatement\(third\)Agency.pdf](https://users.wfu.edu/palmitar/ICBCorporations-Companion/Conexus/UniformActs/Restatement(third)Agency.pdf)

³¹⁸ Lásd BRUNER, Christopher M., *Is the Corporate Director's Duty of Care a „Fiduciary Duty”?* Does it Matter?, Wake Forest Law Review, Vol. 48. Issue 4. (2013) 1038. old.; Lásd továbbá Restatement of the Law – Agency Restatement (Third) of Agency, Current through April 2006, American Law Institute, § 8.08. Elérhető: [https://users.wfu.edu/palmitar/ICBCorporations-Companion/Conexus/UniformActs/Restatement\(third\)Agency.pdf](https://users.wfu.edu/palmitar/ICBCorporations-Companion/Conexus/UniformActs/Restatement(third)Agency.pdf)

³¹⁹ Lásd BEVERIDGE, Norwood P. Jr., *The Corporate Director's Fiduciary Duty of Loyalty: Understanding the Self-Interested Director Transaction*, DePaul Law Review, Vol. 41. Issue 3. (1992) 656. old.; THOMPSON, Robert B., *Federal Corporate Law: Torts and Fiduciary Duty*, The Journal of Corporation Law, Vol. 31. Issue 3. (2006) 878. old.; BRUNER, Christopher M., *Is the Corporate Director's Duty of Care a „Fiduciary Duty”?* Does it Matter?, Wake Forest Law Review, Vol. 48. Issue 4. (2013) 1038. old.

esetében a törvényi jog forrása ugyanis a *Model Business Corporation Act* 8.42-es szakaszából származik (*Standard of Conduct for Officers – Magatartásnormák vezető tisztségviselők részére*).³²⁰ Ez rögzíti, hogy egy vezető tisztségviselő ebben a minőségében köteles jóhiszeműen eljárni. Olyan szintű gondossággal köteles továbbá eljárni, amelyet egy ugyanilyen pozícióban lévő személy hasonló körülmények között ésszerűen gyakorolna. Tevékenységét továbbá oly módon köteles gyakorolni, amelyről a vezető tisztségviselő ésszerűen úgy hiszi, hogy a társaság legjobb érdekében áll.³²¹ Egy vállalati tisztségviselő kötelezettsége továbbá magában foglalja, hogy informálja azokat a személyeket (felettes vezető vagy az igazgatótanács, esetlegesen az igazgatótanács bizottsága), akik felé jelentést kell tennie a társaság azon ügyeivel kapcsolatban, amelyekről tudomással rendelkezik tevékenységéhez kapcsolódóan, és amelyről a vállalati tisztségviselő előtt ismert, hogy lényeges a fent említett személyek számára. Szintén tájékoztatási kötelezettsége áll fenn bármilyen, a társaságot érintő tényleges vagy lehetséges jelentős jogsértés tekintetében, vagy a társaság valamely tisztségviselője, munkavállalója vagy ügynöke által a társasággal szemben megvalósított lényeges kötelezettségszegés tekintetében, amelyről a tisztségviselő úgy gondolja, hogy megtörtént vagy meg fog történni. A tájékoztatást a felettes tisztségviselőnek vagy a társaságon belüli más alkalmas személynek, vagy az igazgatótanácsnak, vagy annak egy bizottságának kell megadni. Szintén meghatározza a szakasz azon személyek körét, akikre egy adott kérdésben ismeretel nem rendelkező vállalati tisztségviselő kötelessége teljesítése során külön felhatalmazás nélkül hagyatkozhat.³²² A társaság tisztségviselője pedig nem felelős a társasággal illetve annak részvényeseivel szemben bármely intézkedésre vagy intézkedés elmulasztására vonatkozó döntése, vagy bármely hibás intézkedése kapcsán, amíg a tisztségviselő kötelezettségeit a fentiekben meghatározottakkal (tehát a 8.42 szakasszal) összhangban teljesíti.³²³

A társaságok igazgatói, tehát az igazgatótanácsok tagjai tekintetében pedig a *Model Business Corporation Act* kimondottan e pozíciót betöltő személyekre vonatkozó 8.30-as szakaszát (*Chapter 8. Directors and Officers. Subchapter C – Directors § 8.30 Standards of Conduct for Directors - Magatartásnormák igazgatók részére*) indokolt bemutatnunk. Ez alapján az igazgatótanács minden tagjának, igazgatói kötelességei teljesítése során jóhiszeműen; és oly

³²⁰ Lásd JOHNSON, Lyman, *Having the Fiduciary Duty Talk: Model Advice for Corporate Officers (and Other Senior Agents)*, *The Business Lawyer*, Vol. 63. Issue 1. (2007) 148-150. old.

³²¹ Lásd *Model Business Corporations Act § 8.42.* (a) Elérhető: <https://users.wfu.edu/palmitar/ICBCorporations-Companion/Conexus/ModelBusinessCorporationAct.pdf>

³²² Lásd *Model Business Corporations Act § 8.42.* (b) Elérhető: <https://users.wfu.edu/palmitar/ICBCorporations-Companion/Conexus/ModelBusinessCorporationAct.pdf>

³²³ See *Model Business Corporations Act § 8.42.* (c) Elérhető: <https://users.wfu.edu/palmitar/ICBCorporations-Companion/Conexus/ModelBusinessCorporationAct.pdf>

módon, melyről az igazgató ésszerűen hiszi, hogy a társaság legjobb érdekében áll; kell eljárnia. Az igazgatótanács tagjai, vagy az igazgatótanács bizottságának tagjai, mikor tájékozottá válnak döntéshozatali funkciójuk kapcsán, vagy figyelmet fordítanak ellenőrzési funkciójuk teljesítésére, kötelességeiket azzal a gondossággal kell ellátniuk, melyet egy ugyanilyen pozícióban lévő személy ésszerűen gondolna megfelelőnek hasonló körülmények között.³²⁴

E szabály áttekintésével elérkeztünk az Egyesült Államokban a vállalati tisztségviselők (vezető állású munkavállalók) és igazgatók magatartását szabályozó legfontosabb normához, az ún. *üzleti értékítélet szabályának (business judgment rule)* lényegéhez. E szabály tulajdonképpen a vállalati tisztségviselők, igazgatók gondossági kötelezettségének alapelve, és a felelősség alóli mentesüléshez szükséges körülményeket írja le a mindennapi üzleti döntéshozatal kapcsán. Az Egyesült Államokban ugyanis az igazgatókat a mindennapi üzleti döntéshozatal során a fent körülírt szabályrendszer, összefoglalva az ún. *üzleti értékítélet szabálya (business judgment rule)* jelentős mértékben védi a tevékenységük kapcsán indított keresetekkel szemben. Amíg az igazgatók tájékozottan, jóhiszeműen és abban az őszinte hitben hozták meg döntésüket, hogy az a társaság legjobb érdekét szolgálta, akkor nem vonhatóak felelősségre még abban az esetben sem, ha ez végső soron kárt okozott a társaságnak. Hatását tekintve az *üzleti értékítélet szabálya* erős, a társaságok igazgatótanácsi tagjainak, igazgatóinak kedvező vélelmet teremt. Lehetővé teszi, hogy az igazgatók kockázatot vállaljanak az üzleti tevékenység során és ezzel párhuzamosan ne kelljen folyamatosan tartaniuk az elmarasztaló perekétől.³²⁵

Az *üzleti értékítélet szabályának* értelmezése és terjedelme kapcsán a *Delaware Supreme Court* számos fontos döntést hozott. Például kiemelendő az 1984-es *Aronson v. Lewis* ügy. Ebben kifejtésre került, hogy az igazgatóknak kötelességük tájékozódni az üzleti döntések meghozatala előtt minden lényeges információ tekintetében, amely ésszerűen hozzáférhető számukra. Az *üzleti értékítélet szabálya* által nyújtott védelmet pedig felülírhatja, ha ebben a tekintetben súlyos gondatlanságot (*gross negligence*) mutatnak.³²⁶

Szintén komoly jelentősége volt az igazgatók felelőssége és döntéshozatali autonómiájuk határainak meghatározása kapcsán a *Smith v. Van Gorkom* ügyben hozott döntésnek. A sokat

³²⁴ Model Business Corporations Act Chapter 8. Directors and Officers. Subchapter C – Directors § 8.30 Standards of Conduct for Directors Elérhető (2014. október 20.): <https://users.wfu.edu/palmitar/ICBCorporations-Companion/Conexus/ModelBusinessCorporationAct.pdf>.

³²⁵ Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf, 202. old.

³²⁶ Lásd BRUNER, Christopher M., *Is the Corporate Director's Duty of Care a „Fiduciary Duty”? Does it Matter?*, Wake Forest Law Review, Vol. 48. Issue 4. (2013) 1030. old.

elemzett ügyben a *Delaware Supreme Court* a *Trans Union Corporation* mindezidáig megbízható igazgatóival szemben állapított meg (potenciálisan dollármilliókra rúgó) felelősséget egy olyan egyesülés jóváhagyása kapcsán, mely a részvények piaci értéke felett 50%-os felárat biztosított a részvényeseknek. A bíróság úgy találta, hogy az igazgatóság megszegte a gondossági kötelezettségét, mikor elmulasztotta figyelemmel kíséreni az ügylet részleteit. A szakmai közvélemény alapvetően megdöbben a döntésen. Ugyanakkor fontos kifejtteni, hogy az ügylettel kapcsolatban a tények arra utaló jeleket tartalmaztak, hogy a *Trans Union CEO*-ja, *Van Gorkom* kezdeményezte az egyesülést. A célja pedig az lehetett az ügylettel, hogy visszavonulása előtt készpénzre váltsa a társaság részvényeiben meglévő részesedését. A *CEO*-t a tranzakció végrehajtása során jobban foglalkoztathatta, hogy a vállalatot egy prominens ajánlattevő vegye meg, mint a részvényeseknek a részvényeikért biztosítandó legmagasabb összeg. A legmagasabb összegű ajánlat megszerzésére irányuló törekvések finoman szólva is lagymatagok voltak, és az ügylet feltételei is meglehetősen egyoldalúnak bizonyultak. A részvényesek pedig beperelték *Van Gorkom*-ot és a társaság igazgatótanácsát a bizalmi kötelezettségek megszegése okán. Az ügy a *Delaware Supreme Court* elé került. A bíróságnak a hagyományos bizalmi modell alapján úgy tűnt, hogy nem lesz nehéz dolga a döntéshozatal során. Egyrészt hiányzott az ügyben a jelentős mértékű önérdek bizonyítéka, mely a jól körülhatárolt lojalitási kötelezettség megszegését nem alapozta meg. Másrészt az ügylet lényeges elemei sem tűntek eléggé ésszerűtlennek az *üzleti értékítélet szabálya* azon vélelmének áttöréséhez, hogy az igazgatók döntései indokoltak. Ezzel párhuzamosan a bíróság nem találta teljes mértékben rendben lévőnek az ügyletet, és ezzel kapcsolatban állást is kívánt foglalni. Ehhez pedig az igazgatók azon kötelezettségéhez nyúlt vissza, hogy megvizsgálják az egyes ügyleteket és tájékozott döntést hozzanak. Ezen az alapon pedig a bíróság úgy döntött, hogy az ügyletet érvényteleníthetik, vagy az igazgatók megfizethetik az ügylet által biztosított tényleges és a vele elérhető lehetséges hozam közötti különbséget.³²⁷

A jóhiszeműség értelmezése és az igazgatótanács magatartására gyakorolt hatása kapcsán szintén elhúzódó vita volt megfigyelhető *Delaware* állam jogalkalmazásában. Továbbá felmerült a jóhiszeműség viszonyának meghatározása a lojalitási kötelezettséghez. A kérdésre a 2006-os *Stone v. Ritter* ügyben hozott döntésével tett pontot a *Delaware Supreme Court*. Ebben ugyanis kimondta, hogy a jóhiszeműség a lojalitási kötelezettség egyik eleme, és hogy a rosszhiszemű elhallgatás, mulasztás miatt alkalmazott felelősségnek meg kell felelnie az ún.

³²⁷ Lásd PALMITER, Alan R., *Reshaping the Corporate Fiduciary Model: A Director's Duty of Independence*, Texas Law Review, Vol. 67. No. 7. (1989) 1354-1355. old.;

Caremark normának. Ez alapján csak az igazgatótanácsnak a felügyelet gyakorlásában fennálló hosszantartó vagy szisztematikus mulasztása (...) alapozza meg a jóhiszeműség hiányát, amely a felelősség megállapításának egy szükséges feltétele.”³²⁸

4.2.3. A vállalatfelvásárlási jog releváns forrásai az Egyesült Államokban

Az európaihoz hasonlóan az amerikai vállalatfelvásárlási jogi szabályozásnak is két szintjét különíthetjük el. Egyrészt szövetségi szinten a szövetségi kormány által megalkotott *Williams Act* rendelkezéseit szükséges figyelembe venni.³²⁹ Ez a szabályozás alapvetően a vállalatfelvásárlásokkal kapcsolatos közzétételi követelményekre és e tranzakciók menetrendjére terjed ki.³³⁰ Így szövetségi szinten a nyilvános vételi ajánlatokat a kongresszus által 1968-ban elfogadott *Williams Act* szabályozza, mely az 1934-es *Securities and Exchange Act* (tőkepiaci törvény) kiegészítésének tekinthető.³³¹ E jogszabály fő célja a befektetők védelme a vállalatfelvásárlási ajánlatok kapcsán. A kongresszus arra az aggodalomra válaszul döntött a törvény megalkotása mellett, mely szerint a részvények egyre nagyobb mennyisége került megszerzésre rejtett részvénytárcsák-vásárlások, illetve nagyléptékű hirtelen akvizíciók során.³³² A szabályozás elfogadásának célja előterjesztője, *Harrison Williams*³³³ szenátor

³²⁸ Lásd BRUNER, Christopher M., *Is the Corporate Director's Duty of Care a „Fiduciary Duty”?* *Does it Matter?*, Wake Forest Law Review, Vol. 48. Issue 4. (2013) 1031. old.;

³²⁹ Lásd FERRARINI, Guido, MILLER, P. Geoffrey, *A Simple Theory of Takeover Regulation in the United States and Europe*, Cornell International Law Journal, Vol. 42. Issue 3. (2009) 303-304. old.

³³⁰ Lásd ZWECKER, Andrew, *The EU Takeover Directive: Eight Years Later, Implementation but Still no Harmonization among Member States on Acceptable Takeover Defenses*, Tulane Journal of International and Comparative Law, Vol. 21. Issue 1. (2012) 234. old.

³³¹ Lásd KARMELE, Roberta S., *Transnational Takeover Talk: Regulations Relating to Tender Offers and Insider Trading in the United States, the United Kingdom, Germany and Australia*, University of Cincinnati Law Review, Vol. 66. Issue 4. (1998) 1135. old.; SUBRAMANIAN, Guhan, *A New Takeover Defense Mechanism: Using an Equal Treatment Agreement as an Alternative to the Poison Pill*, Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 23. Issue 2. (1998) 390. old.

³³² Lásd FISCH, Jill. E., *Imprudent Power: Reconsidering US. Regulation of Foreign Tender Offers*, Northwestern University Law Review, Vol. 87. Issue 2. (1992–1993) 523., 525–526. old.

³³³ *Harrison Arlington Williams Jr.*, New Jersey képviselője és szenátora 1919-ben született a New Jersey-i Plainfieldben. Az *Oberlin College*-ben végzett 1941-ben, majd még ebben az évben az Egyesült Államok haditengerészetéhez hívták be katonai szolgálatra. A második világháborúban haditengerészeti pilótaként szolgált és hadnagyi rangot ért el. A háború után 1948-ban szerzett jogi diplomát a *University of Columbia* jogi karán. Ezt követően belépett az ügyvédi kamarába (*bar*) és ügyvédi tevékenységet folytatott először New Hampshire-ben, majd 1949-től szülővárosában, Plainfieldben. 1953. november 3-án a képviselőház tagjává választották demokrata színekben. Sikertelen újraválasztása miatt 1957. január 3-án távozni kényszerült a testületből, 1958-ban azonban sikerült bekerülnie a szenátusba. Ezt követően egymás után még háromszor (1964, 1970, 1976) választották újra New Jersey szenátorává. Így 1959. január 3-tól 1982. március 11-én bekövetkezett lemondásáig a szenátus tagja volt. Pályafutása alatt ellátta a *Special Committee on Aging* (társadalmi előregedéssel kapcsolatos kérdéseket vizsgáló különleges bizottság), a *Committee on Labor and Public Welfare* (munkaügyi és közjóléti bizottság), a *Committee on Human Resources* (emberi erőforrásokkal foglalkozó bizottság) és a *Committee on Labor and Human Resources* (munkaügyi és emberi erőforrási bizottság) elnöki posztját is. Az *FBI* „*ABSCAM*” elnevezésű korrupcióellenes nyomozása során felmerült bizonyítékok alapján vád alá helyezték, és 1982. február 17-én hároméves börtönbüntetésre ítélték, melyből 21 hónapot letöltött.

szerint, hogy „a releváns tényeket ismertté tegye, hogy a részvényeseknek tisztességes lehetősége legyen, hogy meghozzák döntésüket”.³³⁴

Ezen túlmenően pedig a területükön bejegyzett vállalatok felvásárlásával kapcsolatos felelős társaságirányítási szabályozást minden tagállamnak lehetősége van megalkotni.³³⁵ Így az Egyesült Államokban a szövetségi szintű törvényi szabályozáson túlmenően szót kell ejtenünk a vállalatfelvásárlásokat szabályozó tagállami jogalkotásról is. Ezek törekednek védelmet biztosítani az adott tagállamban honos nyilvános részvénytársaságoknak a tagállamon kívüli vállalatoktól érkező felvásárlási ajánlatokkal szemben. Fejlődésük három generációját különböztethetjük meg, és ennek eredményeképp a tagállamok által alkalmazott szabályozások komoly eltérést mutatnak. Jól illik ide az a hasonlat, mely szerint a tagállami vállalatfelvásárlási szabályozások olyanok, mint a hópolyhek. Ha úgy véled, hogy találtál hasonlókat, valószínűleg csak nem vizsgáltad meg őket elég közelről.³³⁶ Ugyanakkor társasági jog tekintetében az Egyesült Államokban minden bizonnyal a leginkább kiemelkedő és legnagyobb befolyással rendelkező állam Delaware. Ebben az államban legalább 850 000 társaság van bejegyezve, ide értve az Egyesült Államok tőzsdén jegyzett társaságainak 50%-át, és a Fortune 500-ba számító vállalatok 63%-át.³³⁷ Így társasági jogi megoldásait indokolt kiemelt figyelemmel követni.

A szövetségi (és tagállami) törvényhozás csak csekély hányadát szabályozta a vállalatfelvásárlások kapcsán felmerülő kérdéseknek az Egyesült Államokban. Számos terület tisztázása a bírói gyakorlatra maradt. Így a bírói jog a vállalatfelvásárlási jog harmadik fontos forrása a szövetségi és tagállami szintű jogalkotáson túlmenően. A bírósági eljárással érintett vállalatfelvásárlási ügyek legnagyobb hányada és az így kialakult bírói gyakorlat az igazgatótanács vállalatfelvásárlások esetén tanúsítandó magatartását és kötelezettségeit érinti, jelentős mértékben az ún. *bizalmi kötelezettségre* alapozva. Mivel a tagállamok különböző társasági jogi rezsimmel és saját bírósági rendszerrel rendelkeznek, ezért gyakorlatilag ötven

Elítélését követően 1982. március 11-én lemondott posztjáról. Szabadulása után 2001. november 17-én bekövetkezett haláláig a New Jersey-i Bedminsterben élt. Lásd (2011. március 29.): <http://bioguide.congress.gov/scripts/biodisplay.pl?index=w000502>,

³³⁴ Lásd MAGNUSON, William, *Takeover Regulation in the United States and Europe: an Institutional Approach*, Pace International Law Review, Vol. 21. Issue 1. (2009) 213. old.; HALÁSZ, Vendel-KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén (HVG-ORAC, Budapest, 2011.)* 388-389. old.

³³⁵ Lásd ZWECKER, Andrew, *The EU Takeover Directive: Eight Years Later, Implementation but Still no Harmonization among Member States on Acceptable Takeover Defenses*, Tulane Journal of International and Comparative Law, Vol. 21. Issue 1. (2012) 234. old.

³³⁶ Lásd SYMPOSIUM, *State Regulation of Tender Offers: Current Issues in Tender Offers*, Journal of Corporate Law, Vol. 7. Issue 3. (1982) 603. old.; HALÁSZ, Vendel-KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén (HVG-ORAC, Budapest, 2011.)* 391-394. old.

³³⁷ Lásd ZWECKER, Andrew, *The EU Takeover Directive: Eight Years Later, Implementation but Still no Harmonization among Member States on Acceptable Takeover Defenses*, Tulane Journal of International and Comparative Law, Vol. 21. Issue 1. (2012) 238. old.

különböző joghatóságot és jogforrási rendszert kellene vizsgálnunk. Szerencsénkre azonban – mint fent említettük – az amerikai társasági jog fejlődését jelentős mértékben befolyásolja Delaware állam jogrendszere és a bíróságai által kialakított gyakorlat.³³⁸ A delaware-i *Court of Chancery*³³⁹ szakértelme és rugalmassága arra készítette a meghatározó tőzsdei társaságok egy jelentős hányadát, hogy Delaware államban jegyeztessék be magukat. E tagállam jogrendszere és bírói gyakorlata az Egyesült Államok határain belül és azon túl is érezteti hatását (lásd *Delaware-effektus*).³⁴⁰ A Delaware állam bíróságai által meghozott számos kulcsfontosságú elvi jelentőségű határozat befolyásolta a vállalatvezetőknek az ellenséges ajánlattevők felvásárlási törekvéseire adott válaszlépéseit az Egyesült Államokban.³⁴¹ Így legfőképp ezek bemutatása indokolt a dolgozat keretei között.

II. Fejezet

³³⁸ Lásd MAGNUSON, William, *Takeover Regulation in the United States and Europe: an Institutional Approach*, Pace International Law Review, Vol. 21. Issue 1. (2009) 212-213., 214. old.

³³⁹ A *Court of Chancery* az elsőfokú bíróság szerepét látja el jelentős részben vállalati ügyekben, felelősségi kérdésekben, földvásárlással és ingatlan-tulajdonjoggal kapcsolatos kérdésekben valamint kereskedelmi és szerződéses ügyekben. A *Court of Chancery*nek nemzeti szinten komoly reputációja van az üzleti világban, és felelős a vállalati jogot érintő elvi jelentőségű határozatok rendszerének fejlesztéséért Delaware-ben. Határozatai ellen a *Supreme Courtra* lehet fellebezni. A *Delaware Supreme Court* az állam fellebviteli bírósága, mely közvetlenül kap fellebbezéseket például a *Court of Chancery*től. Elérhető (2010. július 8.): <http://courts.delaware.gov/Courts/>.

³⁴⁰ Lásd HALÁSZ, Vendel: *A részvényszerzés összehasonlító kereskedelmi jogi elemzése* in *Studia Iuvenum Iurisperitorum* (Szerk.: Drinóczi Tímea, Pécs, 2008) 41. old., BEBCHUK, Lucian Arye, COHEN, Alma & FERREL, Allen, *Does the Evidence Favor State Competition in Corporate Law?*, California Law Review, Vol. 90. Issue 6. (2002) 1786–1787. old.; MAGNUSON, William, *Takeover Regulation in the United States and Europe: an Institutional Approach*, Pace International Law Review, Vol. 21. Issue 1. (2009) 214. old.; HALÁSZ, Vendel-KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 394-398. old.

³⁴¹ Lásd ZWECKER, Andrew, *The EU Takeover Directive: Eight Years Later, Implementation but Still no Harmonization among Member States on Acceptable Takeover Defenses*, Tulane Journal of International and Comparative Law, Vol. 21. Issue 1. (2012) 238. old.

A részvényesi érdekek védelme az Európai Unió és az Egyesült Államok vállalatfelvásárlási szabályozásában

1. Az információhoz való hozzájutás szerepe a vállalatfelvásárlási tevékenységben

1.1. Az információhoz való hozzájutás szerepe a modern tőkepiacokon

A modern tőkepiacokon az információ szerepét az alábbiak szerint világíthatjuk meg *Paul M. Healy*³⁴² és *Krishna G. Palepu*³⁴³ professzorok gondolatmenetét követve. Bármely gazdaságban fontos kihívás a megtakarítások (befektetni szándékozott tőke) optimális allokációja a különböző befektetési lehetőségek között. Mivel a befektetni szándékozott tőke meglehetősen széles körben oszlik meg, továbbá nagyszámú befektetési lehetőség áll rendelkezésre, így a tőke allokációjában fontos szerepet játszik az információ. A tőkének a megfelelő befektetési lehetőséghez való allokálása alapvetően két problémába ütközik. Egyrészt a „vállalkozóknak” (tehát a befektetni szándékozott tőkét vállalkozásuk számára megszerezni kívánóknak) alapvetően jobb információi vannak az üzleti befektetési lehetőségek értékét tekintve, mint a megtakarítóknak. Továbbá indíttatást éreznek arra vonatkozóan, hogy túlbecsüljék ezek értékét. A megtakarítók éppen ezért „információs problémával” szembesülnek az üzleti vállalkozásba való befektetésről szóló döntés meghozatala során. A befektetés megtörténte után pedig a vállalkozók – bizonyos szempontból – indíttatást érezhetnek ezen megtakarítások kisajátítására, mely egy tipikus ügynökség problémát hoz létre (a már elemzett megbízók és megbízottak közti érdekkonfliktus mintájára).³⁴⁴

Az információs probléma leírásában az ún. *lemon market theory* lehet segítségünkre. Az elmélet alapvetően a bizalom és az informális, íratlan garanciák fontosságát hangsúlyozza az üzleti életben. Az elmélet *George A. Akerlof*³⁴⁵ professzornak a *The Quarterly Journal of Economics* hasábjain megjelent *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism* című cikkében nyert megfogalmazást. Az elnevezés abból ered, hogy az információs asszimetria hatását tanulmányában (egyrészt) a használtautók piacán mutatta be. A rossz üzletet az amerikai köznyelvben pedig „lemon”-nak is nevezik. És akár a

³⁴² Paul M. Healy a Harvard Business School professzora.

³⁴³ Krishna G. Palepu a Harvard Business School professzora.

³⁴⁴ Lásd HEALY, Paul M., PALEPU, Krishna G., *Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature*, Journal of Accounting and Economics, Vol. 31. (2001) 407. old.

³⁴⁵ George A. Akerlof a Berkeley Egyetem közgazdaságtan professzora, 2001-ben közgazdasági Nobel-díjjal ismerték el munkásságát.

használtautók világában, a tőkepiacon is negatív hatást gyakorol a termékek, ügyletek árazására, ha azok minőségéről nem áll megbízható információ rendelkezésre.³⁴⁶

A befektetők (megtakarítók) és a vállalkozók közötti információs különbség és érdekkonfliktus problémát jelenthet a gazdasági életben, a tőkepiacokon pedig potenciálisan alapvető működési zavarokat okozhat. A *lemon market theory* megfigyeléseit a befektetések világába átültetve képzeljük el egy olyan helyzetet, amikor az üzleti befektetési lehetőségek fele „jó”, míg másik fele „rossz” (tehát „lemon”). Mind a befektetők, mind a vállalkozók racionálisak, és a befektetési alternatívákat a számukra rendelkezésre álló információk függvényében értékelik. Amennyiben a rendelkezésre álló információk alapján a befektetők nem tudnak különbséget tenni a „jó” és a „rossz” befektetési döntések között, akkor a „rossz” befektetési alternatívával rendelkező vállalkozók megpróbálják azt elhitetni, hogy az általuk kínált befektetési lehetőség ugyanolyan értékes, mint a „jó” lehetőségek. Ennek veszélyét felismerve pedig a befektetők mind a „jó”, mind pedig a „rossz” befektetési lehetőségeket egy átlagos szinten fogják értékelni. Ha pedig a probléma nem kerül megoldásra, akkor a tőkepiac racionálisan alulárzhat bizonyos „jó” befektetési lehetőségeket, míg túlárzhat bizonyos „rossz” befektetési lehetőségeket a vállalkozók számára rendelkezésre álló információkhoz képest.³⁴⁷

A tőkepiacokon a befektetések értékeléséhez szükséges információk biztosítása kapcsán indokolt idézni Zohar Goshen³⁴⁸ és Gideon Parchomovsky³⁴⁹ professzorok ide vonatkozó álláspontját. A *The Essential Role of Securities Regulation* című tanulmányukban kifejtett nézetük szerint az értékpapírjog feladata eltérő attól, mint azt széles körben gondolják. Így fókuszában nem az egyszerű befektetők (kisbefektetők) védelmének kell állnia. Az értékpapírjog ugyanis nem fogyasztóvédelmi jog. Az értékpapírjog fókuszába szerintük a hatékony piac elérését, és ez által az erőforrások gazdaságba való allokációjának elősegítését kell állítani. Ebben álláspontjuk szerint kiemelt szerep hárul az ún. információs kereskedőkre (*information traders*), akik az általános piaci és a társaság-specifikus információk összegyűjtésére és elemzésére fókuszálnak. A különböző befektetői csoportok között ugyanis ők képesek leginkább arra, hogy pontos árazással és megfelelő likviditással lássák el a piacokat. Ezt felismerve, az értékpapírjog feladata olyan piaci feltételek kialakítása, mely

³⁴⁶ Lásd AKERLOF, George A., *The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84. No. 3. (1970) 488-500. old.

³⁴⁷ Lásd HEALY, Paul M., PALEPU, Krishna G., *Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature*, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31. (2001) 407-408. old.

³⁴⁸ Zohar Goshen a Columbia Law School jogászprofesszora.

³⁴⁹ Gideon Parchomovsky a University of Pennsylvania Law School professzora.

lehetővé teszi az információs kereskedőknek, hogy ellássák ezeket a feladatokat. A bennfentes kereskedelem tilalmazása megvédi az információs kereskedőket a bennfentesekkel folytatott versengéstől, és így lehetővé teszi számukra, hogy visszanyerjék az információba való befektetésüket. A kötelező közzétételre vonatkozó szabályok csökkentik az információ összegyűjtésének költségét. A csalás és piaci manipuláció tilalmazása pedig csökkenti az ún. információs kereskedők számára az adatok ellenőrzésének költségét.³⁵⁰ A szerzőpáros szintén kiemelte, hogy a nyílt piacokon tevékenykedő társaságok esetében a teljes körű, kötelező közzétételi szabályok előírásának egyik haszna az értékpapírok hatékony árazása. A hatékony árazás megelőzi az alulértékelést és így egy indokolatlan vállalatfelvásárlás veszélyét. Ugyanakkor egy teljes körű, kötelező közzététel a nem hatékony menedzsment számára veszélyt jelent. Ekkor egy jól informált befektetőkből álló piac a kevésbé hatékony menedzsmentet alacsonyabb részvényárral honorálja, és így nagyobb valószínűséggel teszi ki a vállalatot a felvásárlás veszélyének.³⁵¹

A társaságok által közzétett információk tehát alapvető fontosságúak a hatékony tőkepiac működése szempontjából. A közzététel lehet jogszabályokban előírt (pl. éves és negyedéves pénzügyi jelentések, illetve a jogszabályok által meghatározott egyéb közzétételi kötelezettségek), vagy megvalósulhat önkéntes alapon (a menedzsment által nyújtott előrejelzések, elemzői prezentációk, honlapok, konferencia-hívások, stb.). Szintén közzétételre kerülhetnek a társaságot érintő információk információs közvetítők útján is. Ilyenek lehetnek például a pénzügyi elemzők, iparági szakértők vagy a pénzügyi sajtó.³⁵²

Ezzel pedig el is érkeztünk a dolgozat szempontjából releváns kérdésfeltevéshez, nevezetesen, hogy milyen szerep hárul az információra, a közzétételre a vállalatfelvásárlási ajánlatok megítélése szempontjából.

1.2. Az információhoz való hozzájutás szerepe vállalatfelvásárlási helyzetben

A vállalatfelvásárlások esetében fontos, hogy a részvényesek számára megfelelő információ álljon rendelkezésre egy vállalatfelvásárlási ajánlat megítéléséhez. Kétségtelen ugyanakkor, hogy a vállalatfelvásárlási helyzetben a részvényesek szempontjából ellenérdekű igazgatótanács rendelkezik a legtöbb információval a vállalatról, és ezért az ajánlatot

³⁵⁰ Lásd GOSHEN, Zohar, PARCHOMOVSKY, Gideon, *The Essential Role of Securities Regulation*, Duke Law Journal, Vol. 55, No. 4. (2006) 713-715., 781. old.

³⁵¹ Lásd GOSHEN, Zohar, PARCHOMOVSKY, Gideon, *The Essential Role of Securities Regulation*, Duke Law Journal, Vol. 55, No. 4. (2006) 759-760. old.

³⁵² Lásd HEALY, Paul M., PALEPU, Krishna G., *Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature*, Journal of Accounting and Economics, Vol. 31. (2001) 406. old.

a legjobban megítélni. A menedzsment (igazgatótanács) ugyanis előnyben van a társaságra vonatkozó információk birtoklása tekintetében a megbízó részvényesekkel szemben. A menedzsmenttel ellentétben a részvényeseknek (különösen a szórt részvényesi struktúra kisrészvényeseinek) nem áll módjukban hozzáférni belső információkhoz.³⁵³ Lehetséges továbbá, hogy nem rendelkeznek kellő indíttatással arra (hiszen a társaságban fennálló részesedésük gyakran befektetési portfóliójuk csupán csekély hányadát alkotja), hogy összegyűjtsék, és teljes körűen elemezzék a társasággal kapcsolatos összes nyilvánosan hozzáférhető információt.³⁵⁴ A vállalati jog már hosszú ideje elfogadta azt a feltevést, mely szerint a menedzsment gyakran rendelkezik magasabb szintű információval,³⁵⁵ a részvényesekkel szemben.³⁵⁶ Amikor pedig a megbízó részvényeseknek (adott esetben a részvényesek közgyűlésének) választania kell bizonyos lehetőségek között, az információs szempontból előnyben lévő igazgatótanács befolyásolhatja a döntést. Ennek során ugyanakkor nem biztos, hogy el tud vonatkoztatni attól, hogy a felvásárlás sikere esetén állása elvesztésével számolhat. Így bár a menedzsment egyrészt jobban informált lehet, másrészt felmerülhet, hogy döntéseivel/javaslataival a saját, részvényesekétől eltérő érdekét szolgálhatja.³⁵⁷ A részvényesi döntéshozatal során a fentiek értelmében *információs asszimetria* jelenik meg, mely általában a kisbefektetők helyzetét a vállalat vezetésével szemben jellemzi.³⁵⁸ Ezért a vállalatfelvásárlások során az ajánlatok tekintetében megfelelő információ rendelkezésre bocsátásával kell elősegíteni a részvényesek döntéshozatalát.

Gilson professzor ezzel kapcsolatban kifejtette, hogy a vételi ajánlat alapvetően kétfajta döntést követelhet meg egy részvényestől. Egyrészt készpénzes ellenérték esetén össze kell hasonlítania a felajánlott pénzüsszeget a céltársaság részvényeinek aktuális árfolyamával, illetve esetleg ezzel a részvényvel egy bizonyos jövőbeli időpontban elérhető potenciális

³⁵³ Lásd BEBCHUK, Lucian Arye, *The Case for Increasing Shareholder Power*, Harvard Law Review, Vol. 118. Issue 3. (2005) 880-882. old.

³⁵⁴ Lásd BEBCHUK, Lucian Arye, *Limiting Contractual Freedom in Corporate Law: The Desirable Constraints on Charter Amendments*, Harvard Law Review, Vol. 102. Issue 8. (1989) 1836–1840. old.

³⁵⁵ Lásd KAHAN, Marcel, ROCK, Edward B., *Corporate Constitutionalism: Antitakeover Charter Provisions as Precommitment*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 152. Issue 2. (2003) 483. old.

³⁵⁶ Lásd GORDON, Jeffrey N., *Shareholder Initiative and Delegation: A Social Choice and Game Theoretic Approach to Corporate Law*, University of Cincinnati Law Review, Vol. 60. Issue 2. (1991) 353–355. old.; LIPTON, Martin, *Takeover Bids in the Target's Boardroom*, Business Lawyer, Vol. 35. Issue 1. (1979) 115–116. old.

³⁵⁷ Lásd MAGNUSON, William, *Takeover Regulation in the United States and Europe: an Institutional Approach*, Pace International Law Review, Vol. 21. Issue 1. (2009) 210–211. old.; BEBCHUK, Lucian Arye, *The Case for Increasing Shareholder Power*, Harvard Law Review, Vol. 118. Issue 3. (2005) 880-882. old.; v.ö. HALÁSZ, Vendel-KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 427-429. old.

³⁵⁸ Lásd BEBCHUK, Lucian Arye, *The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers*, The University of Chicago Law Review, Vol. 69. Issue 3. (2002) 999-1000. old.; GILSON, Ronald J. és KRAAKMAN, Reinier, *Delaware's Intermediate Standard for Defensive Tactics: Is There Substance to Proportionality Review*, Business Lawyer, Vol. 44. Issue 2. (1988–1989) 247, 265. old.

árfolyammal (ha sikertelennek bizonyul az ajánlat). Egy értékpapír ellenértéket nyújtó ügylet esetén (értékpapír-csere ügylet) pedig össze kell hasonlítania a részvényesnek az ajánlattevő által felajánlott papírok várható értékét a céltársaság részvényeinek aktuális piaci árfolyamával, illetve esetleg a céltársaság részvényeivel egy bizonyos jövőbeli időpontban elérhető potenciális árfolyammal (ha sikertelennek bizonyul az ajánlat). Mindkét esetben a részvényes számára hasznos az információ, és ezt leghatékonyabban a menedzsment tudja biztosítani.³⁵⁹

A készpénz ellenértékért zajló ajánlat kapcsán *Gilson* professzor kifejti, hogy ha az ajánlat a céltársaság (felvásárlási ajánlatot megelőző) részvényárfolyamához képest felárat biztosít, akkor egy racionálisan döntő részvényes alapvetően felajánlja részvényeit megvételre. Nyilvánvalóan másképp fog dönteni viszont, ha arra vonatkozó információval rendelkezik, hogy az ajánlatot megelőző piaci ár helytelen volt, és az meghaladja a vállalatfelvásárlási ajánlatban szereplő ajánlati árat. Minél több információ áll rendelkezésre a céltársaságról, annál pontosabb a céltársaság részvényárfolyama, és ebből kifolyólag annál megalapozottabb döntést tudnak hozni a részvényesek. *Gilson* professzor szerint a céltársaság menedzsmentjének ellenállása az ajánlattal kapcsolatban (amennyiben jóhiszeműen járnak el) feltehetően a birtokukban lévő nem nyilvános információknak alapul. Az ilyen információknak pedig egy sajtóközlemény kiadása árán már nyilvánosságot lehet biztosítani. E gondolatmenet alapján a céltársaság menedzsmentjét az ajánlat legyőzésében fennálló feltehető érdeke arra fogja sarkallni, hogy nyilvánosságot biztosítson ezeknek az információknak, - amennyiben vannak ilyenek. Ha a piac egyetért a menedzsmenttel az információk értékelése kapcsán, akkor a piaci ár az ajánlati ár fölé fog emelkedni, tehát az ajánlat nem bizonyul sikeresnek. Így a céltársaság menedzsmentjének egyéni érdeke és a céltársaság részvényeseinek érdeke szerencsésen egybeesik.³⁶⁰

A menedzsment szintén nyújthat információt az ajánlattevő értékpapírjainak (az ellenértékül felajánlott értékpapírok) értékéről értékpapír-csere ügylet esetén. Az információ biztosítása nem költségmentes ebben az esetben. Így akkor érdemes az információt „előállítani”, ha a kapcsolódó költségeket eléri az információ által nyújtott előny. Egy csereügylettel megvalósuló ajánlatban a céltársaság menedzsmentjének előnye abból az indíttatásából (önérdekéből) fakad, hogy a részvényeseknél (illetve esetlegesen a pénzügyi elemzőknél) hatékonyabb módon központilag megszerezze, elemezze és terjessze az ajánlattevőre

³⁵⁹ Lásd GILSON, Ronald J., *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*, Stanford Law Review, Vol. 33. Issue 5. (1981) 865-866. old.

³⁶⁰ Lásd GILSON, Ronald J., *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*, Stanford Law Review, Vol. 33. Issue 5. (1981) 865-866. old.

vonatkozó információkat. Ezen központosított információnyújtás nélkül két kedvezőtlen eset léphet fel. Először is, hogy a céltársaság részvényesei a felajánlott új értékpapírok értékeléséhez kapcsolódó költségeket olyan magasnak fogják találni, hogy nem is tesznek ezzel kapcsolatban komoly kísérletet. Másrészt, még ha az információ egyéni előállítására megéri is a nagy intézményi befektetőknek vagy pénzügyi befektetőknek, ezen szereplők nem feltétlenül fognak indíttatást érezni ennek megosztására. Mindenesetre, a felmerülő költségeket csökkenti, ha az információk előállítását és szétosztását egy központi intézmény, szervezet elvégzi. *Gilson* professzor szerint csak a céltársaság menedzsmentje tudja ezt a szerepet betölteni. Ők rendelkeznek ugyanis megfelelő ösztönzéssel, illetve egyúttal mentesek az ún. potyautas-probléma hatásától.³⁶¹

Fentiek alapján a céltársaság menedzsmentjének különleges szerepe van a vételi ajánlatra vonatkozó információk előállításában. Különösen igaz ez abban az esetben, ahol az információk – akár azáltal, hogy kedvezőbbnek mutatják a céltársaság jövőjét, akár, hogy kedvezőtlenebbnek mutatják az ajánlattevő által felajánlott értékpapírok értékét – azt sugallják, hogy a céltársaság részvényei többet érnek, mint amennyit az ajánlattevő érték felajánlott. A fenti információk szolgáltatásával a menedzsment előmozdítja, hogy a céltársaság részvényesei összehasonlíthassák a céltársaság részvényeinek értékét az ajánlat értékével. *Gilson* professzor szerint ezt a tevékenységet védekező intézkedésnek lehet tekinteni, hiszen védi a hivatalban lévő menedzsmentet. Ugyanakkor egyúttal kívánatosnak is minősíti a menedzsment információnyújtását, hiszen az támogatja a vállalatok feletti irányítás piacának megfelelő működését, nem pedig akadályozza azt.³⁶²

Bár némiképp óvatosabban megfogalmazva, de a fentihez nagyon hasonló megközelítést nyújtanak a menedzsment szerepéről az információk biztosítása tekintetében *Easterbrook* és *Fischel* professzorok. Ők a hatékony tőkepiacok elmélet képviselői közé tartoznak. Álláspontjuk szerint a folyamatos, ugyanakkor gyakran meredek részvényár-változás összhangban van a tőkepiacok hatékonyságával. Ezzel kapcsolatban kiemelik ugyanis, hogy ha a részvényár változik, akkor ez nem azt jelenti, hogy a korábbi ár helytelen volt, hanem csak arra utal, hogy új információ kerül beépítésre a részvényárakba. Ebből azt a következtetést vonták le némi önbizalommal, hogy az aktuális részvényárfolyam feletti vállalatfelvásárlási ajánlat szintén meghaladja a részvény értékét. Azt azonban *Easterbrook* és *Fischel* professzorok is elismerik, hogy a céltársaság menedzserei birtokában lehetnek a

³⁶¹ Lásd GILSON, Ronald J., *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*, Stanford Law Review, Vol. 33. Issue 5. (1981) 865-867. old.

³⁶² Lásd GILSON, Ronald J., *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*, Stanford Law Review, Vol. 33. Issue 5. (1981) 866-867. old.

céltársaság kilátásaira vonatkozó olyan információnak, amely nem épült még be a részvényárfolyamba. De a részvények ára és értéke közti különbség álláspontjuk szerint nem tarthat sokáig. Ha egy ajánlattevő meg akarja „károsítani” a céltársaságot azáltal, hogy kihasználja a rendelkezésére álló rendkívüli információt, a céltársaság menedzsmentje könnyen legyőzheti az ajánlatot ezen információ közzétételével (kivételt képez nyilván ez alól, amikor egy titkos, bizalmas információ közzétételére nincs a menedzsmentnek lehetősége).³⁶³

1.3. A nyilvánosan működő részvénytársaságban való befolyásszerzéshez kapcsolódó tájékoztatási kötelezettség

1.3.1. A befolyásszerzéshez kapcsolódó tájékoztatási kötelezettség szerepe

A részvényesek (és a leendő befektetők) számára alapvető információt jelent a nyilvánosan működő részvénytársaság tulajdonosi szerkezete. Egy befektető a jelentős tulajdonosok személyének azonosításával, korábbi befektetési politikájuk elemzésével, céljaik ismeretével fontos következtetést tud levonni a társaság üzleti irányvonalai kapcsán. Amennyiben például hosszú távú befektetési céllal vásárolna részesedést egy társaságban, akkor e célból olyan vállalatok részvényeit érdemes megvásárolnia, melyek legjelentősebb tulajdonosai szintén hasonló célokat követnek. Ez garanciát jelent arra, hogy a közgyűléseken a hosszú távú stabilitás és értékteremtés mentén teszik le voksukat, és leszavazzák például a pusztán rövid távú hozammal kecsegtető (ugyanakkor gyakran jelentős kockázatot hordozó) ügyleteket. Így egy befektetési döntés meghozatalakor jelentős figyelem irányul a vállalat tulajdonosi körére, annak fő részvényeseire. Amennyiben ez bizonytalan, akkor nyilvánvalóan kockázatokat jelenthet a befektetők számára. Ők pedig az információhiányból adódó kockázatok miatt (lásd *lemon market theory*) feltehetően alacsonyabb árat lesznek csak hajlandóak fizetni a társaság részvényeiért.

A vállalatfelvásárlási helyzetek kapcsán még jelentősebb súlya van a tulajdonosi szerkezet, illetve a társaságban fennálló befolyás (és annak változásai) közzétételének és átláthatóságának. Ennek elmaradása pedig komoly hátrányt jelenthet a (kisebbségi) részvényesek számára. Amíg ugyanis a jogi szabályozás nem írja elő a céltársaságban történő befolyásszerzés közzétételét, addig a potenciális ajánlattevő szándékai rejtve maradhatnak. A

³⁶³ Lásd EASTERBROOK, Frank H., FISCHER, Daniel R., *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, Harvard Law Review, Vol. 94. Issue 6. (1981) 1167-1168. old. és lásd 19. lbj. ugyanott.

papírjaikat értékesítő (kisebbségi) részvényesek a növekvő befolyásról nem értesülnek, nem kapnak teljes és tisztességes információt a potenciális ajánlattevő kezdeti részvényvásárlásai és szándéka tekintetében. Amennyiben tisztában lettek volna azzal, hogy a társaság feletti irányítást megszerezni kívánó befolyásszerző vásárol részvényeket, a céltársaság részvényesei papírjaik nyílt piacon történő értékesítése során magasabb ellenértéket vártak volna el. Továbbá amíg nem nyilvános az ajánlattevő szándéka, addig egyes részvényeseket (akik értékesítik időközben papírjaikat) ez megfoszt a céltársaság értékesítéséből adódó irányítási felárból való részesedés lehetőségétől. Ilyen esetben szintén nem biztosított a lehetőség a céltársaság menedzsmentje (igazgatótanácsa) számára, hogy egy versengő ajánlattevőt keressenek, vagy tető alá hozzanak egy jó alternatívát jelentő ügyletet, mely által kínált feltételek előnyösebbek lehetnek a társaság részvényesei számára.³⁶⁴ Szintén nem teszi lehetővé a céltársaság menedzsmentjének a vállalatfelvásárlással kapcsolatos megalapozott véleményének (kellő időben való) kialakítását, illetve az esetleges védekező intézkedésekre való felkészülést.

Más megközelítésből az ajánlattevőnek elsődleges érdeke, hogy minél olcsóbban és lehetőleg minél gyorsabban és gördülékenyebben szerezhesse meg a céltársaság feletti irányítást.³⁶⁵ Ebben pedig erőteljesen támogatná, ha a céltársaságban fennálló részesedésének (befolyásának) mértéke minél tovább rejtve maradna. A céltársaság részvényesei számára ugyanakkor ez (mint fent kifejtettük) komoly érdeksérelmet okoz. Így ebben a tekintetben érdekkonfliktus áll fenn az ajánlattevő és a céltársaság részvényesei között. A céltársaság részvényeseinek védelme érdekében pedig szükséges a tulajdonosi viszonyokban bekövetkező változások átláthatóságát biztosítani. A jelentősebb részvényblokkokról és tulajdonosaikról hozzáférhető információk ugyanis lehetővé teszik a szabályozó, illetve a felügyeleti hatóságok valamint a kisebbségi részvényesek és a piac számára a pakett-tulajdonosok befolyásszerzéssel kapcsolatos tevékenységének és a jelentősebb részvénytranzakcióknak a nyomon követését. Ez hozzásegít annak elkerüléséhez, hogy a pakett-tulajdonosok a társaság feletti irányítás megszerzéséből előnyöket szerezzenek más érdekeltek (pl. a kisebbségi részvényesek) rovására. A transzparencia hatékonyan képes feloldani az érdekkonfliktust a potenciális ajánlattevő és a céltársaság részvényesei között is, és már előzetesen csökkenti a

³⁶⁴ Lásd LIPTON, Martin, *Corporate Governance in the Age of Finance Corporatism*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 136. No. 1. (1987) 15-16. old.

³⁶⁵ Lásd COATES, John C., *Empirical Evidence on Structural Takeover Defenses: Where Do We Stand?*, University of Miami Law Review, Vol. 54. Issue 4. (2000) pp. 784–794.; KECSKÉS, András, *Corporate Governance: Defensive Measures against Hostile Takeover Bid*, In: Nanjing Audit University, Nanjing Audit University (szerk.) *The 1st Sino-Hungarian International Forum: Society of Rule Law, National Governance and Government Audit: Proceedings*. Konferencia helye, ideje: Nanjing, Kína, 2014.04.12-2014.04.13. Nanjing: pp. 79-80.

felmerülő ún. *ügynök-problémát*. A felügyeleti hatóságok is fontos információhoz jutnak ezáltal, melyet jól tudnak hasznosítani például a bennfentes kereskedelem elleni fellépésben.³⁶⁶

A tulajdonosi szerkezetek közzététele kapcsán indokolt kiemelni, hogy a modern vállalati jogban a közzétételi kötelezettség alapvetően a szavazati jog mértékéhez (vagyis a társaságban történt befolyásszerzéshez) kapcsolódik és nem a vagyoni jogokhoz.³⁶⁷

1.3.2. A befolyásszerzéshez kapcsolódó tájékoztatási kötelezettség szabályozása az Európai Unióban

Az Európai Unióban a vonatkozó szabályozást az Európai Parlament és a Tanács 2004/109/EK irányelve a szabályozott piacra bevezetett értékpapírok kibocsátóival kapcsolatos információkra vonatkozó átláthatósági követelmények harmonizációjáról és a 2001/34/EK irányelv módosításáról tartalmazza. Az irányelvet elfogadása óta négyszer módosították, legutóbb az Európai Parlament és a Tanács 2013/50/EU irányelvvel. A 2004/109/EK irányelv preambuluma kifejti, hogy a hatékony, átlátható és integrált értékpapírpiacok hozzájárulnak a tényleges közösségi egységes piachoz, és a tőke jobb kihelyezésével valamint a költségek csökkentésével elősegítik a növekedést és a munkahelyteremtést. Az értékpapír-kibocsátókra vonatkozó pontos, átfogó és időszerű információk közzététele tartós befektetői bizalmat épít ki, és lehetővé teszi üzleti teljesítményük és eszközeik megalapozott értékelését. Ez egyaránt növeli a befektetők védelmét és a piaci hatékonyságot. Ennek érdekében az értékpapír-kibocsátóknak rendszeres információáramlás révén megfelelő átláthatóságot kell biztosítaniuk a befektetők részére. Ugyancsak ennek érdekében a részvényeseknek vagy szavazati joggal vagy pénzügyi eszközzel rendelkező természetes személyeknek vagy jogalanyoknak is tájékoztatniuk kell a

³⁶⁶ Lásd GOERGEN, Marc, MARTYNOVA, Marina, RENNEBOOG, Luc, Corporate Governance Convergence: Evidence From Takeover Regulation (April 2005) European Corporate Governance Institute ECGI - Law Working Paper No. 33/2005 13-14. old. Accessible at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=709023

³⁶⁷ Lásd GOERGEN, Marc, MARTYNOVA, Marina, RENNEBOOG, Luc: Corporate Governance Convergence: Evidence From Takeover Regulation (April 2005) European Corporate Governance Institute ECGI - Law Working Paper No. 33/2005 13. old. Elérhető: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=709023; KECSKÉS András – HALÁSZ Vendel: *Stock Corporations – A Guide to Initial Public Offerings, Corporate Governance and Hostile Takeovers*, HVG-ORAC & LexisNexis, translated by Anna Tolnai and the Authors, Budapest – Wien, 2013. 395. old.

kibocsátókat a részvények megszerzéséről vagy jelentősebb vállalati értékpapír-állományuk egyéb változásairól, hogy a kibocsátók folyamatosan tájékoztathassák a nyilvánosságot.³⁶⁸

Ennek érdekében a 2004/109/EK irányelv előírja 9. cikke (1) bekezdésében, hogy a székhely szerinti tagállam biztosítja azt, hogy ha egy részvényes olyan kibocsátó részvényeit vásárolja meg vagy adja el, akinek részvényeit szabályozott piacra bevezették és amelyekhez szavazati jog kapcsolódik³⁶⁹, akkor a részvényes tájékoztatja a kibocsátót a vásárlás vagy az eladás eredményeképpen a részvényes birtokában lévő kibocsátói szavazati jogok arányáról, ha ez az arány eléri vagy meghaladja az 5 %-os, a 10 %-os, a 15 %-os, a 20 %-os, a 25 %-os, a 30 %-os, az 50 %-os és a 75 %-os küszöbértéket, vagy e küszöbértékek alá csökken. A szavazati jogok kiszámítása mindazon részvények alapján történik, amelyekhez szavazati jogok kapcsolódnak, még akkor is, ha a szavazati jogok gyakorlását felfüggesztették. Ezen kívül ezeket az információkat azon részvények vonatkozásában is meg kell adni, amelyek ugyanahhoz az osztályhoz tartoznak, és amelyekhez szavazati jogok kapcsolódnak. Az irányelv 9. cikk (3) bekezdés alapján a székhely szerinti tagállamnak nem szükséges a 30 %-os küszöbértéket alkalmaznia, amennyiben az egyharmados küszöbértéket alkalmazza; illetve a 75 %-os küszöbértéket alkalmaznia, amennyiben kétharmados küszöbértéket alkalmaz. A tájékoztatási kötelezettség teljesítése és a fenti küszöbértékek kiszámítása érdekében az irányelv 15. cikke alapján a székhely szerinti tagállam legalább a szavazati jogok teljes számának és a tőkének a közzétételét követeli meg a kibocsátótól minden olyan naptári hónapnak a végén, amelyben bekövetkezett a fent említett teljes szám növekedése vagy csökkenése. Az irányelv 9. cikke által megkövetelt részvényesi bejelentés tartalmazza a szavazati jogok tekintetében kialakuló helyzetet; adott esetben az ellenőrzött vállalkozások láncolatát, amelyeken keresztül a szavazati jogokat ténylegesen birtokolják; a küszöbérték elérésének vagy átlépésének időpontját; és a részvényes személyazonosságát (még abban az esetben is, ha a részvényes az irányelv 10. cikkében meghatározott feltételek alapján nem jogosult a szavazati jogok gyakorlására), valamint a részvényes megbízásából a szavazati jogok gyakorlására jogosult természetes személy vagy jogalany személyazonosságát.³⁷⁰ Az irányelv 12. cikk (2) bekezdés alapján a kibocsátót haladéktalanul, de legkésőbb az attól a naptól számított négy kereskedési napon belül tájékoztatni kell, amelyen a részvényesnek

³⁶⁸ Lásd Európai Parlament és a Tanács 2004/109/EK irányelve a szabályozott piacra bevezetett értékpapírok kibocsátóival kapcsolatos információkra vonatkozó átláthatósági követelmények harmonizációjáról és a 2001/34/EK irányelv módosításáról (2004/109/EK irányelv) Preambulum (1), (2)

³⁶⁹ E tájékoztatási kötelezettség alkalmazása kapcsán figyelembe veendő releváns helyzeteket tartalmaz a 2004/109/EK irányelv 10. cikke.

³⁷⁰ Lásd 2004/109/EK irányelv 12. cikk (1); KECSKÉS András – HALÁSZ Vendel: *Stock Corporations – A Guide to Initial Public Offerings, Corporate Governance and Hostile Takeovers*, HVG-ORAC & LexisNexis, translated by Anna Tolnai and the Authors, Budapest – Wien, 2013. 395-396. old.

tudomására jutott a szavazati jogok megszerzése, eladása vagy gyakorlásának lehetősége, vagy amelyen a körülmények figyelembevételével tudomást kellett volna arról szereznie, függetlenül attól, hogy a szavazati jogok megszerzése, eladása vagy gyakorlásának lehetősége mely napon következik be.³⁷¹

1.3.3. A befolyásszerzéshez kapcsolódó tájékoztatási kötelezettség az Egyesült Államokban

Az Egyesült Államokban az 1934-es *Securities and Exchange Act* 13 (d) szakasza szabályozza e kérdést. Ez előírja, hogy amennyiben bármely személy közvetlenül vagy közvetve bármilyen (a *Securities and Exchange Act* 12. szakaszának megfelelően) nemzeti értéktőzsdére bevezetett részvényosztályba tartozó részvény tényleges tulajdonának megszerzésével (*beneficial ownership*) közvetlenül vagy közvetve megszerzi az adott részvényosztály részvényeinek több mint 5%-át, annak ezt be kell jelentenie az akvizíciótól számított 10 napon belül³⁷² az amerikai felügyeleti hatóság, a *Securities and Exchange Commission* felé.³⁷³ A szabályozás (5%-os küszöb átlépése) csak szavazati joggal rendelkező részvényekre (részvényosztályokra) vonatkozik.³⁷⁴ A bejelentésnek tartalmaznia kell a *Securities and Exchange Act* által előírt tartalmi elemeket, illetve bármilyen olyan további információt, melyet a *Securities and Exchange Commission* egyéb szabályozása szükségesnek ítél a köz érdekében vagy a befektetők védelmében. A *Securities and Exchange Act* szerint többek között meg kell osztani a *Securities and Exchange Commission* szakembereivel a befolyásszerző háttérét, személyazonosságát, székhelyét vagy állampolgárságát. Ha más személy nevében vagy megbízásából történt a részvények megszerzése, akkor természetesen ezt is meg kell jelölni. Ki kell térni a papírok megvásárlásához használt források nagyságára és eredetére.³⁷⁵ Amennyiben az akvizíció, illetve a várható akvizíciók indoka a részvényeket

³⁷¹ Az irányelv 9. cikk (2) bekezdésben említett esemény – tehát szavazati jogok megosztását megváltoztató események – kapcsán a tájékoztatási kötelezettség teljesítésére nyitva álló időtartam az ilyen eseményről való tudomásszerzéstől kezdődik. Lásd 2004/109/EK irányelv 12. cikk (2) b)

³⁷² A *Securities and Exchange Commission* külön szabályozásában ettől eltérő határidőt is megállapíthat. Lásd:

³⁷² *Securities and Exchange Act of 1934, Section 13 (d) (1)* Elérhető (2014. augusztus 4.): <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>,

³⁷³ *Securities and Exchange Act of 1934, Section 13 (d) (1)* Elérhető (2014. augusztus 4.): <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>, Lásd szintén KECSKÉS András – HALÁSZ Vendel: *Stock Corporations – A Guide to Initial Public Offerings, Corporate Governance and Hostile Takeovers*, HVG-ORAC & LexisNexis, translated by Anna Tolnai and the Authors, Budapest – Wien, 2013. 397. old.

³⁷⁴ Lásd *The Home Page of U. S. Securities and Exchange Commission*. Elérhető (2014. augusztus 4.): <http://www.sec.gov/answers/sched13.htm>,

³⁷⁵ Ha a részvények megvásárlásának ellenértékét bizonyos részben külön erre a célra kölcsönvett vagy más módon megszerzett források biztosítják, akkor nyilvánosságra kell hozni a tranzakcióra vonatkozó adatokat és a

kibocsátó társaság feletti irányítás megszerzése, akkor szintén be kell mutatni bármely olyan tervet vagy javaslatot, amelyben a befolyásszerző a kibocsátó társaság felszámolását, eszközeinek értékesítését, vagy bármely más jogi személlyel történő egyesítését tervezi, vagy ha bármilyen más jelentős változást tervez üzletvitelében vagy vállalati szerkezetében. Szintén be kell jelenteni a tényleges tulajdonosként (*beneficial ownership*) megszerzett részvények számát, illetve azon részvények számát, melyek közvetlen vagy közvetett megszerzésére jogot szerzett a befolyásszerző személy vagy bármely társult vállalkozása. Továbbá információt kell szolgáltatni minden olyan szerződésről, megegyezésről vagy megállapodásról, mely a kibocsátó bármely értékpapírja tekintetében kötött. Ide tartoznak például az értékpapír átruházásáról szóló megállapodások, a *joint venture* megállapodások, a kölcsönök biztosítására vagy opciós jogra vonatkozó megállapodások, stb. Meg szükséges nevezni azokat a személyeket, akikkel ilyen szerződés, megegyezés vagy megállapodás kötött, és be kell mutatni annak részleteit.³⁷⁶ A *Securities and Exchange Act* 13 (d) szakasza által megkívánt bejelentést az ún. *Schedule 13D - "beneficial ownership report"* kitöltésével kell megtenni. Nem meglepő, hogy ez gyakran vállalatfelvásárlási törekvésekhez kapcsolódik.³⁷⁷ Az 1934-es *Securities and Exchange Act* 13 (d) szakasz (2) továbbá előírja, hogy amennyiben a *Securities and Exchange Commission* felé tett korábbi bejelentésben foglalt tények tekintetében lényeges változás áll be, akkor ezt egy kiegészítés formájában szintén be kell nyújtani.

A fentiekből látható, hogy mind az Európai Unióban érvényesülő közösségi szintű szabályozás, mind pedig az Egyesült Államokban érvényesülő szövetségi jogalkotás a szavazati jogot megtestesítő részvények 5%-ának megszerzésétől (5%-os befolyásszerzéstől) ír elő bejelentési kötelezettséget. Kérdésünk az lehet, hogy mennyire megfelelő ez a küszöbérték? Ebben a tekintetben érdemes utalnunk a közzétételi kötelezettség kapcsán meghatározott befolyásszerzési küszöbérték mértékének és a vállalatfelvásárlási aktivitásnak a kapcsolatára. Egy magasabb küszöbérték hatékonyabbá teszi ugyanis a vállalatfelvásárlási mechanizmust³⁷⁸, míg egy alacsonyabb megdrágítja a felvásárlásokat. Az ajánlattevők

résztevő feleket. Kivételt képez ez alól, ha bank a rendes üzletmenetének keretében biztosít kölcsönt az ügylethez. Ilyen esetben egy nyilatkozatot kell benyújtani erre vonatkozóan, a bank nevét pedig nem kötelező nyilvánosságra hozni. Lásd *Securities and Exchange Act of 1934*, 13 (d)(1)(B) Elérhető (2014. augusztus 4.): <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>.

³⁷⁶ *Securities and Exchange Act of 1934* 13 (d) (1) (A) – (E) Elérhető (2014. augusztus 4.): <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>.

³⁷⁷ Lásd The Home Page of U. S. Securities and Exchange Commission. Elérhető (2014. augusztus 4.): <http://www.sec.gov/answers/sched13.htm>.

³⁷⁸ Lásd GROSSMANN, Sanford J., HART, Oliver D., *Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation*, *The Bell Journal of Economics*, Vol. 11. No. 1. (1980) 42–64. old.; GOERGEN, Marc, MARTYNOVA, Marina, RENNEBOOG, Luc, *Corporate Governance Convergence: Evidence From Takeover*

ugyanis jelentős profitot tudnak realizálni azon tulajdonrészből, melyet közzétételi kötelezettség nélkül fel tudnak „építeni”. Egy jelentősebb részesedés megvásárlásáról történő értesülés ugyanis riaszthatja a piacot, mely egy vállalatfelvásárlási ajánlat megjelenését fogja valószínűsíteni. Ez a részvényár felülvizsgálatához vezet, amely a vállalatfelvásárlásból származó hozamot is befolyásolja. Ekkor a piac reakcióját követően az ajánlattevő már csak magasabb költség mellett tudja növelni befolyását a társaságban, hiszen a részvényárak emelkedtek. Minél magasabb a közzétételi kötelezettséghez kapcsolódó befolyásszerzési küszöbérték, annál alacsonyabb azon részvények száma, amelyekért az ajánlattevő a vállalatfelvásárlás során megjelenő teljes felárat kifizeti. Tehát a közzétételhez kapcsolódó befolyásszerzési küszöbérték (illetve a kötelező ajánlattételt előíró befolyásszerzési küszöbérték) leszállítása azt eredményezi, hogy egyes felvásárlások elmaradhatnak.³⁷⁹ Így egyfelől a közzétételhez kapcsolódó küszöbérték leszállítása csökkenti a potenciális ajánlattevők vállalatfelvásárlási szándékát, mely a vállalatok menedzsmentjének kevésbé hatékony külső ellenőrzéséhez vezet. Az alacsonyabb küszöbérték ugyanakkor megnöveli az információk hozzáférhetőségét, ezért növeli a befektetők (a céltársaság részvényeseinek) védelmét. E két ellentétes hatás közötti egyensúly megtalálása határozza meg a nyilvános részvénytársaságban történő befolyásszerzéssel kapcsolatos közzétételi kötelezettség szabályozását.³⁸⁰ *Martin Lipton* a befolyásszerzéshez kapcsolódó tájékoztatási kötelezettség kapcsán – a releváns befolyásszerzési küszöbérték kérdéskörén túlmenően – egy további problémára is rámutat. *Lipton* szerint az ún. *creeping-in* stratégiát alkalmazó vállalatfelvásárlások (melyek káros hatásaira már fent rámutattunk) törekednek kihasználni részvénytársaságok azt az időszakot, mikor a céltársaság részvényesei még nincsenek tisztában a vállalatfelvásárlási szándékkal. Az ajánlattevő ebben az időszakban minél nagyobb részesedést felhalmozva törekszik megtakarítani az e papírokra eső kontroll-prémium

Regulation Reforms (April 2005) European Corporate Governance Institute ECGI - Law Working Paper No. 33/2005. 13-14. old. Elérhető: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=709023

³⁷⁹ Lásd SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert W., *Large Shareholders and Corporate Control*, *The Journal of Political Economy*, Vol. 94. No. 3. (1986) 461–488. old.; HIRSHLEIFER, David és TITMAN, Sheridan, *Share Tendering Strategies and the Success of Hostile Takeover Bids*, *Journal of Political Economy*, Vol. 98. No. 2. (1990) 295–324. old.; KYLE, Albert S., VILA, Jean-Luc, *Noise Trading and Takeovers*, *RAND Journal of Economics*, Vol. 22. No. 1. (1991) 54–71. old.; GOERGEN, Marc, MARTYNOVA, Marina, RENNEBOOG, Luc, *Corporate Governance Convergence: Evidence From Takeover Regulation Reforms (April 2005)* European Corporate Governance Institute ECGI - Law Working Paper No. 33/2005. 13-14. old. Elérhető: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=709023

³⁸⁰ Lásd GOERGEN, Marc, MARTYNOVA, Marina, RENNEBOOG, Luc, *Corporate Governance Convergence: Evidence From Takeover Regulation Reforms (April 2005)* European Corporate Governance Institute ECGI - Law Working Paper No. 33/2005. 13-14. old. Elérhető: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=709023; HALÁSZ, Vendel-KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén (HVG-ORAC, Budapest, 2011.)* 365-366. old.

megfizetését, megfosztva így attól a céltársaság részvényeseit.³⁸¹ Ugyanakkor ennek mind az Európai Unió, mind az Egyesült Államok szövetségi szintű szabályozása alapján útját állja az 5%-os befolyásszerzési küszöbérték, melynek átlépését követően be kell jelenteni a befolyásszerzést, így a piac értesül törekvéseiről. Egy racionálisan eljáró ajánlattevő éppen ezért először „csendben” megvásárolja a céltársaság részvényeit az 5%-os küszöbértéket még pont el nem érő mértékben. Ez a részvényszerzés *Lipton* megfigyelése szerint jellemzően homályos tulajdonosi háttérű társaságokon és társulásokon keresztül történik, hogy ez elfedje a befolyásszerző személyét. Az 5%-os küszöbérték elérése előtt az ajánlattevő felkészül annak finanszírozására, hogy minél gyorsabban, minél nagyobb részesedést tudjon megszerezni a céltársaságban. A küszöbérték átlépését követően ugyanis az Európai Unió 2004/109/EK irányelve 4 napos, míg az Egyesült Államokban a *Securities and Exchange Act* 10 napos határidőt szab a befolyásszerzés bejelentésére. Így az 5%-os küszöbérték elérésekor a társaság feletti irányítás megszerzésének költségét csökkenteni kívánó ajánlattevő kihasználhatja ezt az időtartamot, és erőteljes nyílt piaci részvényvásárlási programba kezdhet. Ennyi idő alatt pedig akár a céltársaság részvényeinek 10-20%-át is megszerezheti úgy, hogy még nem nyilvános a befolyásszerzés ténye illetve a céltársasággal kapcsolatos céljai. Így a papírjaikat értékesítő részvényesek a felvásárlási szándék nyilvánosságra kerüléséig elesnek a kontroll-prémium lehetőségétől.³⁸² Éppen ezért felmerül a kérdés, hogy az alkalmazott szabályozás megfelelő-e a céltársaság részvényeseinek védelme szempontjából.

A kérdésre választ adhat, hogy az Európai Unióban az elmúlt időszakban az a tendencia volt megfigyelhető, mely szerint gyakorlatilag az összes nyugat-európai ország csökkentette a társaságban irányítási jogokat (szavazati jogot) biztosító részvények tulajdonlásával kapcsolatos közzétételi kötelezettség küszöbértékét.³⁸³ Az Európai Unió szabályozása kapcsán meg kell jegyeznünk, hogy a közösségi szinten a befolyásszerzéshez kapcsolódó tájékoztatási

³⁸¹ Lásd LIPTON, Martin, *Corporate Governance in the Age of Finance Corporatism*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 136. Issue 1. (1987) 15-16. old.

³⁸² Lásd LIPTON, Martin, *Corporate Governance in the Age of Finance Corporatism*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 136. Issue 1. (1987) 15-16. old.

³⁸³ Az 1990-es évek elején a közzétételhez kapcsolódó átlagos küszöbérték 9% körüli volt Skandináviában és Nyugat-Európában. A közzététel kapcsán a legalacsonyabb küszöbértéket az Egyesült Királyság 3%-os, a legmagasabbat Németország 25%-os szabályozása jelentette. Olaszországban és Svédországban e kötelező közzétételi kötelezettséget csak 1992-ben vezették be. 2004-re azonban az átlagos küszöbérték már 5%-ra csökkent az európai országok körében. Ebben az időszakban a legalacsonyabb, 2%-os küszöbértéket pont az olasz szabályozás szabta, míg a legmagasabb, 10% körüli küszöbérték volt megfigyelhető Luxemburgban és Svédországban. See GOERGEN, Marc, MARTYNOVA, Marina, RENNEBOOG, Luc, *Corporate Governance Convergence: Evidence From Takeover Regulation Reforms (April 2005)* European Corporate Governance Institute ECGI - Law Working Paper No. 33/2005. 13. old. Elérhető: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=709023; KECSKÉS András – HALÁSZ Vendel: *Stock Corporations – A Guide to Initial Public Offerings, Corporate Governance and Hostile Takeovers*, HVG-ORAC & LexisNexis, translated by Anna Tolnai and the Authors, Budapest – Wien, 2013. 395-396. old.

kötelezettséget szabályzó 2004/109/EK irányelv minimum harmonizációt valósít meg. Így a tagállamoknak lehetőségük van az irányelv nemzeti szabályozásba való átültetése során az irányelvben meghatározottakon felül a részvényeseket védő szigorúbb szabályokat előírni, ha ezt szükségesnek ítélik. Így az 5%-os befolyásszerzési küszöbérték átlépésének 4 napon belül való bejelentéséhez képest számos tagállam szigorúbb szabályozást alkotott. A 2004/109/EK irányelvben meghatározott transzparencia-követelmények harmonizációját vizsgáló, az Európai Bizottság által elkészített 2008-as munkaanyag is külön kitér ennek bemutatására.³⁸⁴ Így például 2%-os küszöbértéket alkalmaz Olaszország és Portugália, míg 3%-osat Németország, Írország, Spanyolország, az Egyesült Királyság és Csehország. Az irányelvben meghatározott öt százalékos küszöb érvényesül Belgiumban, Ausztriában, Bulgáriában, Cipruson, Dániában, Észtországban, Görögországban, Finnországban, Franciaországban, Magyarországon, Litvániában, Luxemburgban, Lettországon, Máltán, Romániában, Svédországban, Szlovéniában és Szlovákiában.³⁸⁵ Szintén érdemes kiemelni, hogy az unió számos országában (Ausztria, Belgium, Ciprus, Csehország, Dánia, Észtország, Finnország, Franciaország, Magyarország, Olaszország, Luxemburg, Lettország és Portugália) lehetőségük van a kibocsátó részvénytársaságoknak alacsonyabb küszöbértéket előírni alapszabályukban (akár külön felhatalmazás alapján, akár a kifejezett tiltás hiányában).³⁸⁶ A többi tagállamban ugyanakkor erre nincsen lehetőség. Egyes tagállamok szintén szigorúbb szabályokat alkalmaznak az irányelvben rögzített bejelentési határidőhöz (*haladéktalanul, de legkésőbb négy napon belül*) képest. Így haladéktalanul kell teljesíteni a bejelentést Finnországban. Egy nap áll erre rendelkezésre Ciprus, Dánia és Svédország esetében. Két napon belül kell megtenni a bejelentést Ausztria, Magyarország, Írország és az Egyesült Királyság esetében. Három napos a határidő Görögország és Románia esetében. Minden más tagállam az irányelvben rögzített (maximum négy napos) határidőt alkalmazza.³⁸⁷ Ez alapján látható, hogy számos uniós tagállam még az irányelvben garantálnál is szigorúbb

³⁸⁴ COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT - Report on more stringent national measures concerning Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market, Brussels, 10.12.2008 SEC(2008) 3033 final, Elérhető:

http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/report_measures_122008_en.pdf,

³⁸⁵ Lásd COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT - Report on more stringent national measures concerning Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market, Brussels, 10.12.2008 SEC(2008) 3033 final, 6. old. (Box 1.) Elérhető:

http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/report_measures_122008_en.pdf,

³⁸⁶ Lásd i. m. 6. old. (Box 1.) Elérhető:

http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/report_measures_122008_en.pdf,

³⁸⁷ Lásd i. m. 6. old. (Box 1.) Elérhető:

http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/report_measures_122008_en.pdf,

követelményeket alkalmaz, és ez által magasabb szintű védelmet nyújt a céltársaságok részvényeseinek.³⁸⁸ Ezzel párhuzamosan természetesen az ajánlattevők számára nehezebbé (és költségesebbé) válnak a vállalatfelvásárlások.

Az Egyesült Államokban is alkalmaznak egyes tagállamok további többletkövetelményeket a közzétételi/bejelentési kötelezettségek tekintetében, ugyanakkor ezek korántsem olyan terjedelműek, mint a fent részletezett európai szabályok. Így az Egyesült Államok jogi szabályozása csekélyebb védelemben részesíti ebben a tekintetben a céltársaság részvényeseit, mint az Európai Unió. Nem véletlenül javasolta *Martin Lipton* már az 1987-ben megjelent *Corporate Governance in the Age of Finance Corporatism* című tanulmányában, hogy a *Securities and Exchange Act* 13 (d) szakaszban szereplő közzétételi határértéket 5%-ról 2%-ra kellene csökkenteni azzal a kikötéssel, hogy a tájékoztatás (Schedule 13D) benyújtásáig nem lehetséges 2%-nál nagyobb részesedés megszerzése.³⁸⁹

1.4. A céltársaságra vonatkozó információk biztosítása

1.4.1. A céltársaságra vonatkozó információk biztosításának jelentősége

A befektetői döntések meghozatala szempontjából alapvető fontosságú, hogy a nyilvánosan működő részvénytársaságokra vonatkozó lényeges információk hozzáférhetőek legyenek. Ebbe a körbe tartozik a vállalatok feletti irányítás megváltozásának lehetőségére hatással levő különböző tényezőkre vonatkozó információ. Például, ha egy befektető fontosnak ítéli, hogy egy vállalat menedzsmentje a vállalatfelvásárlások veszélye által – elvben – folyamatosan ösztönözve legyen a profit maximalizálására, akkor nyilvánvalóan hajlamosabb lesz olyan vállalatba befektetni, melynek felvásárlását nem nehezítik meg akadályozó, gátló tényezők. Amennyiben pedig egy befektető egyenesen azzal a céllal szándékozik részesedést vásárolni egy nyilvánosan működő részvénytársaságban, hogy megszerezze felette az irányítást, ez irányú törekvéseit komolyan befolyásolhatják a vállalat számára hozzáférhető védekező eszközök. Így a befektetési döntések irányát képes befolyásolni a vállalatok felvásárlásának lehetősége, vagy az azt éppen akadályozó, gátló tényezők jelenléte. Éppen ezért a befektetői döntés meghozatala szempontjából fontos, hogy ezek az információk hozzáférhetőek

³⁸⁸ Szintén indokolt kiemelni, hogy az Európai Unió egyes tagállamaiban a részvénytőkében megszerzett meghatározott részesedés átlépése esetén is teljesíteni kell bejelentési kötelezettséget, nem csupán a szavazati jogokban megszerzett részesedés esetén. Ilyen szabályozást alkalmaz Bulgária, Dánia, Görögország, Finnország, Franciaország, Magyarország, Írország, Olaszország, Litvánia, Lettország, Portugália, Románia és Svédország. Lásd i. m. 6. old. (Box 1.) Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/report_measures_122008_en.pdf,

³⁸⁹ Lásd LIPTON, Martin, *Corporate Governance in the Age of Finance Corporatism*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 136. No. 1. (1987) 61. old.

legyenek. *Sharon Hannes* professzor is felismerte már ennek jelentőségét a *Northwestern University Law Review* hasábjain megjelent 2007-es tanulmányában. A valóságban ugyanis csak korlátozott számú megfelelő ajánlattevő és korlátozott számú vállalatfelvásárlási lehetőség van jelen, ezért az ajánlattevők összehasonlítják a kevés szóba jöhető céltársaságot az ajánlattételről való döntéshozatal során. És ebben a folyamatban figyelmet szentelnek a szóba jöhető céltársaságok vállalatfelvásárlásokkal szembeni viszonylagos védettségének is, hiszen ez befolyásolja a felvásárlás költségét. A professzor szerint, ha a legtöbb társaság védett a vállalatfelvásárlásokkal szemben, akkor a védelem nélkül álló cégek nagyobb figyelmet fognak kapni. Ez gyakoribb vállalatfelvásárlásokban, és viszonylag magasabb árakban ölt testet esetükben. Így a más vállalatok által megtett védekező intézkedések „eltérítik” a vállalatfelvásárlási tevékenységet, mely, végső soron, befolyásolhatja annak az átlagos vállalatfelvásárlási felárnak a mértékét, melyre egy vállalatfelvásárlásokkal szemben nem védett céltársaság ésszerűen számíthat. A professzor megközelítése alapján minél nagyobb a vállalatfelvásárlás elleni védekezéseket elfogadó vállalatok száma, annál magasabb árat hajlandó fizetni a piac a védekező intézkedéseket elutasító társaságokért.³⁹⁰

1.4.2. A céltársaságra vonatkozó információk biztosítása az Európai Unióban

A vállalatfelvásárlásokkal szembeni védekező intézkedések átláthatóságának fontossága nyilvánvaló volt az Európai Unió jogalkotása számára is. Így már a 2004/25/EK irányelv preambuluma 18. pontja kifejtette, hogy a céltársaságok értékpapírjaival való szabad kereskedelemre és a szavazati jog gyakorlására vonatkozó meglévő rendelkezések hatékonyságának erősítése érdekében alapvető, hogy az ilyen társaságok által előirányzott védelmi szerkezetek és mechanizmusok átláthatóak legyenek, és azokat a részvényesek közgyűlésén rendszeresen jelentésekben mutassák be. Ennek alapján az irányelv rendelkezései szerint a tagállamoknak biztosítaniuk kell, hogy a céltársaságok³⁹¹ részletes információkat tegyenek közzé egy esetleges ajánlatot befolyásolni képes vállalatirányítási struktúrájukat és az alkalmazott védekezési mechanizmusokat illetően.³⁹² Így a társaságok részletes információkat tesznek közzé tőkeszerkezetükről, beleértve azokat az értékpapírokat, amelyeknek egy tagállam szabályozott piacán való bevezetése nem történt meg, ahol

³⁹⁰ Lásd HANNES, Sharon, *The Market for Takeover Defenses*, *Northwestern University Law Review*, Vol. 101. Issue 1 (2007) 129. old.

³⁹¹ A 2004/25/EK irányelv 1. cikk (1) bekezdésben említett társaságokra vonatkozik e közzétételi kötelezettség, tehát az irányelv hatálya alá eső társaságokra.

³⁹² 2004/25/EK irányelv 10. cikk

szükséges a különböző részvényosztályok feltüntetésével, és – minden részvényosztály vonatkozásában – az azokhoz tartozó jogokkal és kötelezettségekkel, és azoknak a részvényekből álló tőkéhez viszonyított százalékos arányával.³⁹³ Szükséges bemutatni továbbá az értékpapírok átruházására vonatkozó bármilyen korlátozást (melyek lehetnek részesedés szerzéshez kapcsolódó korlátozások, vagy a társaság, illetve az értékpapírok más birtokosai jóváhagyása beszerzésének szükségessége).³⁹⁴ Ki kell térni a 2001/34/EK irányelv³⁹⁵ 85. cikke szerinti jelentős közvetlen és közvetett részesedésekre (beleértve a piramisszerkezeteken alapuló és a keresztrészesedéseket);³⁹⁶ a különleges irányítási jogokat megtestesítő értékpapírokra és birtokosaikra, az értékpapírok által képviselt jogok leírására.³⁹⁷ Közzé kell tenni bármely esetleges munkavállalói részvényesi rendszer által előírt irányítási mechanizmust, amelyben az irányítási jogokat nem közvetlenül a munkavállalók gyakorolják.³⁹⁸ Szintén ismertetni kell a szavazati jogok bármely korlátozását, mint például egy meghatározott részesedéshez vagy szavazatszámhoz kapcsolódó szavazati jog korlátozását, szavazati jogok gyakorlására vonatkozó határidőket, vagy olyan rendszereket, amelyek által az értékpapírokhoz fűződő pénzügyi előnyök – a társaság együttműködésével – elkülönülnek az értékpapírok birtoklásától.³⁹⁹ Be kell mutatni a részvényesek közötti bármely olyan megállapodást, amelyről a társaságnak tudomása van, és amelyek a 2001/34/EK irányelv értelmében az értékpapírok és/vagy a szavazati jogok átruházásának korlátozását eredményezhetik.⁴⁰⁰ Közzé kell tenni az ügyviteli vagy irányító szerv tagjainak kinevezésére és elmozdítására, valamint az alapszabály módosítására vonatkozó szabályokat,⁴⁰¹ illetve az ügyviteli vagy irányító szerv tagjainak jogosítványait,⁴⁰² és különösen a részvény kibocsátásra és visszavásárlásra vonatkozó jogkörüket.⁴⁰³ A közzétételnek tartalmaznia kell bármely olyan lényeges megállapodást is, amelyben a társaság félként szerepel, és amely egy nyilvános vételi ajánlatot követően a társaság irányításában bekövetkezett változás miatt lép hatályba, módosul vagy szűnik meg, kivéve, ha azok nyilvánosságra hozatala súlyosan sértené a társaságot (ezt a kivételt nem kell alkalmazni, ha a társaság más jogszabály alapján egyébként

³⁹³ 2004/25/EK irányelv 10. cikk a) pont

³⁹⁴ 2004/25/EK irányelv 10. cikk b) pont

³⁹⁵ Az Európai Parlament és a Tanács 2001/34/EK irányelve (2001. május 28.) az értékpapírok hivatalos tőzsdei jegyzésre történő bevezetéséről és az ilyen értékpapírokról közzéteendő információkról

³⁹⁶ 2004/25/EK irányelv 10. cikk c) pont

³⁹⁷ 2004/25/EK irányelv 10. cikk d) pont

³⁹⁸ 2004/25/EK irányelv 10. cikk e) pont

³⁹⁹ 2004/25/EK irányelv 10. cikk f) pont

⁴⁰⁰ 2004/25/EK irányelv 10. cikk g) pont

⁴⁰¹ 2004/25/EK irányelv 10. cikk h) pont

⁴⁰² Lásd EDWARDS, Vanessa: *The Directive on Takeover Bids*, European Company and Financial Law Review, Vol. 1. Issue 4. (2004) 436. old.

⁴⁰³ 2004/25/EK irányelv 10. cikk i) pont

köteles az ilyen információ felfedésére).⁴⁰⁴ Nyilvánosságra kell hozni bármely olyan, a társaság és az ügyviteli vagy irányító szerv tagjai, illetve a munkavállalók közötti megállapodást, amely kártalanítást ír elő abban az esetben, ha lemondanak, vagy alapos ok nélkül elbocsátják őket, vagy munkaviszonyuk nyilvános vételi ajánlat miatt szűnik meg.⁴⁰⁵ Ezen információkat a társaságok az éves beszámolóról szóló 78/660/EGK irányelv 46. cikke⁴⁰⁶, valamint az összevont (konszolidált) éves beszámolóról szóló 83/349/EGK irányelv 36. cikke⁴⁰⁷ rendelkezéseinek megfelelően a társaság éves beszámolójában teszik közzé.⁴⁰⁸ A tagállamok – olyan társaságok esetében, amelyek értékpapírjainak tőzsdei bevezetése valamely tagállam szabályozott piacán már megtörtént – biztosítják, hogy az ügyviteli vagy irányító szerv a részvényesek éves közgyűlésén bemutat egy, a fenti tényezőkre vonatkozó magyarázó jelentést.⁴⁰⁹

⁴⁰⁴ 2004/25/EK irányelv 10. cikk j) pont

⁴⁰⁵ 2004/25/EK irányelv 10. cikk k) pont

⁴⁰⁶ Az éves beszámolóról szóló 78/660/EGK irányelv 46. cikke: Az üzleti jelentésnek valós áttekintést kell adnia legalább a társaság üzletmenetének fejlődéséről és teljesítményéről, illetve helyzetéről, azon főbb kockázatok és bizonytalanságok leírásával együtt, amelyekkel a társaság szembesül. Az áttekintésnek a társaság üzletmenetének fejlődéséről és teljesítményéről, illetve helyzetéről kiegyensúlyozott és átfogó, az üzleti tevékenység terjedelmével és összetettségével összhangban álló elemzést kell nyújtania. A társaság fejlődésének, teljesítményének vagy helyzetének megértéséhez szükséges mértékben az elemzésnek tartalmaznia kell a pénzügyi, és adott esetben azon kulcsfontosságú, nem pénzügyi jellegű teljesítménymutatókat, amelyek lényegesek az adott üzleti tevékenység szempontjából, beleértve a környezetvédelem és a foglalkoztatás kérdéseire vonatkozó információt is. Az elemzés során az üzleti jelentésnek adott esetben hivatkozásokat kell tartalmaznia és további magyarázatokkal kell szolgálnia az éves beszámolóban közölt összegekre. A jelentésben ki kell térni az üzleti év lezárása után bekövetkezett lényeges eseményekre; a társaság várható jövőbeni fejlődésére; a kutatás és fejlesztés területén folytatott tevékenységekre; a saját részvények, üzletrészek megszerzésére vonatkozó, a 77/91/EGK irányelv 22. cikkének (2) bekezdése által előírt adatokra; a társaság meglévő fióktelepeire. Szintén ki kell térni a pénzügyi instrumentumoknak a társaság által történő hasznosításával kapcsolatban, és amennyiben lényeges az eszközök és források, a pénzügyi helyzet, valamint az eredmény megítéléséhez, a társaság pénzügyi kockázatkezelési célkitűzéseire és politikájára, beleértve az olyan várható tranzakciók főbb típusai fedezeti ügyleteire vonatkozó politikát is, amelyeket így kezelnek, és a társaság ár-, hitel-, likviditási és cash flow kockázatoknak való kitétségére.

⁴⁰⁷ Az összevont (konszolidált) éves beszámolóról szóló 83/349/EGK irányelv 36. cikke: E vállalkozások tekintetében a jelentésben ki kell térni az üzleti év lezárása után bekövetkezett lényeges eseményekre; a teljes körűen bevont vállalkozások várható jövőbeni fejlődésére; a teljes körűen bevont vállalkozásoknak a kutatás és fejlesztés területén folytatott tevékenységére; az anyavállalat összes részvényének számára és névértékére, vagy névérték hiányában e részvények kibocsátási értékére, amelyeket maga a vállalkozás birtokol, leányvállalatai birtokolnak, vagy a saját nevében, de a vállalkozások képviselőjében eljáró személy birtokában vannak. A tagállamok megkövetelhetik vagy megengedhetik ezeknek az adatoknak a kiegészítő mellékletben történő közlését. Ki kell térni a pénzügyi instrumentumoknak a vállalkozások által történő hasznosításával kapcsolatban, és ahol lényeges az eszközök és források, a pénzügyi helyzet, valamint az eredmény megítéléséhez, — a vállalkozások pénzügyi kockázatkezelési célkitűzéseire és politikájára, beleértve az olyan várható tranzakciók főbb típusai fedezeti ügyleteire vonatkozó politikát is, amelyeket így kezelnek, és — az ár-, a hitel-, a likviditási és a cash flow kockázatoknak való kitétségére. Szintén szükséges a csoport belső ellenőrzési és kockázatkezelési rendszerei főbb jellemzőinek leírása az összevont (konszolidált) beszámoló elkészítési folyamatához kapcsolódóan, ha egy társaság értékpapírjait a szabályozott piaci kereskedésbe bevezették.

⁴⁰⁸ 2004/25/EK irányelv 10. cikk (2) bek.

⁴⁰⁹ 2004/25/EK irányelv 10. cikk (3) bek.

1.4.3. A céltársaságra vonatkozó információk biztosítása az Egyesült Államokban

Az Amerikai Egyesült Államokban a vonatkozó szövetségi joganyagban – így az 1933-as *Securities Act*, valamint az 1934-es *Securities and Exchange Act*, továbbá a kimondottan vállalatfelvásárlási helyzetekre vonatkozó 1968-as *Williams Act* rendelkezései között – nem találunk olyan speciális szabályokat, mely a társaságokat vállalatfelvásárlások esetén védő védelmi szerkezetek és mechanizmusok átláthatóságát lenne hivatott összesítve biztosítani. Ugyanakkor a fenti jogszabályok felhatalmazása alapján a *Securities and Exchange Commission* által meghatározott közzétételi kötelezettségek, kialakított közzétételi űrlapminták rendelkeznek ezen információk nyilvánosságra hozataláról, annak módjáról.

Az Egyesült Államokban a tőzsdére bevezetett részvénytársaságoknak éves jelentéseket (*Form 10-K*)⁴¹⁰ és negyedéves jelentéseket kell közzétenniük (*Form 10-Q*)⁴¹¹ a *Securities and Exchange Act* 13. szakasza alapján. A vállalatfelvásárlásokat befolyásoló tényezők kapcsán az éves jelentés, tehát a *Form 10-K* szerinti közzététel információt tartalmaz a tőzsdei kereskedelembe bevezetett részvényekről, a bevezetés helyéről, a részvények számáról, a társaság által folytatott saját részvénytársasági tevékenységről. Szintén bemutatja, hogy a papírok hány részvényes kezében vannak.⁴¹²

Fontos információkat tartalmaznak a felelős társaságirányítási kérdések kapcsán a társaságok által adott részvényesi tájékoztatások, az ún. *proxy statement*-ek, melyekben található információkra az éves jelentések is gyakran hivatkoznak.⁴¹³ Ezek tulajdonképpen az éves közgyűlésen szavazásra bocsátott előterjesztések. Ezek benyújtása és közzététele az ún. *DEF 14A (Definitive Proxy Statement)* közzétételi űrlapminta szerint történik.⁴¹⁴ A közzététel jogalapja az 1934-es *Securities and Exchange Act* 14(a) szakasza. Az előterjesztésben (a szavazásra bocsátott napirendi pontok kifejtését megelőzően) alapvető fontosságú

⁴¹⁰ Lásd a Securities and Exchange Commission honlapján, FORM 10-K - ANNUAL REPORT PURSUANT TO SECTION 13 OR 15(d) OF THE SECURITIES EXCHANGE ACT OF 1934 Elérhető: <http://www.sec.gov/about/forms/form10-k.pdf> ; Form 10-K (Researching Public Companies Through EDGAR: A Guide for Investors tájékoztató): <http://www.sec.gov/answers/form10k.htm>,

⁴¹¹ Lásd a Securities and Exchange Commission honlapján, FORM 10-Q. Elérhető: <http://www.sec.gov/about/forms/form10-q.pdf> ; Form 10-Q (Researching Public Companies Through EDGAR: A Guide for Investors tájékoztató): <http://www.sec.gov/answers/form10q.htm>

⁴¹² Form 10-K PART II Item 5. Market for Registrant's Common Equity, Related Stockholder Matters and Issuer Purchases of Equity Securities Elérhető: <http://www.sec.gov/about/forms/form10-k.pdf>,

⁴¹³ Lásd például az Apple, Inc., éves jelentését a 2014. szeptember 27-én befejeződő pénzügyi évre vonatkozóan, mely szintén mellékletként tartalmazza, és hivatkozik az ún. *Definitive Proxy Statement* –re (például az éves jelentés PART III Item 10. Directors, Executive Officers and Corporate Governance, vagy Item 11. Executive Compensation részében) Elérhető: <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/320193/000119312514383437/d783162d10k.htm>

⁴¹⁴ Lásd a Securities and Exchange Commission honlapján, Researching Public Companies Through EDGAR: A Guide for Investors, Shareholder Meetings/Proxy Solicitations. Elérhető: http://www.sec.gov/investor/pubs/edgarguide.htm#P374_36766, illetve

információkat találhatunk a társaság igazgatói illetve vezető menedzsmentje tekintetében, beleértve azok javadalmazására vonatkozó adatokat. Szintén megtalálható a vállalat irányítási struktúrájának bemutatása, beleértve az igazgatótanács bizottságait, azok feladatait és döntéshozatali rendszerét. Szintén tartalmazza a társaság részvényesi struktúrájára vonatkozó adatokat. Szerepel minden olyan részvényes neve és részesedése, aki 5%-nál nagyobb részesedéssel rendelkezik a társaságban. Szintén bemutatásra kerül a társaság igazgatóinak és vezető menedzsereinek részvénytulajdonlása, illetve tartalmazza a munkavállalói részvénytulajdonlásra, részvénytulajdonosi programjára vonatkozó információkat. Az előterjesztések között pedig nyomon lehet követni a társaság részvényesi struktúrájával vagy alapszabályának módosításával kapcsolatban tett javaslatokat. Ezek között merülhetnek fel például olyan előterjesztések, melyek egy adott vállalat vállalatfelvásárlásokkal szembeni kitettségét befolyásolhatják. Az alapszabály különösen fontos lehet ebből a szempontból, hiszen az ún. alapszabályba épített védekezési eszközök esetleges meglétéről meggyőződhetünk áttekintésével. Szintén tartalmazza a dokumentum az igazgatótanács részvény kibocsátási jogkörének terjedelmét (pl. csak törzsrészvény kibocsátása lehetséges, elsőbbségi jogot megtestesítő részvény nem bocsátható ki). A *DEF 14A* közzétételi űrlapminta (tekintettel arra, hogy rendszerint ezek alkalmazásával történik javaslattétel az igazgatók megválasztására) tartalmazza az igazgatók megválasztására vonatkozó szabályokat, az egyes előterjesztések elfogadására vonatkozó szabályokat, a szavazás menetét, a szavazás lehetséges módjait (különös tekintettel a távolsági/meghatalmazott útján történő szavazásra), a közgyűlésen való részvétel lehetőségének bemutatását.⁴¹⁵

1.5. A nyilvánosan működő részvénytársaságokra tett vételi ajánlatok tartalmi elemei

1.5.1. A vételi ajánlatok tartalmi elemei az Európai Unióban

Az Európai Unióban a vállalatfelvásárlási ajánlatok tartalmi minimumkövetelményeit egyértelműen rendezi a 2004/25/EK irányelv. Ennek 6. cikk (3) bekezdése alapján a vételi ajánlat legalább az alábbiakat tartalmazza (ebben az esetben is pusztán felsorolás szintjén ismertetem): az ajánlati feltételek; az ajánlattevő azonosítása, vagy – amennyiben az

⁴¹⁵ Lásd a Securities and Exchange Commission honlapján. Elérhető: <http://www.sec.gov/about/sched14a.pdf> ; illetve annak *Shareholder Meetings/Proxy Solicitations* kérdéskörrel foglalkozó tájékoztatóját. Elérhető: <http://www.sec.gov/investor/pubs/edgarguide.htm#.VL6C6rWCsdX>, Továbbá például a Facebook, Inc. által tett közzétételt. Elérhető: <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1326801/000119312513178090/d493645ddef14a.htm#toc>

ajánlattevő társaság – a társaság formája, neve és létesítő okirata szerinti székhelye; az értékpapírok, vagy – adott esetben – az értékpapírosztály vagy -osztályok, amelyekre az ajánlat vonatkozik; az értékpapírért és értékpapírosztályokért felajánlott ellenérték, és – kötelező ajánlat esetén – az ellenérték meghatározására alkalmazott módszer, és az ezen ellenérték megfizetésének módja; az áttörési szabály eredményeként esetlegesen megszűnő jogok miatt felajánlott kártalanítás, az összeg megfizetésének és kiszámításának módja; az értékpapíroknak az ajánlattevő által megszerezni vállalt maximális és minimális százaléka vagy mennyisége; az ajánlattevőnek és a vele összehangoltan eljáró személyeknek a céltársaságban már meglévő részesedésére vonatkozó adatok; minden olyan feltétel, amelytől az ajánlat függ; az ajánlattevőnek a céltársaság és – amennyiben ezt az ajánlat érinti – az ajánlattevő társaság jövőbeni üzleti tevékenységére, munkavállalóik és vezetőik állásainak fenntartására vonatkozó szándékai⁴¹⁶; az ajánlat elfogadására nyitva álló időszak; amennyiben az ajánlattevő által felajánlott ellenérték bármilyen jellegű értékpapírokat tartalmaz, az ezen értékpapírokra vonatkozó információk; az ajánlat finanszírozására vonatkozó információ; az ajánlattevővel vagy a céltársasággal összehangoltan eljáró személyek azonossága, és – társaságok esetén – azok formája, neve, létesítő okirat szerinti székhelye, valamint az ajánlattevővel és – amennyiben lehetséges – a céltársasággal meglévő kapcsolatuk; az ajánlattevő és a céltársaság értékpapírjainak birtokosai között az ajánlat eredményeként megkötött szerződésekre irányadó nemzeti jog, valamint az illetékes bíróságok.

1.5.2. A vételi ajánlatok tartalmi elemei az Egyesült Államokban

Az Egyesült Államokban a harmadik személyek által (tehát nem a kibocsátó társaság által) benyújtott vállalatfelvásárlási ajánlatokat a *Schedule TO-T (SC TO-T - Tender offer statement by Third Party)*,⁴¹⁷ azaz *Vételi Ajánlattételi Jegyzék* közzétételi űrlapmintának megfelelően, míg a külföldi harmadik személyek által benyújtott vállalatfelvásárlási ajánlatokat a *Schedule 14D1F*⁴¹⁸ közzétételi űrlapmintának megfelelően kell benyújtani. A vállalatfelvásárlások esetén használatos *Schedule TO-T, Vételi Ajánlattételi Jegyzék* közzétételi űrlapminta tartalmi

⁴¹⁶ A 2004/25/EK irányelv 6. cikk (3) i) alapján itt kell feltüntetni minden, a foglalkoztatás feltételeiben bekövetkező lényeges változtatást, és különösen az ajánlattevőnek a két társaságra vonatkozó stratégiai terveit, és a foglalkoztatásra, valamint a társaságok telephelyeire gyakorolt valószínűsíthető következményeket.

⁴¹⁷ Lásd a Securities and Exchange Commission honlapján (EDGAR Database). Elérhető: <http://www.sec.gov/info/edgar/forms/edgform.pdf>, illetve Researching Public Companies Through EDGAR: A Guide for Investors, Business Combinations, Elérhető: http://www.sec.gov/investor/pubs/edgarguide.htm#P374_36766

⁴¹⁸ Lásd a Securities and Exchange Commission honlapján (EDGAR Database). Elérhető: <http://www.sec.gov/info/edgar/forms/edgform.pdf>

elemeit, felépítését az amerikai felügyeleti hatóság szabályai között a *Sec Rule §240.14d-100*⁴¹⁹ tartalmazza. Amennyiben megvizsgáljuk ennek tartalmát, illetve empirikusan az ajánlati dokumentációkat, akkor az alábbi főbb tartalmi elemeket azonosíthatjuk a *Schedule TO-T* közzétételi űrlapminta esetében. Ez egyrészt magában foglal egy általános jellegű közzétételt, mely tartalmazza az ajánlattal kapcsolatos legfontosabb információkat. Így itt szerepel az ajánlattevő és a céltársaság személye. Szintén itt olvasható a vállalatfelvásárlási tranzakció becsült értéke, illetve ehhez kapcsolódóan az ajánlat benyújtásának költsége, továbbá jelölésre kerül az ajánlattétel típusa.⁴²⁰ Az ajánlat további részleteit azonban általában – jóval terjedelmesebb – mellékletek tartalmazzák, melyeket hivatkozással építenek be.⁴²¹ Ez együtt tulajdonképpen maga az ajánlati dokumentáció. Ennek főbb részeit a következőképpen azonosíthatjuk. Az ajánlat „legelején” az ajánlat feltételeinek összefoglalása található (*Summary Term Sheet*). Ebben szerepel, hogy ki szándékozik megvenni a társaság értékpapírjait (az ajánlattevő személye), a céltársaság mely és mekkora számú értékpapírjait szándékozik megszerezni, mekkora az ezekért felajánlott ellenérték és az milyen módon kerül kifizetésre (illetve hogy ennek kapcsán esetlegesen szükséges-e bármilyen jutalék vagy díj megfizetése). Bemutatja, hogy az ajánlattevőnek rendelkezésére áll-e a részvények megvásárlásához szükséges pénzügyi fedezet, illetve, hogy pénzügyi helyzete fontos lehet-e az ajánlat elfogadása szempontjából. Szintén kitér arra, hogy milyen indíttatásból teszi meg az ajánlattevő ajánlatát. A részvényesek tájékoztatást kapnak arról, hogy meddig lehetséges döntést hozni az ajánlat elfogadásáról, és hogy miként lehet felajánlani a részvényeket megvételre (illetve esetlegesen visszavonni ezt a nyilatkozatot). Információ olvasható arról, hogy kiterjeszhető-e az ajánlat (és ennek mik a feltételei), illetve hogy erről milyen módon nyújtanak tájékoztatást. Összefoglalás olvasható az ajánlat legfontosabb feltételeiről is.

⁴¹⁹ Schedule TO. Tender offer statement under section 14(d)(1) or 13(e)(1) of the Securities Exchange Act of 1934. Elérhető: http://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?node=17:4.0.1.1.1&rgn=div5%20-%20se17.4.240_114d_61#se17.4.240_114d_6100,

⁴²⁰ Lásd ezzel kapcsolatban például: SCHEDULE TO Tender Offer Statement under Section 14(d)(1) or 13(e)(1) of the Securities Exchange Act of 1934 ACCELRY, INC. (Name of Subject Company (Issuer)) 3DS ACQUISITION CORP. (Offeror) A Wholly Owned Direct Subsidiary of DASSAULT SYSTEMES AMERICAS CORP. (Offeror) A Wholly Owned Indirect Subsidiary of DASSAULT SYSTEMES SA (Offeror). Elérhető: <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1002388/000104746914000882/a2218264zscto-t.htm>, SCHEDULE TO (Rule 14d-100) Tender Offer Statement under Section 14(d)(1) or 13(e)(1) of the Securities Exchange Act of 1934 Analysts International Corporation (Name of Subject Company (Issuer)) American CyberSystems, Inc. ACS Merger Corp. (Names of Filing Persons (Offerors)) Elérhető: http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/6292/000157104913000700/t1300350_scto.htm,

⁴²¹ Lásd ezt például az ACCELRY, INC.-re bejelentett ajánlat kapcsán: <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1002388/000104746914000882/0001047469-14-000882-index.htm>, vagy az Analysts International Corporation-ra bejelentett ajánlat kapcsán: <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1585022/000157104913000700/0001571049-13-000700-index.htm>,

Tájékoztatást nyújt arról, hogy a céltársaság igazgatótanácsa milyen álláspontot képvisel az ajánlattal kapcsolatban, továbbá (esetlegesen), hogy a felvásárlást követően az ajánlattevőnek mik a szándékai a vállalat igazgatótanácsát illetően. Kitér ezen összefoglaló arra is, hogy a céltársaság nyilvános részvénytársaságként fog-e működni a felvásárlást követően, illetve, hogy sor kerülhet-e az ajánlattevővel való egyesülésre. Bemutatja, hogy milyen következményekkel járhat az ajánlat a befektető részvényei tekintetében, ha nem fogadja azt el. Információ olvasható a részvények legutóbbi piaci értékéről – az ajánlat megítélését elősegítendő. Az ajánlat elfogadásával kapcsolatos szövetségi adózási vonatkozások szintén áttekinthetőek. Végezetül a további kérdések megválaszolása érdekében megjelöli az információt biztosító személyek (pl. M&A tanácsadó, közreműködő befektetési szolgáltató, részvényesi kapcsolattartó, stb.) elérhetőségét.⁴²²

Az ajánlat feltételeinek összefoglalását követi a (részletes) vállalatfelvásárlási ajánlat (*tender offer*). Ennek fő részei (pusztán felsorolás szintjén) tipikusan a következők: az ajánlat feltételei; a kifizetés elfogadása és a részvények ellenértékének megfizetése; az ajánlat elfogadásával és a részvények felajánlásával kapcsolatos eljárás; az ajánlat elfogadásának és a részvények felajánlásának visszavonására vonatkozó jog; az ajánlat elfogadásának az Egyesült Államok szövetségi adójogi szabályozása alapján felmerülő lényeges következményei; a részvények árfolyamsávja és a kifizetett osztalék; a céltársaságra vonatkozó főbb információk; az ajánlattevőre vonatkozó főbb információk; a vállalatfelvásárlási tranzakció kapcsán rendelkezésre álló források eredete és összege, az ajánlat háttere (korábbi kapcsolatfelvételek és tárgyalások a céltársasággal); a tranzakcióhoz kapcsolódó megállapodások, az ajánlat indoka – a céltársaságra vonatkozó tervek; az ajánlat bizonyos hatásai; az ajánlat hatása az osztalékfizetésre és a részvényesek számára nyújtott kifizetésre; az ajánlat hatása a céltársaság részvényeinek piacára és tőzsdei jelenlétére; az ajánlattal kapcsolatos bizonyos feltételek; az ajánlattal kapcsolatos bizonyos jogi kérdések és

⁴²² Lásd pl. Exhibit (a)(1)(A) Offer to Purchase All Outstanding Shares of Common Stock of Analysts International Corporation at \$6.45 Per Share, Net in Cash by American CyberSystems, Inc. and ACS Merger Corp., A wholly-owned subsidiary of American CyberSystems, Inc. Elérhető: http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/6292/000157104913000700/t1300350_exa1a.htm#tTO, vagy EX-99.(A)(1)(A) 2 a2218264zex-99_a1a.htm EX-99.(A)(1)(A) Offer To Purchase For Cash All Outstanding Shares of Common Stock of ACCELRYIS, INC. at \$12.50 NET PER SHARE by 3DS ACQUISITION CORP. a wholly owned direct subsidiary of DASSAULT SYSTEMES AMERICAS CORP. a wholly owned indirect subsidiary of DASSAULT SYSTÈMES SA Elérhető: http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1002388/000104746914000882/a2218264zex-99_a1a.htm,

szabályozó hatóságok általi jóváhagyás; az ajánlat elfogadásával kapcsolatos jutalékok, díjak és költségek; egyéb rendezendő kérdések.⁴²³

2. Az ajánlattevő részvényeseit érintő érdekkonfliktusok és szabályozásuk

A vállalatfelvásárlások során a céltársaságok részvényesei általában jelentős azonnali hozamban részesülnek.⁴²⁴ A vállalatfelvásárlási tevékenység kapcsán ugyanis komoly felárat (prémium) fizetnek ki ezeknek a részvényeseknek. E prémium átlagos mértéke például a negyedik (amerikai) vállalatfelvásárlási hullám során az 1980 – 1989. szeptemberéig terjedő időszakban a piaci árhoz képest 36% és 71% között alakult (az adott évtől függően).⁴²⁵ *Michael C. Jensen* professzor 1988-as kutatásában a vállalatfelvásárlási prémium mértékéről kifejti, hogy az átlagosan meghaladja a 30%-ot.⁴²⁶ Szintén a vállalatfelvásárlások előnyös hatásaihoz sorolható, hogy a vállalatok feletti irányítás megszerzésének lehetősége alapvetően emelheti a részvények piaci értékét.⁴²⁷

Az ajánlattevő társaság részvényesei nem részesülnek ugyanakkor ilyen mértékű hozamban. Elméletben bizonyos szintű nyereségnek esetükben is kimutathatónak kellene lennie.⁴²⁸ Ez

⁴²³ Lásd pl. Exhibit (a)(1)(A) Offer to Purchase All Outstanding Shares of Common Stock of Analysts International Corporation at \$6.45 Per Share, Net in Cash by American CyberSystems, Inc. and ACS Merger Corp., A wholly-owned subsidiary of American CyberSystems, Inc. Elérhető: http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/6292/000157104913000700/t1300350_exa1a.htm#tTO, vagy EX-99.(A)(1)(A) Offer To Purchase For Cash All Outstanding Shares of Common Stock of ACCELRYIS, INC. at \$12.50 NET PER SHARE by 3DS ACQUISITION CORP. a wholly owned direct subsidiary of DASSAULT SYSTEMES AMERICAS CORP. a wholly owned indirect subsidiary of DASSAULT SYSTÈMES SA Elérhető: http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1002388/000104746914000882/a2218264zex-99_a1a.htm,

⁴²⁴ Lásd CREMERS, Martijn K. J., NAIR, Vinay B., KOSE, John, *Takeovers and the Cross-Section of Returns*, *The Review of Financial Studies*, Vol. 22. No. 4. (2009) 1409-1410. old.

⁴²⁵ Évekre lebontva ez az alábbiak szerint alakult a negyedik vállalatfelvásárlási hullám során az amerikai piacon: 1980-ban 1558 ügylet átlagosan 70.53% prémiumot fizetett. 1981-ben 2328 ügylet átlagosan 61.36% prémiumot fizetett. 1982-ben 2298 ügylet átlagosan 49.92% prémiumot fizetett. 1983-ban 2393 ügylet átlagosan 48.19% prémiumot fizetett. 1984-ben 3172 ügylet átlagosan 37.02% prémiumot fizetett. 1985-ben 3474 ügylet átlagosan 42.24% prémiumot fizetett. 1986-ban 4435 ügylet átlagosan 36.40% prémiumot fizetett. 1987-ben 4003 ügylet átlagosan 37.85% prémiumot fizetett. 1988-ban 3793 ügylet átlagosan 42.65% prémiumot fizetett. 1989-ben 3692 ügylet átlagosan 38.52% prémiumot fizetett. Lásd ANJIER, John C., *COMMENTS-Anti-takeover Statutes, Shareholders, Stakeholders and Risk*, *Louisiana Law Review*, Vol. 51. Issue 3. (1991) 586-587. old.

⁴²⁶ Lásd FITZGIBBON, Tiernan, *An Analysis of the Takeover Code's Treatment of an Acquiring Company's Shareholders; Stealing From the Rich to Give to the Already Wealthy?* *King's Student Law Review*, Vol. 2. Issue 2. (2010) 57. old.; JENSEN, Michael C., *Takeovers: Their Causes and Consequences*, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2. (1988) 21-22. old.

⁴²⁷ Lásd FITZGIBBON, Tiernan, *An Analysis of the Takeover Code's Treatment of an Acquiring Company's Shareholders; Stealing From the Rich to Give to the Already Wealthy?* *King's Student Law Review*, Vol. 2, Issue 2, (2010) 52., 56-57. old.; ENRIQUES, Luca, *The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive. Harmonization Without Foundation?*, *European Company and Financial Law Review*, Vol. 1. Issue 4. (2004.) 453. old.

⁴²⁸ Lásd ANJIER, John C., *Anti-Takeover Statutes, Shareholders, Stakeholders and Risk*, *Louisiana Law Review*, Vol. 51. Issue 3. (1991) 586-587. old.

alapján nekik a vállalatfelvásárlás valamely előnyös hatásának (pl. szinergisztikus előnyök, erősödő menedzsment, piaci erő stb.) következtében megemelkedett részvényárfolyamból⁴²⁹ kellene részesülniük.⁴³⁰ Még mélyebben megvizsgálva ugyanakkor ez a kép korántsem tűnik ennyire kedvezőnek az ajánlattevő részvényesei szempontjából.⁴³¹ Ők ugyanis – számos okból – veszteseivé válhatnak a vállalatfelvásárlási tranzakciónak. Ennek indokát pedig – mint számos más esetben is – alapvetően a társaság menedzsmentje és tulajdonosai közötti eltérő érdekekre (tehát megbízó-ügynök problémára) vezethetjük vissza. Bár ezeket az érdekeket általában egyesíti a társaság nyereségességének és részvény-árfolyamának erősítésére vonatkozó igény, a vállalatfelvásárlási tranzakciók speciális jellege miatt ez az érdekegység jelentősen meg bomolhat. Hogy ez az aggodalom nem alaptalan, jól mutatja a híres befektetési gurunak, Warren Buffet-nek a Berkshire Hathaway társaság 1981-es éves jelentésében tett megállapítása. Ez alapján a vállalatok vezetői hajlamosak túlértékelni jövőbeli tevékenységüknek a felvásárolt vállalatok nyereségességére gyakorolt hatását. Különösen érzékennyé teszi a helyzetet, hogy az akvizíciókról való döntéshozatal jelentős részben a

⁴²⁹ Ennek mértékét az Egyesült Államokban az 1980-as évek elején készült kutatás is csak kb. 4%-ra teszi. Ugyanakkor kiemeli azt is, hogy számos esetben nem jelentkezett ilyen hozam. Egyes esetekben pedig a cégek pénzt vesztek az akvizíciós tevékenység következtében. Lásd ANJIER, John C., *Anti-Takeover Statutes, Shareholders, Stakeholders and Risk*, Louisiana Law Review, Vol. 51. Issue 3. (1991) 587. old., RUBACK, Richard S. és JENSEN, Michael C., *The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence*. Journal of Financial Economics, Vol. 11. (1983) 5-50. old. Elérhető: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=244158> vagy <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.244158>. Ugyanakkor az Egyesült Államokból származó tapasztalatok alapján számos esetben egyáltalán nem is volt hozamnövekedés. Bizonyos esetekben pedig a cégek pénzt vesztek a vállalatfelvásárlás vagy egyesülés következtében. Mindazonáltal egyes szerzők úgy vélik, hogy az akvizíció értéknövelő hatása már megjelenik a részvényárakban azelőtt, mielőtt a konkrét akvizíció lezajlana. Lásd SCHIPPER, Katherine, THOMPSON, Rex, *Evidence on the Capitalized Value of Merger Activity for Acquiring Firms*, Journal of Financial Economics, Vol. 11. (1983) 85-119. old.; ANJIER, John C., *Anti-Takeover Statutes, Shareholders, Stakeholders and Risk*, Louisiana Law Review, Vol. 51. Issue 3. (1991) 587. old.

⁴³⁰ Lásd FITZGIBBON, Tiernan, *An Analysis of the Takeover Code's Treatment of an Acquiring Company's Shareholders; Stealing From the Rich to Give to the Already Wealthy?* King's Student Law Review, Vol. 2. Issue 2. (2010) 52., 55. old.

⁴³¹ Athanasios Koulouridas kutatásai során számos amerikai és brit kutatást összegzett az ajánlattevő társaság részvényárfolyamának változásairól az akvizíció előtti és azt követő időszakban. Az empirikus bizonyítékok meggyőzően abba az irányba mutattak, hogy míg a céltársaságok részvényesei komoly prémiumban részesülnek részvényeik piaci árához képest, addig az ajánlattevő társaságok részvényesei jelentős részvényár-csökkenéssel kénytelenek szembenézni. Koulouridas hivatkozik Alan Gregory 1997-ben született tanulmányára, mely a brit vállalatok körében az 1984-1992 közötti időszakban lezajlott, 10 millió fontnál nagyobb értékű sikeres vállalatfelvásárlási ügyleteket vizsgálta. A vizsgálat arra a következtetésre jutott, hogy a nagy belföldi akvizíciókat végrehajtó brit vállalatok részvényár-teljesítménye túlnyomórészt negatív hosszú távon. Az ajánlattevő részvényeseinek pedig nem csupán az akvizícióból adódó részvényár-csökkenéssel és az ebből adódó veszteséggel kell szembenézniük. A részvényárfolyam talpra állásáig mintegy be vannak zárva a társaságba, hacsak nem akarják realizálni veszteségüket. Lásd FITZGIBBON, Tiernan, *An Analysis of the Takeover Code's Treatment of an Acquiring Company's Shareholders; Stealing From the Rich to Give to the Already Wealthy?* King's Student Law Review, Vol. 2. Issue 2. (2010) 58. old.

vállalatot vezető menedzsment hatáskörébe tartozik, általában a részvényesek számára csak csekély beleszólási lehetőség adódik ezekbe az ügyletekbe.⁴³²

*Athanasios Koulouridas*⁴³³ *The Law and Economics of Takeovers* című könyvében⁴³⁴ több elméleti megközelítést is megfogalmaz azzal kapcsolatban, hogy miért nem egyértelműen előnyös az ajánlattevő társaság és annak részvényesei számára a menedzsment által kezdeményezett valamennyi vállalatfelvásárlási ügylet. E tranzakciók az alább felvázolt elméletek alapján nem szükségszerűen szolgálják az ajánlattevő részvényeseinek legjobb érdekét.⁴³⁵

Egyrészt a menedzsment presztízsének illetve javadalmazásának emelésére, valamint az esetleges előléptetési lehetőségek kihasználására „birodalomépítésbe” bonyolódhat (lásd birodalomépítő elmélet).⁴³⁶ Ezzel kapcsolatban érdemes megemlékeznünk *Richard Roll*⁴³⁷ professzor kutatásairól. Álláspontja szerint a vállalatfelvásárlások során az ajánlattevők tendenciózusan hajlamosak túlzott árat fizetni a céltársaság részvényeire.⁴³⁸ Ezt az ún. *hübrisz* (arrogancia, gőg) elméletben fejtette ki. Bemutatta, hogyan vezethet a személyes egoizmus és a vállalati gőg túlfizetéshez.⁴³⁹ Ezt az elképzelést megerősíteni látszik *Lucian A. Bebchuk* professzor érvelése is. A professzor kifejti ugyanis, hogy az ajánlattevő menedzsmentjét részben az irányítása alatt álló társaság méretének növelése motiválhatja. *Bebchuk* professzor szerint is széleskörűen elfogadott, hogy a menedzsment általában előnyben részesíti az általuk irányított vállalat méretének növelését, ugyanis így jövedelmük

⁴³² Lásd FITZGIBBON, Tiernan, *An Analysis of the Takeover Code's Treatment of an Acquiring Company's Shareholders; Stealing From the Rich to Give to the Already Wealthy?* King's Student Law Review, Vol. 2. Issue 2. (2010) 52. old.

⁴³³ Athanasios Koulouridas a görögországi Athens University of Economics and Business tanára.

⁴³⁴ Lásd KOULOURIDAS, Athanasios, *The Law and Economics of Takeovers* (Hart, Oregon 2008)

⁴³⁵ Lásd FITZGIBBON, Tiernan, *An Analysis of the Takeover Code's Treatment of an Acquiring Company's Shareholders; Stealing From the Rich to Give to the Already Wealthy?* King's Student Law Review, Vol. 2. Issue 2. (2010) 55. old.

⁴³⁶ Lásd FITZGIBBON, Tiernan, *An Analysis of the Takeover Code's Treatment of an Acquiring Company's Shareholders; Stealing From the Rich to Give to the Already Wealthy?* King's Student Law Review, Vol. 2. Issue 2. (2010) 55. old.

⁴³⁷ Richard Roll a University of California Los Angeles Anderson School of Management alkalmazott pénzügyek professzora.

⁴³⁸ Ilyen túlfizetésre lehet példa az Egyesült Államokból a Paramount Viacom általi felvásárlása. A piaci reakciókból ítélve arra a következtetésre lehet jutni, hogy a Viacom 1,5 milliárd dollárral túlfizetett, amikor 9,2 milliárd dollárért megvásárolta a Paramountot 1994 februárjában. Ez az eset alkalmas Roll professzor érvelésének alátámasztására. Lásd HIETALA, Pekka, KAPLAN, Steven N., ROBINSON, David T., *What is the Price of Hubris? Using Takeover Battles to Infer Overpayments and Synergies*, 1., 31–32. old. Elérhető (2010. augusztus 12.): http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=242098.

⁴³⁹ Lásd ROLL, Richard, *Empirical Evidence in Takeover Activity and Shareholder Wealth*, in Knights, Raiders and Targets (Szerk.: COFFEE, John C. Jr., LOWENSTEIN, Louis, ROSE-ACKERMAN, Susan, Oxford University Press, New York, 1988.) 249–250. old.; PRENTICE, Robert A., LANGMORE, John H., *Hostile Tender Offers and the Nancy Reagan Defense: May Target Boards Just Say No-Should They be Allowed To*; Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 15. Issue 2. (1990.) 457–458. old.; HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 374–375. old.

illetve ún. mellékjövedelmeik (*perquisite*)⁴⁴⁰ általában növekednek a vállalat méretével párhuzamosan.⁴⁴¹ Szintén vonzó lehet a menedzserek számára, hogy egy ilyen nagyléptékű és komplex tranzakció esetén akvizíciós szakértőként tevékenykedhessenek.⁴⁴² Ezeket a törekvéseiket pedig indokolt lenne figyelembe venni a jelentősebb akvizíciókról való döntéshozatal során.

Kouloridas továbbá a *Michael C. Jensen* professzor által is hivatkozott *szabad pénzáram hipotézisből* kiindulva hangsúlyozza, hogy a társaság szabad forrásai felett azok a menedzserek rendelkeznek, akik előnyben részesítik a vállalat méretének növekedését a profit részvényesek számára való kiosztásával szemben (ennek legáltalánosabb módja az osztalékfizetés, melynek egy előnyös alternatíváját jelenthetik a menedzsment szempontjából a saját-részvény tranzakciók is⁴⁴³). Ezzel párhuzamosan pedig fennáll a veszélye, hogy ezeket a szabad forrásokat szuboptimális befektetési lehetőségekre fordítják. Ez pedig a részvényesek számára kétszeresen is fájdalmas lehet. Nem csupán előnytelen befektetésekre fordítódnak ezek a források, hanem még a források nem hatékony felhasználásából adódó árfolyamvesztéséget is el kell szenvedniük.⁴⁴⁴ A harmadik releváns érv az lehet, hogy a menedzsment mintegy védekező mechanizmusként (és így saját hatalma megőrzésének eszközeként) alkalmazhatja az akvizíciókat. Ennek az a háttere, hogy egy nagyobb vállalatot általában nehezebb felvásárolni. Egyrészt nagyobb költségvonzata van, de egyébként is bonyolultabbak ezek az ügyletek, és gyakrabban merülnek fel versenyjogi aggályok is velük kapcsolatban. Így alapvetően a vállalatfelvásárlás veszélye csökken a társaság méretének növekedésével.⁴⁴⁵

Fentiek alapján érdekes, hogy az ajánlattevő társaság részvényesei és menedzserei közötti érdekellentét szabályozására a vállalatfelvásárlási (és egyéb társasági jogi) szabályok sem térnek ki, ezt a területet érintetlenül hagyják. Így az a képzetünk lehet, hogy a jogi

⁴⁴⁰ Lásd RAJAN, Raghuram G., és WULF, Julie, *Are Perks Purely Managerial Excess?*, National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 10494 (2004. május) Elérhető (2015. május 11.) <http://www.nber.org/papers/w10494.pdf>

⁴⁴¹ Lásd BEBCHUK, Lucian A., *The Case for Facilitating Competing Tender Offers*, Harvard Law Review, Vol. 95. (1982) 1033. old.

⁴⁴² Lásd FITZGIBBON, Tiernan, *An Analysis of the Takeover Code's Treatment of an Acquiring Company's Shareholders; Stealing From the Rich to Give to the Already Wealthy?* King's Student Law Review, Vol. 2. Issue 2, (2010) 55. old.

⁴⁴³ Lásd HALÁSZ, Vendel, *Érdekellentétek a saját részvénytársaság területén*, Magyar Jog, 11. sz. (2012) 677-689. old.

⁴⁴⁴ Lásd FITZGIBBON, Tiernan, *An Analysis of the Takeover Code's Treatment of an Acquiring Company's Shareholders; Stealing From the Rich to Give to the Already Wealthy?* King's Student Law Review, Vol. 2. Issue 2, (2010) 55. old.

⁴⁴⁵ Lásd FITZGIBBON, Tiernan, *An Analysis of the Takeover Code's Treatment of an Acquiring Company's Shareholders; Stealing From the Rich to Give to the Already Wealthy?* King's Student Law Review, Vol. 2. Issue 2, (2010) 55. old.

szabályozás erőteljesebb védelemben részesíti a céltársaság részvényeseit (akik számára a vállalatfelvásárlás alapvetően felárral kecsegtet), mint az ajánlattevőit (akik számára korántsem ilyen egyértelmű a tranzakcióból való előnyszerzés). Így a vállalatfelvásárlási tranzakciók során felmerülhet az ajánlattevő társaság részvényeseinek érdekséreleme.

Éppen ezért megfontolandó *John C. Coffee* professzornak az a felvetése, mely szerint lehetőséget kellene biztosítani az ajánlattevő részvényeseinek egy – számukra nem előnyös – vállalatfelvásárlási ajánlat megvétőzésára. Ez a megoldás képes lenne elejét venni az ajánlattevő részvényesei által esetlegesen elszenvedett érdeksérelemnek. Szintén felmerülhet az a szabályozási javaslat, mely szerint az ajánlattevőnek már előzetesen a részvényesei jóváhagyását kellene kérnie a közgyűlésen a vállalatfelvásárlási ajánlatok megtételéhez.⁴⁴⁶ E lehetséges szabályozási modell alkalmazása ugyanakkor nehézségekbe ütközhet. Egy ajánlat ugyanis dinamikus, változhat (azaz éldául emelkedhet a felajánlott ellenérték), ha versengő ajánlattevők lépnek fel. Így ha minden alkalommal részvényesi jóváhagyást kell kérnie az ajánlattevő társaság menedzsmentjének, az rendkívül nehézkesé tenné ezt a folyamatot. A vállalatfelvásárlási ajánlatok kötelező utólagos részvényesi jóváhagyásra bocsátása pedig önmagában egy jelentős bizonytalansági elemet jelentene az ajánlattételi folyamatban, mely elbizonytalaníthatná az ajánlatot elfogadni szándékozó részvényeseket.⁴⁴⁷ A gyakorlatban is alkalmazható szabályozási javaslat lehet viszont, hogy az ajánlattételről történő részvényesi szavazás csupán akkor történjen meg, ha az ajánlattevő részvényeseinek bizonyos százaléka (*Coffee* példája alapján egy százaléka) ellenvetést nyújt be az ajánlattal kapcsolatban, meghatározott időtartamon (pl. 10 napon) belül. Ellenvetéssel kapcsolatos kezdeményezést csak azok a részvényesek nyújthatnának be, akik már az ajánlattételt megelőzően is rendelkeztek az ajánlattevő társaság papírjaival. Ez annak megakadályozására szolgál, hogy a céltársaság ne próbálhassa meg részvénytulajdonosokkal el lehetetleníteni az ajánlatot, vagy ezzel az eszközzel élve késleltetni az ajánlat sikerét. Az ajánlattevő méretéhez képest kis jelentőségű akvizíciókat pedig mentesíteni lehetne ez alól a szabályozás alól.⁴⁴⁸

Érdekes ugyanakkor, hogy sem az Európai Unió, sem az Egyesült Államok nem fogadott el ide vonatkozóan speciális szabályokat.

Az Európai Unióban közösségi szinten nem találunk a vállalatfelvásárlások során felmerülő ezen érdekellentétre vonatkozó releváns szabályozást sem a 2004/25/EK irányelvben, sem

⁴⁴⁶ Lásd COFFEE, John C., *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, Columbia Law Review, Vol. 84. Issue 5. (1984) 1269–1270. old.

⁴⁴⁷ Lásd COFFEE, John C., *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, Columbia Law Review, Vol. 84. Issue 5. (1984) 1270–1272. old.

⁴⁴⁸ Lásd COFFEE, John C., *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, Columbia Law Review, Vol. 84. Issue 5. (1984) 1271. old.

pedig a vállalatok ügyvezető/irányító testületének tevékenységét szabályozó (például közgyűlési jóváhagyást bizonyos ügyletekhez előíró) más jogforrásokban.⁴⁴⁹ A részvényesek érdeksérelmének elkerülését bizonyos mértékben segítheti a részvényesek számára garantált kisebbségi jogok gyakorlása. Az Európai Unióban ebben a tekintetben a 2007/36/EK irányelv⁴⁵⁰ rendelkezéseit indokolt bemutatni. Amennyiben például egy akvizíció sérti a (kisebbségi) részvényesek érdekét, az irányelv 6. cikkének a közgyűlés napirendjének bővítéséhez és határozattervezet előterjesztéséhez való jogra vonatkozó szabályozása alapján jogukban áll pontokat felvetetni a közgyűlés napirendjére, illetve a közgyűlés napirendjén szereplő vagy az arra felveendő napirendi pontokkal kapcsolatban határozattervezetet előterjeszteni. E jog gyakorlását a tagállamoknak az alaptőke 5 %-ával rendelkező részvényesek számára már biztosítaniuk kell.⁴⁵¹ Ugyanakkor ez a szabály még nem biztosítja a közgyűlés összehívását.⁴⁵² Amennyiben erre lehetőséget ad a jogi szabályozás (vagy az alapszabály) a részvényesek számára, akkor is azzal a problémával szembesülnek, hogy a vállalatfelvásárlási ügyleteket gyakran titokban készítik elő, és ők is csak annak nyilvánosságra hozatalát követően szereznek tudomást róla. Éppen ezért kérdéses, hogy egy már megtett vállalatfelvásárlási ajánlat esetében egy később összehívott közgyűlés (speciális, ide vonatkozó szabályozás hiányában) milyen garanciát nyújthat az ajánlattevő részvényeseinek érdekei szempontjából. A részvényesi aktivitás megszervezéséhez (melyet egyébként is gyengít a *kollektív fellépés problémája*), illetve a közgyűlés összehívásához szükséges időt figyelembe véve egy már megtett, vagy éppen már le is zárult vállalatfelvásárlási ajánlat kapcsán az ajánlattevő részvényeseinek kevés esélye van a hatékony fellépésre. Így speciális szabályozás hiányában az egyetlen hatékony megoldás az marad, ha a társaságok részvényesei bizonyos jelentős akvizíciók lebonyolítását a közgyűlés előzetes hozzájárulásához kötik az alapszabályban. Ugyanakkor ez a megoldás jelentősen

⁴⁴⁹ Ide értve különösen a 2012/30/EU irányelvet, mely például az alaptőke felemelése, a tőke pénzbeli hozzájárulás ellenében történő felemelése kapcsán előírt elővásárlási jog kizárása, a saját részvények megszerzése stb. kapcsán ír elő közgyűlési döntéshozatalt. Még ajánlati szinten sem találunk erre vonatkozóan szabályokat. Pedig felelős társaságirányítási kérdések szabályozása kapcsán az Európai Unió ezt a jogforrást is alkalmazhatja, mint ahogy arra jó példa a 2002/913/EK ajánlás, mely a részvényalapú juttatások kapcsán biztosítja a részvényesi döntéshozatalt.

⁴⁵⁰ Az Európai Parlament és a Tanács 2007/36/EK irányelve (2007. július 11.) az egyes részvényesi jogok gyakorlásáról a tőzsdén jegyzett társaságokban

⁴⁵¹ 2007/36/EK irányelv 6. cikk (1), (2)

⁴⁵² A hazai szabályozásban ugyanakkor a 2013. évi V. törvény a Polgári Törvénykönyvről 3:103. § tartalmazza, hogy a gazdasági társaság azon tagja vagy tagjai, akik együttesen a szavazati jogok legalább öt százalékával rendelkeznek, az ok és a cél megjelölésével bármikor kérhetik a társaság legfőbb szerve ülésének összehívását vagy a legfőbb szerv ülés tartása nélküli döntéshozatalt. Ugyanakkor nyilvánosan működő részvénytársaságban hazánkban a kisebbségi jogok gyakorlására együttesen a szavazatok legalább egy százalékával rendelkező részvényesek jogosultak. Ehhez hasonló szabályozást láthatunk a német Aktiengesetz § 122 (1)-ben (Einberufung auf Verlangen einer Minderheit). Ez alapján a közgyűlés összehívására alapvetően az alaptőke 5%-át megtestesítő részvényesek kérelmére van lehetőség.

csökkentheti az üzleti rugalmasságot, illetve a vállalatfelvásárlások sikeréhez gyakran szükséges „meglepetés erejét”. Ilyen szabályozást találhatunk hazánkban például a Richter Gedeon Vegyészeti Gyár Nyrt. alapszabályában.⁴⁵³

A fentieket figyelembe véve érdemes megfontolni *John C. Coffee* professzor azon felvetését, hogy a vállalatfelvásárlási ügyletekhez kapcsolódó egyik fontos érdekellentét – a jelenlegi szabályozási irányokkal szemben – éppen az ajánlattevő menedzserei és részvényesei között merülhet fel, és ennek szabályozása is indokolt lehet.⁴⁵⁴

3. A céltársaság részvényeseit érintő érdekkonfliktusok és szabályozásuk az Európai Unióban és az Egyesült Államokban

3.1. A céltársaság részvényeseit érintő érdekkonfliktusok

3.1.1. Bevezető

Az alábbiakban bemutatjuk a céltársaságok részvényeseit érintő jelentősebb érdekkonfliktusokat, melyekre a vállalatfelvásárlási szabályozás kialakítása során figyelmet kell fordítani. Tekintettel arra, hogy a koncentrált és a szórt részvényesi struktúrával rendelkező vállalatok felvásárlása bizonyos különbségeket mutat, ezért az itt jelentkező érdekkonfliktusokat külön látjuk indokoltnak bemutatni. Meg kell ugyanakkor jegyeznünk, hogy a vállalatfelvásárlásoknak a részvényesi döntéshozatal szempontjából vannak olyan alapvető jellegzetességei, melyeket mindkét esetben figyelembe kell vennünk. Ilyen az ajánlat elfogadása kapcsán a részvényesekre nehezedő kényszer, illetve a kollektív fellépés problémája.

A vállalatfelvásárlások során a részvényesi döntéshozatalt jelentősen torzító egyik tényező az ajánlatok elfogadása kapcsán a részvényesekre nehezedő kényszer problémája (“*pressure-to-tender*”). Ez az egyik oka annak, hogy a céltársaság részvényesei akkor is elfogadják egy felvásárlási ajánlatot, mikor egyébként jobban járnának annak elutasításával. Így például

⁴⁵³ A Richter Gedeon Vegyészeti Gyár Nyrt. Alapszabálya (A 2014. április 24-i évi rendes közgyűlésen elfogadott módosításokkal egységes szerkezetbe foglalt szöveg) 12. – A közgyűlés hatásköre - 12.1 A közgyűlés kizárólagos hatáskörébe tartozó kérdések o) pont alatt tartalmazza: „*döntés más társaság megszerzéséről, vagy alaptőkéje/törzstőkéje egy részének megszerzéséről, és/vagy bármilyen társaság alapításáról, ha bármelyik ügylet egy üzleti évre vetített pénzügyi kihatása a Társaság legutolsó auditált mérleg szerinti saját vagyoniának harminc százalékát (30%) eléri vagy meghaladja (jelenlevők egyszerű többsége, de legalább az összes szavazati jogot megtestesítő részvény 20%-a + 1 szavazat).*” Elérhető (2014. október 13.): <http://bet.hu/newkibdata/117464550/RCH140718OR01H.pdf>,

⁴⁵⁴ Lásd COFFEE, John C., *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, Columbia Law Review, Vol. 84. Issue 5. (1984) 1269-1272. (Ugyanakkor Coffee szerint még nem bizonyított egyértelműen, hogy milyen gyakran történik ajánlattevői túlfizetés. A felvetés azonban komoly jelentőséggel bír álláspontom szerint.)

abban az esetben, ha a független céltársaság tényleges értéke magasabb, mint a felajánlott ellenérték. A részvényesek abból adódó aggodalmukból lehetnek hajlandóak erre, hogy annak ellenére is megszerezheti a vállalat feletti irányítást az ajánlattevő, ha ők nem ajánlják fel részvényeiket. Ebben az esetben pedig alacsony (és esetleg egyre alacsonyabb) értékű kisebbségi részesedésükkel maradnának hátra a céltársaságban.⁴⁵⁵ Az ezzel kapcsolatos részvényesi aggodalmakat az alábbiak szerint összegezhetjük. A részvényesek először is tartanak attól, hogy a felvásárlást követően jelentősen csökken a céltársaság papírjainak likviditása, és ez befolyásolja a részvények értékesítésének lehetőségét (ez a likviditási hatás). Ezzel párhuzamosan pedig potenciálisan csökkenti azok árát a piacon (árhatás). A likviditási hatás a kisebb vállalatok esetében a legszembetűnőbb, ahol az egyébként is alacsony likviditás tovább csökken. Az árhatás valószínűleg minden esetben bekövetkezik. A befektetők, kiemelten a nagy nemzetközi intézményi befektetők ugyanis feltehetően felszámolják részesedésüket egy korlátozott közkészánnyal rendelkező, jelentős pakett-tulajdonos által irányított vállalatban. A másik jelentős problémakör a vállalat feletti irányítás egyéni hasznainak esetleges kihasználása. A részvényesek ugyanis tartanak attól, hogy az irányító részvényes bizonyos mértékben értéket von ki a társaságból más részvényesek rovására, a vállalat feletti irányításból származó egyéni előnyök helyteleníthető kisajátításával. Az erre való képesség a jogrendszer egészétől, illetve különösen a kapcsolt felekkel és vállalkozásokkal folytatott ügyletek sajátosságaitól, szabályozásától függ. Ez alapján a kisebbségi részvényesek kényszerítve vannak (illetve kényszerítve érzik magukat) az ajánlat elfogadására, még akkor is, ha ez nem szolgálja kollektív érdeküket. Ennek eredményeként pedig az ajánlattevő képes lehet alacsony felár fizetésével megszerezni egy céltársaságot, mely csupán kis részét teszi ki a vállalatfelvásárlás következtében megszerzett haszonnak.⁴⁵⁶ Felmerülhet a kérdés, hogy miért nem lépnek fel a részvényesek közösen egyes, általuk nem kellően vonzóknak talált ajánlatokkal szemben. Erre adhatja meg a választ a kollektív fellépés problémája. A kollektív fellépés problémája ugyanis a szórt részvényesi struktúrában tapasztalható részvényesi passzivitás magyarázatául szolgálhat. A részvényesek magatartását gyakran egy racionális apátia jellemzi. A közgyűlési döntéshozatalban való érdemi részvételhez szükséges információk megszerzése és feldolgozása ugyanis gyakran jelentősebb tehernek tenné ki őket, mint amit ebből eredményként remélhetnének. Ez még akkor is igaz

⁴⁵⁵ Lásd BEBCHUK, Lucian A., *Pressure to Tender: An Analysis and a Proposed Remedy*, Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 12. Issue 3. (1987) 911. old.

⁴⁵⁶ Lásd The Takeover Bids Directive Assesment Report, 73. old. Elérhető (2014. október 18.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

lehet, ha a szavazatuk döntő fontosságúnak bizonyul.⁴⁵⁷ Ez alapján az is evidens, hogy a kollektív fellépés problémája megakadályozza a (kis)részvényest abban, hogy számottevő napi szintű ellenőrzést gyakoroljon a vállalati döntéshozatal felett.⁴⁵⁸ Így eltántorítja őket a vállalati döntéshozatalban való részvételtől, hogy egy (kis)részvényes szavazata csak csekély mértékben tudja befolyásolni azt. Az együttes fellépés megszervezése pedig jelentős költségeket róhat a kisérszvényesekre, míg hasznai egyetemesek lennének köztük. Például, ha részvényesek egy csoportja felismerné, hogy egy bizonyos közgyűlési javaslat csökkenti a részvényesi jólétet, az ún. *potyautas-probléma* („*free rider*” *problem*) valószínűleg eltántorítaná őket attól, hogy megszervezzék ennek ellenzékét. Minden részvényes nyerne ugyanis az ellenállásból, de még többet nyernének akkor, ha más részvényesek viselnék ennek költségét. Mivel semmilyen kötelező költség-megosztási mechanizmus nem érvényesül ilyen helyzetekre, és mivel egy részvényes sem tudja a javaslat legyőzéséből eredő hasznot teljes mértékben megszerezni, így nem lesz jelen kellő ösztönzés az ellenzék megszervezésére.⁴⁵⁹ Ez az oka annak, hogy számos részvényes a fent említett „apátiával” szemléli a társaságot és a közgyűlési döntéshozatalt, különösen a magas köztulajdoni hányaddal rendelkező részvényesi struktúrában. Mivel nem célszerű számára jelentős költséget és időt fektetni a közgyűlési javaslatok megismerésébe, nem mérlegeli körültekintően e javaslatokat, hanem a menedzsmenttel szavaz. Amennyiben pedig probléma merül fel, egyszerűen értékesíti részvényeit és elhagyja a társaságot.⁴⁶⁰ Tehát mivel a (kis)részvényesek (különösen a szórt tulajdonosi struktúrában) nem képesek koordinálni tevékenységüket, a vállalat feletti irányítás ténylegesen a menedzsment kezében összpontosul.⁴⁶¹

A fentiek érvényesülnek vállalatfelvásárlások során is. A legegyszerűbb megoldás a részvényes számára egy vállalatfelvásárlási ajánlat bejelentése esetén, ha értékesíti

⁴⁵⁷ Lásd GORDON, Jeffrey N., *Ties that Bond: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice*, California Law Review, Vol. 76. Issue 1. (1988.) 43. old

⁴⁵⁸ Lásd HUTCHISON, Harry G., *Director Primacy and Corporate Governance: Shareholder Voting Rights Captured by the Accountability/Authority Paradigm*, Loyola University Chicago Law Review, Vol. 36. Issue 4. (2005.) 1157-1158. old.

⁴⁵⁹ Lásd GORDON, Jeffrey N., *Ties that Bond: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice*, California Law Review, Vol. 76. Issue 1. (1988.) 43-45. old

⁴⁶⁰ Lásd GORDON, Jeffrey N., *Ties that Bond: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice*, California Law Review, Vol. 76. Issue 1. (1988.) 43-47. old.; MANNE, Henry G.: *Some Theoretical Aspects of Share Voting: An Essay in Honor of Adolf A. Berle*, Columbia Law Review, Vol. 64. Issue 8. (1964.) 1427. old.; WINTER, Ralph K. Jr., *State Law, Shareholder Protection and the Theory of the Corporation*, The Journal of Legal Studies, Vol. 6. Issue 1. (1977.); HUTCHISON, Harry G., *Director Primacy and Corporate Governance: Shareholder Voting Rights Captured by the Accountability/Authority Paradigm*, Loyola University Chicago Law Review, Vol. 36. Issue 4. (2005.) 1112-1201. old.

⁴⁶¹ Lásd HUTCHISON, Harry G., *Director Primacy and Corporate Governance: Shareholder Voting Rights Captured by the Accountability/Authority Paradigm*, Loyola University Chicago Law Review, Vol. 36. Issue 4. (2005.) 1135.

részvényeit. Ekkor szinte biztosan haszonra tud szert tenni, és semmilyen releváns költség nem kapcsolódik e stratégia követéséhez.⁴⁶²

3.1.2. A céltársaság részvényeseit érintő érdekkonfliktusok a koncentrált tulajdonosi struktúrában

A koncentrált tulajdonosi struktúrával rendelkező vállalatok esetében vállalatfelvásárlási helyzetben a legtipikusabb a többségi és a kisebbségi részvényesek között megfigyelhető érdekkonfliktus. A vállalatok feletti irányítás megszerzésének költséghatékony módja lehet ugyanis ebben az esetben a pakett-tulajdonossal való megállapodás tulajdoni hányadának megvásárlásáról. Ekkor a pakett-tulajdonos jelentős, akár a vállalat feletti irányítást biztosító részvénytulajdonosi csomagot értékesíthet az ajánlattevőnek külön megállapodásuk alapján. Az ajánlattevő a vállalatfelvásárlásból remélt haszon egy részét pedig felajánlja ezért cserébe a céltársaság pakett-tulajdonosának, míg a céltársaság kisebbségi részvényesei kimaradnak az előnyös ügyletből.⁴⁶³

A kontinentális Európa legtöbb államában az 1980-as évekig (az 1980-as évek második feléig⁴⁶⁴) az ellenséges vállalatfelvásárlások olyan ritkák voltak⁴⁶⁵, hogy a jogalkotó a speciális szabályozás megalkotását szükségtelennek ítélte. Ennek indoka az volt, hogy az akvizíciók döntően az ajánlattevő és a céltársaság menedzsmentje közötti tárgyalások eredményeként jöttek létre a tőzsdéken kívül. A kontinentális Európában jelen lévő koncentrált tulajdonosi struktúrában⁴⁶⁶ az ellenséges vállalatfelvásárlás leginkább az irányítást

⁴⁶² The Takeover Bids Directive Assesment Report, 73. old. Elérhető (2014. október 18.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁴⁶³ Lásd MAGNUSON, William, *Takeover Regulation in the United States and Europe: an Institutional Approach*, Pace International Law Review, Vol. 21. Issue 1. (2009.) 211-212. old.

⁴⁶⁴ Lásd BERGLÖF, Erik, BURKART, Mike, *European Takeover Regulation*, Economic Policy, Vol. 18. Issue 36. (2003) 186. old.

⁴⁶⁵ Az elmúlt két évtizedben mutatott csak a vállalatfelvásárlások száma növekedést az Európai Unióban. Az 1990-es évek jelentős vállalatfelvásárlási hulláma idején az európai M&A (Mergers and Acquisitions, azaz fúziók és vállalatfelvásárlások) tevékenység gyors fejlődést mutatott, majdnem beérve az amerikai 1999-re. Az európai tőkepiacon 1999-ben 369 ellenséges vállalatfelvásárlási ajánlat volt (szemben a 20 amerikaival). Ez jelentős növekedés, hiszen 1996-ban csupán 14, 1997-ben 7, 1998-ban 5, 2000-ben pedig 35 volt. A 2000-es év tőzsdei összeomlása ugyanakkor jelentősen visszavetették az európai M&A aktivitást (41%-os csökkenés). A csökkenés tovább folytatódott 2001 és 2003 között, de 2003 és 2007 között már növekedés volt tapasztalható a monetáris politikában és a részvénytúzáron tapasztalható változásoknak köszönhetően. Így az M&A tranzakciók száma a 2001-től 2007-ig terjedő időszak vonatkozásában évi 200-zal emelkedett. A 2001-től az M&A aktivitásban előállt növekedés az Európai Unióban a piaci integritás magasabb szintjével és a hozzáférhető új finanszírozási mechanizmusokkal magyarázható. Lásd MCCAHERY, Joseph A., VERMEULEN, Erik P. M.: *Does the Takeover Bids Directive Need Revision?*, *TILEC Discussion Paper No. 2010-006*, 14–15. old. Elérhető (2010. június 10.): http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1547861,

⁴⁶⁶ Lásd GILSON, Ronald J., *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, Harvard Law Review, Vol. 119. Issue 6. (2006) 1645–1646. old. Mara Faccio és Larry H. P. Lang 2002-ben publikált kutatásai szintén megerősítik, hogy a kontinentális Európa legtöbb államában a nyilvánosan működő részvénytársaságok részvényeinek (közel) többsége egy, kettő vagy kis csoport részvényes

biztosító részvénytársaság tulajdonosával történő tárgyalást jelentette, így az egy zártkörűen működő részvénytársaság megvásárlásához volt hasonló.⁴⁶⁷ Azért nem tudott Európában valódi ellenséges vállalatfelvásárlás kibontakozni, mivel nem lehetett sikeres az ajánlat a társaságot irányító részvényes beleegyezése nélkül.⁴⁶⁸ A kontinentális Európában a részvényesi struktúra bizonyos mértékű átalakulása már utat nyitott az ellenséges felvásárlások kibontakozásának, ugyanakkor egy pakett-tulajdonos jelenléte bármilyen felvásárlási törekvést jó eséllyel képes lehet leszerelni. A koncentrált tulajdonosi struktúra megbízható pakett-tulajdonossal ugyanis a vállalatfelvásárlások ellen hatékony védelmet biztosíthat.⁴⁶⁹

A fent leírt felvásárlási technika tulajdonképpen a magántársaságok felvásárlásához teheti hasonlóvá egy koncentrált tulajdonosi struktúrával rendelkező tőzsdei cég felvásárlását.⁴⁷⁰ Ez a megoldás az ajánlattevőnek több szempontból is előnyös. Egyrészt nyilvánvalóan a felvásárlás járulékos költségei csökkennek, hiszen egy részvényessel (részvényesi csoporttal) való megállapodás elég a vállalat feletti irányítás megszerzéséhez. Így nem kell nagyszámú részvényessel külön tárgyalásokat folytatni részesedésük eladásáról. Másrészt a vállalat feletti irányítás megszerzéséhez ebben az esetben nincs szükség nagyarányú nyílt piaci részvényvásárlásra, így nem érvényesül annak árfelhajtó hatása. A felvásárlási törekvésekhez kapcsolódó jelentős kereslet ugyanis erőteljes árfelhajtó hatású. Ezt a hatást erősíti, hogy a piaci szereplők a felvásárlási szándék nyilvánosságra kerülését követően tudatosan számolnak a céltársaság árfolyamának jelentős emelkedésével.⁴⁷¹ A pakett-tulajdonos számára is komoly előnyöket hordoz egy ilyen tranzakció. Egyrészt egyben értékesítheti (irányítást biztosító) részvénycsomagját, és így lehetővé válik számára a vállalat feletti irányítást biztosító részvénycsomagért járó felár (ún. kontroll-prémium, irányítási felár) teljes megszerzése.

kezésében van. Az Egyesült Királyságban és Írországban ugyanakkor a szórt részvényesi struktúra érvényesül. Lásd GOERGEN, Marc, MARTYNOVA, Marina, RENNEBOOG, Luc (European Corporate Governance Institute): *Corporate Governance Convergence: Evidence From Takeover Regulation* (2005. április) Elérhető (2010. június 25): http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=709023, 22. old.

⁴⁶⁷ Lásd BERGSTROM, Clas, HÖGFELDT, Peter, MACEY, Jonathan R., SAMUELSSON, Per, *The Regulation of Corporate Acquisitions: A Law and Economics Analysis of European Proposals for Reform*, Columbia Business Law Review, Vol. 1995. Issue 2. (1995) 505. old.

⁴⁶⁸ Lásd BERGSTROM, Clas, HÖGFELDT, Peter, MACEY, Jonathan R., SAMUELSSON, Per: *The Regulation of Corporate Acquisitions: A Law and Economics Analysis of European Proposals for Reform*, Columbia Business Law Review, Vol. 1995. Issue 2. (1995) 505. old.; HALÁSZ, Vendel-KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.)

⁴⁶⁹ Lásd BERGLÖF, Erik, & BURKART, Mike: *European Takeover Regulation*, Economic Policy, Vol. 18. Issue 36. (2003.) 185. old.; MAGNUSON, William, *Takeover Regulation in the United States and Europe: an Institutional Approach*, Pace International Law Review, Vol. 21. Issue 1. (2009.) 234. old.

⁴⁷⁰

⁴⁷¹ Lásd BERGLÖF, Erik, & BURKART, Mike: *European Takeover Regulation*, Economic Policy, Vol. 18. Issue 36. (2003.) 184-185. old.; LIPTON, Martin, *Corporate Governance in the Age of Finance Corporatism*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 136. No. 1. (1987) 15-16. old.

Másrészt – hacsak erre vonatkozóan nem fogadnak el külön szabályozást – a kontroll-prémiumon nem kell osztoznia más (kisebbségi) részvényesekkel, a kisorészesedések kizárásra kerülhetnek az ügyletből. Az irányító részesedést biztosító pakettekkel való kereskedés lehetősége biztosítja, hogy a kontroll-prémium jelentős részben a domináns részvénytulajdonos egyéni haszna legyen.⁴⁷²

Az ajánlattevőnek sem feltétlenül érdeke a kisebbségi részvényesek részvényeinek megvétele, hiszen a pakett-tulajdonossal kötött megállapodás alapján már megszerezte a vállalat feletti irányítást. Ez alapján a kisebbségi részvényesek érdeksérelmének veszélye fennáll ezekben a vállalatfelvásárlási helyzetekben. Egyrészt egy ajánlattevő a pakett-tulajdonossal kötött külön megállapodás segítségével kizárhatja őket a kontroll-prémiumból. Másrészt a pakett-tulajdonos személyének változásával párhuzamosan a vállalat üzletpolitikája megváltozhat, és ez hátrányosnak bizonyulhat számukra. Nem lehet kizárni, hogy egy ajánlattevő például – ezt megakadályozó hatékony jogi szabályozás hiányában – a kisorészesedések számára hátrányos üzletpolitikával törekszik részvényeik alacsony áron való eladására bírni őket. Szintén felmerülhet, hogy az új pakett-tulajdonos a vállalat felett megszerzett irányítást a vállalatból származó haszon kisajátítására használja fel, és abból kizárni törekszik más részvényeseket. Ebben a helyzetben (tekintettel az ajánlattevő üzletpolitikájára) a kisorészesedések vélhetően csak jelentős diszkonttal tudják értékesíteni részesedésüket más kisebbségi befektetőknek. Másik lehetőség, hogy az ajánlattevőnek értékesíthetik papírjaikat, aki – kihasználva pozícióját – vélhetően csak jóval a korábban kifizetett ár alatt veszi meg azokat, illetve társaságból való „kiszorításuk” során csak alacsony ellenértéket ajánl fel.⁴⁷³ Fentiekkel kapcsolatban ellenérvként hozhatjuk fel, hogy a kisebbségi részvényesek pozíciója abból a szempontból tulajdonképpen nem változott, hogy korábban is kisebbségi helyzetben voltak. Másrészt viszont kizárásuk a kontroll-prémiumból hátrányos számukra (ez nem egyeztethető össze a részvényesekkel való egyenlő elbánás jogos igényével sem). Az irányító részvényes személyében (és az általa képviselt üzletpolitikában) bekövetkező jelentős változás pedig szintén lényegesen szembemehet érdekeikkel. Ebben az esetben – amennyiben nincs hatályban ezt a helyzetet megnyugtatóan rendező szabályozási megoldás – hiányzik a

⁴⁷² Lásd BERGLÖF, Erik, & BURKART, Mike: *European Takeover Regulation*, Economic Policy, Vol. 18. Issue 36. (2003.) 174-175., 177, 185, 196-198. old.

⁴⁷³ Lásd MAGNUSON, William, *Takeover Regulation in the United States and Europe: an Institutional Approach*, Pace International Law Review, Vol. 21. Issue 1. (2009.) 211-212. old.

kisebbségi részvényesek számára a vállalatból megfelelő garanciákkal történő kiszállás lehetősége.⁴⁷⁴

3.1.3. A céltársaság részvényeseit érintő érdekkonfliktusok a szórt tulajdonosi struktúrával rendelkező társaságokban

A kisebbségi részvényesek érdekeinek sérelme szintén felmerülhet a szórt tulajdonosi struktúrában. Bár ebben az esetben az ajánlattevő helyzetét nehezíti, hogy nincs lehetősége a (vállalat felett irányítást gyakorló) pakett-tulajdonossal való megegyezésre, a kisebbségi részvényesek rovására – megfelelő szabályozás hiányában – mégis módot találhat az előnyszerzésre. Ilyen vállalatfelvásárlási módszer az Egyesült Államokban a részleges, illetve a kétlépcsős vállalatfelvásárlási ajánlat használata. A részleges vállalatfelvásárlási ajánlat egy olyan ajánlat, mely irányítást biztosít, ugyanakkor nem 100%-os részesedés megszerzésére irányul a céltársaságban. Ez azért hátrányos a részvényesek számára, mert úgy teszi lehetővé az ajánlattevőnek a vállalat feletti irányítás megszerzését, hogy közben egy kisebbségi részesedést birtokló részvényesi csoportot mintegy „fogjul ejt” a társaságban. Ők pedig csekély védelmet fognak élvezni a vállalat feletti irányítást megszerző részvényes esetleges önérdékű magatartásával (*self-dealing*) szemben. Szintén káros lehet számukra egy kedvezőtlen feltételekkel megvalósuló, ún. kiszorító egyesülés (*squeeze-out merger*). A részvényesekre pedig e kedvezőtlen pozícióba való „beragadás” lehetősége jelentős nyomást helyez, hogy felajánlják részvényeiket megvételre az ajánlattevőnek.⁴⁷⁵

Az ún. kétlépcsős, két lépésben megvalósuló ajánlat során az ajánlattevő képes konkrétan erőteljes nyomást kifejteni a céltársaság részvényeseire, hogy elfogadjanak egy ajánlatot. Ebben az esetben ugyanis az ajánlat második, előre bejelentett része az ún. kiszorító egyesülés (*squeeze-out merger*). Egy ilyen ajánlat során az ajánlattevő készpénz ellenértékért ajánlatot tesz a céltársaság irányítást biztosító részesedésére. Miután pedig megszerezte az irányítást, egy alacsonyabb ellenértéket kínáló második lépésben (melyben ellenértéknek általában értékpapírokat, számos esetben magas kockázatú, hátrасorolt értékpapírokat ajánlanak fel⁴⁷⁶)

⁴⁷⁴ Lásd BERGLÖF, Erik, & BURKART, Mike: *European Takeover Regulation*, Economic Policy, Vol. 18. Issue 36. (2003.) 196-198. old.; GOERGEN, Marc, MARTYNOVA, Marina, RENNEBOOG, Luc (European Corporate Governance Institute): *Corporate Governance Convergence: Evidence From Takeover Regulation* (2005. április) Elérhető (2010. június 25): http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=709023, 14-15. old.

⁴⁷⁵ Lásd LIPTON, Martin, *Corporate Governance in the Age of Finance Corporatism*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 136. No. 1. (1987) 17-18. old.

⁴⁷⁶ Lásd REED, Stanley Foster, LAJOUX, Alexandra Reed, NESVOLD, Peter H.: *The Art of M&A – A Merger/Acquisition Buyout Guide* (McGraw-Hill, New York, 2007) 118. old.; LIPTON, Martin, *Corporate*

beolvasztja a céltársaságot.⁴⁷⁷ Ezt a gyakorlatban úgy kell elképzelni, hogy például az ajánlattevő egy kellően attraktív nyilvános vételi ajánlatot jelent be a céltársaság részvényeinek jelentős, irányítást biztosító (mondjuk 51%-os) részére. Ezt követően megszerzi a céltársaság feletti irányítást. Az eddigi szórt részvényesi struktúra kisztrésvényesei pedig egy – a társasági döntéshozatalban domináns pozíciót betöltő – pakett-tulajdonossal találják szembe magukat. Ez számukra mindenképpen új helyzetet jelent. Egyrészt ebben az esetben ki vannak szolgáltatva a pakett-tulajdonos üzletpolitikájának. Ez pedig nyilvánvalóan saját érdekeire és célkitűzéseire fog koncentrálni. Másrészt részvényeiket ebben az esetben nyilvánvalóan nehezebben (illetve alacsonyabb áron) tudják csak értékesíteni, hiszen más részvényesek számára is csak kevésbé tűnhet vonzónak a társaság tulajdonosi szerkezete, és így az abba való befektetés. A társaság feletti irányítást megszerző ajánlattevő pedig vételi ajánlatot tesz a fennmaradó részvényekre (a megkezdett példát követve a részvények maradék 49%-ára). Ez a helyzetből adódóan a korábbinál jóval kedvezőtlenebb feltételekkel történik. Ekkor a kisztrésvényesek számára két lehetőség adódik. Egyrészt elfogadhatják ezt a korábbi ajánlatnál (illetve a részvények felvásárlást megelőző árfolyamánál) kedvezőtlenebb ajánlatot. Másrészt a továbbiakban is kiszolgáltatathatják magukat a domináns pakett-tulajdonos üzletpolitikájának, illetve egy potenciálisan még illikvidebb piacon próbálhatják meg értékesíteni papírjaikat, és elhagyni a társaságot.⁴⁷⁸ Még gyakoribb azonban, hogy a pakett-tulajdonos a közgyűlésen jelentős szavazati hatalmával élve megszavaz egy egyesülési tranzakciót, melynek során a céltársaság „beragadt” kisztrésvényesei számára csak az eredeti ajánlati árnál jóval alacsonyabb ellenértéket ajánl fel (gyakran a már említett magas kockázatú, hátrасorolt értékpapírok formájában). Ők pedig elszenvedik ezt a számukra hátrányos ügyletet. Nyilvánvalóan mindkét forgatókönyv a kisztrésvényesek számára érdeksérelmet okoz. Az ajánlattevők számára ugyanakkor vonzó alternatíva lehet. Míg a részvények többségére (51%-ra) egy piaci ár feletti, attraktív ajánlatot tesznek (mely megtestesíti a kontroll-prémiumot), a kisebbségi részesedésre már elég egy jóval

Governance in the Age of Finance Corporatism, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 136. No. 1. (1987) 11. old.

⁴⁷⁷ LIPTON, Martin, *Corporate Governance in the Age of Finance Corporatism*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 136. No. 1. (1987) 18. old.

⁴⁷⁸ Lásd PETERSON, David D. Jr., *Front-End Loaded, Two-Tiered Tender Offer*, Northwestern University Law Review, Vol. 78. Issue 4. (1983) 811-812., 819. old.; BERGLÖF, Erik, & BURKART, Mike: *European Takeover Regulation*, Economic Policy, Vol. 18. Issue 36. (2003.) 196-198. old.; GOERGEN, Marc, MARTYNOVA, Marina, RENNEBOOG, Luc (European Corporate Governance Institute): *Corporate Governance Convergence: Evidence From Takeover Regulation* (2005. április) Elérhető (2010. június 25): http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=709023,

kedvezőtlenebb is.⁴⁷⁹ ⁴⁸⁰ Így a felvásárlás során fizetett átlagár összességében alulmúlja a céltársaság felvásárlást megelőző piaci árát, és így a céltársaság részvényeseinek veszteséget jelent. Szerencsére azonban az ilyen két lépésben megvalósuló felvásárlások meglehetősen ritkák voltak még az Egyesült Államokban is.⁴⁸¹

A két lépésben megvalósuló vállalatfelvásárlások által a részvényesekre jelentett veszélyt jól érzékelteti, hogy a két (első és második lépésben tett) ajánlat ára közötti különbség tisztességtelen nyomást helyez a céltársaság részvényeseire, mintegy kényszerítő erővel hat rájuk.⁴⁸² Ez pedig az ajánlat elfogadására ösztönzi őket. Ebből adódóan még az a részvényes is gyakran részvényei felajánlása mellett dönt, aki alapvetően a céltársaság függetlenségét tartaná kívánatosnak. Magatartása abból az aggodalomból táplálkozik, hogy a részvényesek többsége el fogja fogadni az ajánlatot, és így őt – amennyiben nem fogadja el már az első ajánlatot – a vállalatfelvásárlás második szakaszában kedvezőtlenebb áron fogják kiszorítani befektetéséből. A kisbefektetők (egyéni befektetők) számára továbbá nem biztosított az információhoz való hozzáférhetőség az intézményi befektetőkkel összehasonlítható szinten. Szintén nem rendelkeznek hozzájuk mérhető befektetői szofisztikáltsággal sem, mely nehezíti az ajánlatok objektív megítélését. Ez alapján lassabban és kevésbé hatékonyan tudnak reagálni a vállalatfelvásárlási ajánlatokra, tehát a kedvezőtlenebb, második lépésben felkínált ajánlati ár nagyobb valószínűséggel fogja sújtani őket.⁴⁸³

3.1.4. Összefoglalás

⁴⁷⁹ Lásd BEBCHUK, Lucian A., *The Pressure to Tender: An Analysis and Proposed Remedy*, Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 12. Issue 3. (1987) 920-922., 922-925., 925-927., 928-931. old; MAGNUSON, William, *Takeover Regulation in the United States and Europe: an Institutional Approach*, Pace International Law Review, Vol. 21. Issue 1. (2009.) 2012. old.

⁴⁸⁰ Gyakran emlegetett példa az Egyesült Államokban történt akvizíciók közül a kétlépcsős ajánlatra az U.S. Steel sikeres vételi ajánlata a Marathon Oil 51%-ára 1981-ben. Az ajánlati ár 125 dollárt tett ki részvényenként. Ezt követően a U.S. Steel megszerezte a Marathon Oil fennmaradó 49%-át egy leányvállalatán keresztül egy egyesülés során részvényenként 86 dolláros áron. Így az átlagos fizetett ár részvényenként 105,5 dollár volt. Lásd MIRVIS, Theodore N., *Two-Tier Pricing: Some Appraisal and „Entire Fairness” Valuation Issues*, The Business Lawyer, Vol. 38. Issue 2. (1983.) 485. old.; NOTE, *Front-End Loaded Tender Offers: The Application of Federal and State Law to an Innovative Corporate Acquisition Technique*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 131. Issue 2. (1982) 391. old., LIPTON, Martin, *Corporate Governance in the Age of Finance Corporatism*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 136. No. 1. (1987) 18. old. (82. lábjegyzet)

⁴⁸¹ Lásd COFFEE, John C., *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, Columbia Law Review, Vol. 84. Issue 5. (1984.) 1169–1170. old

⁴⁸² Ez a „kényszerítő erő” megjelent jónéhány Delaware bírósági döntés indoklásában. Lásd pl. Radol v. Thomas ügy: „minden vállalatfelvásárlási ajánlat kényszerítőnek tűnik bizonyos mértékig” Lásd JUNEWISZ, James J., GREENE, Edward F., *A Reappraisal of Current Regulation of Mergers and Acquisitions*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 132. Issue 4. (1984.) 677–679. old.

⁴⁸³ Lásd LIPTON, Martin, *Corporate Governance in the Age of Finance Corporatism*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 136. No. 1. (1987) 19. old.

Fentiek alapján indokolt a kisebbségi részvényesek érdekeinek védelme vállalatfelvásárlási helyzetekben. Ez szükséges mind a koncentrált, mind a szórt részvényesi struktúrával rendelkező vállalatokban/piacokon. Védeni szükséges őket egyrészt a (többségi) pakettulajdonos részvényesektől, ugyanis vállalatfelvásárlási helyzetben eltérhetnek érdekeik. A pakettulajdonosok ugyanis az ajánlattevővel külön megállapodást kötve megfoszthatják a kisebbségi részvényeseket a kontroll-prémium lehetőségétől. Továbbá átengedhetik a vállalat feletti irányítást a kisebbségi részvényesek megkérdezése és beleegyezése nélkül egy új szereplőnek. A szórt részvényesi struktúrában pedig különösen az ajánlattevő „kreatív” ajánlattételi technikái, illetve az újonnan megjelenő pakettulajdonos (ajánlattevő) új üzletstratégiája veszélyeztetheti érdekeiket. A kisorvényesek jogi védelmét különösen indokoltá teszi, hogy ők alapvetően nehezen képesek érdekeik érvényesítésére. Együttesen bár jelentős súlyuk lehet egy társaságban, külön-külön csekély részesedésük megnehezíti számukra a hatékony fellépést (ennek kapcsán lásd a korábban már tárgyalt ún. kollektív fellépés⁴⁸⁴ problémáját).⁴⁸⁵ Szintén jelentős nehézségekbe ütközik számukra a döntéshozatalhoz szükséges megfelelő információk megszerzése és feldolgozása.⁴⁸⁶

3.2. A céltársaság részvényeseinek érdekeit védő szabályozási megoldások az Európai Unióban

3.2.1. A nyilvános vételi ajánlattétel kötelezettsége az Európai Unióban

Az Európai Unióban a céltársaság részvényeseinek érdeksérelmét felvető ajánlattételi technikák kiküszöbölésében komoly vívmányt jelentett a nyilvános vételi ajánlatról szóló 2004/25/EK (13. társasági jogi) irányelv (*irányelv*) szabályozása. A részvényesi érdekek védelmében ugyanis az irányelv vállalatfelvásárlás (a céltársaságban meghatározott mértékű befolyás elérése) esetén nyilvános vételi ajánlattétel kötelezettségét írja elő.⁴⁸⁷ Bár az irányelv megjelenése előtt is már jelen volt a legtöbb uniós tagállam vállalatfelvásárlási

⁴⁸⁴ Lásd GORDON, Jeffrey N., *Ties that Bind: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice*, California Law Review, Vol. 76. Issue 1. (1988) 43–47. old.; MANNE, Henry G., *Some Theoretical Aspects of Share Voting: An Essay in Honor of Adolf A. Berle*, Columbia Law Review, Vol. 64. Issue 8. (1964) 1427. old.; WINTER, Ralph K. Jr., *State Law, Shareholder Protection and the Theory of the Corporation*, The Journal of Legal Studies, Vol. 6. Issue 2. (1977) 251–292.; HUTCHISON, Harry G., *Director Primacy and Corporate Governance: Shareholder Voting Rights Captured by the Accountability/Authority Paradigm*, Loyola University Chicago Law Review, Vol. 36. Issue 4. (2005) 1201. old.

⁴⁸⁵ Lásd BLACK, Bernard S., *Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice*, University of California Law Review, Vol. 39. Issue 4. (1992) 821–822. old.

⁴⁸⁶ Lásd CHOI, Stephen J., GUZMAN, Andrew T., *Choice and Federal Intervention in Corporate Law*, Virginia Law Review, Vol. 87. Issue 5. (2001) 986–987. old

⁴⁸⁷ Lásd MAGNUSON, William, *Takeover Regulation in the United States and Europe: an Institutional Approach*, Pace International Law Review, Vol. 21. Issue 1. (2009.) 219–220. old.

szabályozásában a részvényesi érdekek védelmében ez a szabályozási megoldás,⁴⁸⁸ az irányelv egyértelműen ezt tette az Unió vállalatfelvásárlási jogában a részvényesek védelmét szolgáló egyik alapmechanizmussá. Az irányelv eredményeként minden tagállamban egységesen érvényesül a nyilvánosan működő részvénytársaságokban való befolyásszerzéshez kapcsolódó kötelező nyilvános vételi ajánlattételre vonatkozó szabályozás, mely védelmet biztosít a társaságokban jelen lévő kisbefektetőknek. Az Irányelv által kifejtett jogharmonizációs hatásnak (melynek hiányosságait ugyanakkor több tanulmány is kiemelte, nem nélkülözve az erőteljes kritikát⁴⁸⁹) azért is lehet komoly jelentőséget tulajdonítani, mert a korábban elfogadott nemzeti szabályozások nagymértékben különböztek egymástól.⁴⁹⁰

Az irányelv preambuluma rögzíti, hogy egy tagállam joga által szabályozott társaságok értékpapírjai birtokosainak érdekét szükséges megvédeni, amennyiben e társaságok nyilvános vételi ajánlat vagy az irányításban bekövetkező változás tárgyát képezik és legalább értékpapírjaik egy részének egy tagállam szabályozott piacára való tőzsdei bevezetése már megtörtént.⁴⁹¹ A tagállamoknak meg kell tenniük a szükséges lépéseket az értékpapírok birtokosainak – különösen a kisebbségi birtokosok – védelmére, amennyiben a társaságuk irányítását megszerezték. A tagállamoknak az ilyen védelmet azzal kell biztosítaniuk, hogy kötelezik a társaság irányítását megszerző személyt arra, hogy – a közös meghatározással összhangban – méltányos áron ajánlatot tegyen a társaság értékpapírjainak birtokosai számára az összes birtokukban lévő értékpapírra. A tagállamok számára lehetővé kell tenni, hogy szabadon határozzanak meg további eszközöket az értékpapírok birtokosai érdekeinek védelmére, mint például a részleges ajánlattételi kötelezettséget, amennyiben az ajánlattevő nem szerzi meg a társaság irányítását, vagy az ajánlat közzétételét a társaság irányításának megszerzésével egyidejűleg.⁴⁹² A preambulumban kitűzött célok szerint az ajánlattételi kötelezettséget nem kell alkalmazni a részvényesek rendes közgyűlésein történő szavazati jogot meg nem testesítő értékpapírok megszerzése esetében. A tagállamoknak azonban elő kell tudniuk írni, hogy az értékpapírok minden birtokosa számára történő ajánlattételi

⁴⁸⁸ Lásd ENRIQUES, Luca, *The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive. Harmonization Without Foundation?*, European Company and Financial Law Review, Vol. 1. Issue 4. (2004.) 457. old.

⁴⁸⁹ Lásd ennek kapcsán például Vanessa Edwards tanulmányát, melynek címe szerint a vállalatfelvásárlási irányelv nem ér annyit, mint a papír, amire írták. A cím utalás Frits Bolkenstein - akkori - belső piaci biztos szavaira, aki az irányelv kompromisszumokkal fellazított, és végül elfogadott változatát minősítette így. Lásd EDWARDS, Vanessa, *The Directive on Takeover Bids – Not Worth the Paper It's Written On*, European Company and Financial Law Review, Vol. 1. Issue 4. (2004.) 416-439. old., 417. old.

⁴⁹⁰ Lásd ENRIQUES, Luca, *The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive. Harmonization Without Foundation?*, European Company and Financial Law Review, Vol. 1. Issue 4. (2004.) 457. old.; HALÁSZ, Vendel-KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén (HVG-ORAC, Budapest, 2011.)* 414. old.

⁴⁹¹ Lásd 2004/25/EK irányelv Preambulum 2.

⁴⁹² Lásd 2004/25/EK irányelv Preambulum 9.

kötelezettség ne csak a szavazati jogot megtestesítő értékpapírokra, hanem a csak egyedi körülmények között szavazati jogot megtestesítő vagy szavazati jogot meg nem testesítő értékpapírokra is vonatkozzon.⁴⁹³

A kötelező nyilvános vételi ajánlattételre vonatkozó szabályozást az irányelv 5. cikke tartalmazza. A 2004/25/EK irányelv 5. cikk (1) bekezdése szerint abban az esetben, ha egy természetes vagy jogi személy számára saját szerzése, vagy a vele összhangban eljáró személyek⁴⁹⁴ által megszerzett részvények közvetlenül vagy közvetve a szavazati jogok meghatározott százalékát biztosítják egy adott társaságban⁴⁹⁵, amely lehetővé teszi számára e társaság irányítását, a tagállamoknak biztosítaniuk kell ilyen esetre e személy (személyek) ajánlattételi kötelezettségének érvényesülését a kisebbségi részvényesek védelme érdekében.⁴⁹⁶ Az irányelv értelmében a nyilvános vételi ajánlat pedig olyan, egy társaság értékpapírjainak birtokosai számára az összes értékpapír vagy azok egy részének megszerzésére akár kötelezően akár önkéntesen tett (nem a céltársaságtól származó) nyilvános vételi ajánlat, amelynek eredménye vagy célja a céltársaság irányításának a nemzeti joggal összhangban történő megszerzése.⁴⁹⁷

Az irányelv eredményeként minden tagállamban egységesen érvényesül a nyilvánosan működő részvénytársaságokban való befolyásszerzéshez kapcsolódó kötelező nyilvános vételi ajánlattételre vonatkozó kötelezettség, mely védelmet biztosít a társaságokban jelen lévő kisbefektetőknek. Az irányelv által megvalósított harmonizációval kapcsolatban ugyanakkor kritikai észrevételek is megfogalmazódtak. A céltársaság létesítő okirata szerinti tagállam kompetenciájába tartozik ugyanis annak megítélése, hogy milyen mennyiségű szavazati

⁴⁹³ Lásd 2004/25/EK irányelv Preambulum 11.

⁴⁹⁴ A 2004/25/EK irányelv 2. cikk (1) bek. d) pontja értelmében az összehangoltan eljáró személyek az olyan természetes vagy jogi személyek, amelyek az ajánlattevővel vagy a céltársasággal egy, a céltársaság irányításának megszerzésére vagy egy ajánlat meghúzására irányuló kifejezett vagy hallgatóságos, szóbeli vagy írásbeli megállapodás alapján működnek együtt.

⁴⁹⁵ A 2004/25/EK irányelv – az 1. cikk (1) bekezdés értelmében – a tagállamok joga által szabályozott társaságok értékpapírjainak nyilvános vételi ajánlataira vonatkozik, amennyiben értékpapírjaik egy részének vagy egészének egy vagy több tagállamban a 93/22/EGK irányelv értelmében vett szabályozott piacra való bevezetése megtörtént. Lásd HARVEY, Neil, NOURRY, Alex, *Takeovers and Mergers in the European Union – an Overview in A Practitioner's Guide to Takeovers and Mergers in the European Union* (City & Financial Publishing, Great Britain, 2008) 20–21. old.

Egyes tagállamok ugyanakkor az irányelv hatályát nemzeti szabályozásukban kiterjesztették a szabályozatlan piacokra bevezetett vállalatokra is. Így pl. Nagy-Britanniában a szabályozás kiterjed a London Stock Exchange Alternative Investment Marketre (AIM) is, míg pl. a francia Alternextre – mely szintén szabályozatlan piac – kevésbé szigorú szabályok vonatkoznak.

⁴⁹⁶ Lásd EDWARDS, Vanessa, *The Directive on Takeover Bids – Not Worth the Paper It's Written On*, *European Company and Financial Law Review*, Vol. 1. Issue 4. (2004.) 433. old.; ENRIQUES, Luca, *The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive*, *European Company and Financial Law Review*, Vol. 1. Issue 4. (2004.) 443. old.; MENJUCQ, Michel, *The European Regime on Takeovers*, *European Company and Financial Law Review*, Vol. 3. Issue 2. (2006.) 226. old.

⁴⁹⁷ 2004/25/EK irányelv 2. cikk (1) bek. a) pont.

joggal rendelkező részvény megszerzése biztosít irányító befolyást⁴⁹⁸, és hogy meghatározza ennek kiszámolási módszerét.⁴⁹⁹ Az irányelv tehát nem határozza meg, hogy mekkora szavazati részesedés tekinthető irányító befolyásnak. Kifogásolható, hogy nem ad meg egy egységes határt⁵⁰⁰, vagy legalább egy olyan értéket, amelyet mindenképp irányító befolyásnak kell tekinteni az Európai Unió tagországaiban. A kötelező vételi ajánlat szabályozása során a tagállamok közötti kompromisszum elérése érdekében feladásra került ennek konkrét meghatározása. Ezért az irányelv által alkalmazott megfogalmazás jelentős mozgásteret enged a tagállamoknak a jogharmonizációs kötelezettség teljesítése során.⁵⁰¹ Így az irányelvnek csak meglehetősen korlátozott harmonizációs hatása⁵⁰² van ebben a tekintetben.⁵⁰³

Ki kell azonban emelni, hogy az irányelv által garantált rugalmasság ellenére is a legtöbb tagállamban 30% vagy 33% ez a befolyásszerzési küszöbérték. Ez pedig érdekesnek tűnhet, hiszen e számok nem igazán hordoznak különleges jelentéstartalmat. Míg a 33%-os befolyáshoz társítani lehet bizonyos (minősített többséget igénylő) közgyűlési döntések esetében a blokkoló kisebbség (*negatív kontroll*) fogalmát, a 30%-os befolyás még ennyire sem különleges. Ha összehasonlítjuk a társaságok feletti biztos irányítás mércéjének tekintett 50%-os küszöbvel (*hard control*), akkor ez meglehetősen alacsonynak tűnik. Ha viszont a vállalatok feletti tényleges irányítást biztosító részesedéssel (*de facto control*) vetjük össze, ez a küszöbérték még magasnak is tűnhet. A nyilvánosan működő részvénytársaságok szórt

⁴⁹⁸ Lásd HARVEY, Neil, NOURRY, Alex: *Takeovers and Mergers in the European Union – an Overview in A Practitioner’s Guide to Takeovers and Mergers in the European Union* (City & Financial Publishing, Great Britain, 2008) 23. old.

⁴⁹⁹ Lásd 2004/25/EK irányelv 5. cikk (3) bek.

⁵⁰⁰ Lásd EDWARDS, Vanessa, *The Directive on Takeover Bids*, European Company and Financial Law Review, Vol. 1. Issue 4. (2004.) 433-434. old.

⁵⁰¹ Lásd GADÓ, Gábor, *Társasági jogi reform Európában*, Magyar Jog, 53. évf. 6. sz. (2006) 335. old.; EDWARDS, Vanessa, *The Directive on Takeover Bids – Not Worth the Paper It’s Written On*, European Company and Financial Law Review, Vol. 1. Issue 4. (2004.) 433. old.; ENRIQUES, Luca, *The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive*, European Company and Financial Law Review, Vol. 1. Issue 4. (2004.) 445, 447-448. old.

⁵⁰² A tagállamokban eltérő gyakorlati hatása volt az irányelv implementálásának a kötelező ajánlattétel vonatkozásában. Az Egyesült Királyságban már az irányelv átültetése előtt 30%-os befolyásszerzéstől követelt meg nyilvános vételi ajánlattételt a *City Code on Takeovers and Mergers*. Hasonló volt a helyzet például Franciaországban és Németországban. E tagállamok jellemzően 30 és 33,33%-os befolyásszerzési küszöbértéket alkalmaztak. Erős kontrasztban áll ezzel például az irányelv átültetése előtti belga, spanyol és holland szabályozás. Az irányelv implementálása előtt például Belgium csak 50%-os befolyásszerzéstől írta elő a kötelező nyilvános vételi ajánlattételt. Egyéb esetekben a helyzet egyéni elbírálása alapján döntöttek az ajánlattételi kötelezettségről, amely így különböző értékekhez kapcsolódott. Majd miután Belgiumban a szabályozás jogharmonizációs célú módosítása hatályba lépett 2007. április 1-jén, jelentős mértékben megváltozott a korábban hatályban lévő szabályozási rezsim, és főszabályként szintén 30%-os küszöbérték lett meghatározva. Lásd HARVEY, Neil, NOURRY, Alex, *Takeovers and Mergers in the European Union – an Overview in A Practitioner’s Guide to Takeovers and Mergers in the European Union* (City & Financial Publishing, Great Britain, 2008) 23. old.

⁵⁰³ Lásd EDWARDS, Vanessa, *The Directive on Takeover Bids – Not Worth the Paper It’s Written On*, European Company and Financial Law Review, Vol. 1. Issue 4. (2004.) 434., 438-439. old., v.ö. HALÁSZ, Vendel-KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 415. old.

tulajdonosi szerkezete ugyanis gyakran lehetővé teheti, hogy ennél kisebb részesedéssel is komoly befolyást lehessen gyakorolni a vállalatok döntéshozatalára. Ezt erősíti meg, ha figyelembe vesszük a közgyűlések tevékenységében való részvétel általános arányát (mely körülbelül 50% körül, vagy még az alatt alakul) is. Így a társaságokat *de facto* alacsonyabb részesedéssel, mondjuk 25%-os részesedéssel⁵⁰⁴ is irányítani lehet.⁵⁰⁵

Mégis ehhez hasonló szabályozást fogadott el a tagállamok többsége. Így az irányító befolyás fogalmát 30%-os befolyásszerzéshez kapcsolja Ausztria, Belgium, Ciprus, Csehország, Finnország, Franciaország, Németország, Írország, Olaszország, Hollandia, Svédország, Egyesült Királyság. 33%-os befolyásszerzési küszöbérték érvényesül Görögországban, Magyarországon, Luxemburgban, Lengyelországban, Portugáliában, Romániában és Szlovákiában.⁵⁰⁶

A 2004/25/EK irányelv értelmében a vételi ajánlattételi kötelezettség megállapításánál figyelembe kell venni az összehangoltan eljáró személyek részesedését is, tehát a befolyásszerzési küszöbérték elérésének megállapítása szempontjából az összehangoltan eljáró személyek részesedését egybe kell számítani. Az irányelv 2. cikk (1) d) pontja definiálja az összehangoltan eljáró személyek fogalmát. Az irányelv értelmében összehangoltan eljáró személynek tekintjük az olyan természetes vagy jogi személyeket, amelyek az ajánlattevővel vagy a céltársasággal egy, a céltársaság irányításának megszerzésére vagy egy ajánlat meghíúsítására irányuló kifejezett vagy hallgatólagos, szóbeli vagy írásbeli megállapodás alapján működnek együtt. Egy másik közösségi jogforrás szintén definiálja az összehangoltan eljáró személyek fogalmát. Ez pedig a szabályozott piacra bevezetett értékpapírok kibocsátóival kapcsolatos információkra vonatkozó átláthatósági követelmények harmonizációjáról és a 2001/34/EK irányelv módosításáról szóló 2004/109/EK irányelv (az ún. *transzparencia irányelv*). A transzparencia-irányelv 10 cikk (a) pontja alapján az összehangoltan eljárás fogalmába sorolandók egy harmadik fél birtokában

⁵⁰⁴ Ezzel kapcsolatban érdemes példaként kiemelni a magyar szabályozást. A hazai szabályozás a céltársaságban főszabályként a 33 százalékot meghaladó mértékű befolyás megszerzéséhez írja elő a Felügyelet által előzetesen jóváhagyott nyilvános vételi ajánlattételi kötelezettséget. Szintén szükséges a kötelező nyilvános vételi ajánlat megtétele a céltársaságban a 25 százalékot meghaladó mértékű befolyásszerzéshez, amennyiben egyik részvényes sem rendelkezik a befolyásszerző részvényesen kívül a társaságban a szavazati jogok 10 százalékát meghaladó mértékű befolyással. Ez a szabályozás figyelembe veszi más részvényesek részesedését is, és ez által törekszik meghatározni a vállalat feletti irányítás tényleges létrejöttét (*de facto control*). Lásd a tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvény 68. § (1) a), b); The Takeover Bids Directive Assessment Report, 126. old. Elérhető (2014. október 31.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf; MENJUCQ, Michel, *The European Regime on Takeovers*, European Company and Financial Law Review, Vol. 3, Issue 2. (2006.) 226-227. old.

⁵⁰⁵ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 126. old. Elérhető (2014. október 31.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁵⁰⁶ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 129. old. Elérhető (2014. október 31.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

lévő szavazati jogok, amely harmadik féllel az adott természetes személy vagy jogalany olyan megállapodást kötött, ami a birtokukban lévő szavazati jogok összehangolt gyakorlásával tartós közös politika elfogadására kötelezi őket a kérdéses kibocsátó vezetése irányában.⁵⁰⁷

A tagállamok körében alapvetően ez a kétféle megközelítés figyelhető meg az összehangoltan eljáró személyek vállalatfelvásárlási helyzetekkel összefüggő meghatározása tekintetében. Vagy a 2004/25/EK irányelv meghatározásához nagyon közel álló definíciót alkalmaznak ebben a tekintetben, vagy még ráillesztik erre a transzparencia irányelvnek az összehangolt eljárásról kialakított koncepcióját. A transzparencia irányelv koncepciója nem kimondottan az akvizíciós helyzetekre vonatkozik, hanem az összehangoltságot inkább a (cél)társaság hosszú távú stratégiájának szempontjából közelíti meg. Ebben az összefüggésben az „összehangoltan eljárás” a szavazati jogok olyan szemléletben való gyakorlását jelenti, hogy az egy bizonyos irányba mutasson és befolyásolja a céltársaság vezetését és stratégiáját. Ezért e definíció alapján az összehangoltság a transzparencia irányelv által hordozott jelentéstartalomban akvizícióktól függetlenül is megvalósulhat, ha a részvényeket már birtokló részvényesek megállapodnak a stratégiát illetően. Viszont a vállalatfelvásárlási irányelv által adott meghatározást irányadónak tekintő tagállamok (mint például az Egyesült Királyság) szabályozása alapján az ilyen összehangoltan eljáró személyeknek további részvényeket kell szerezniük a vételi ajánlattételi kötelezettség kiváltásához. Mindezt összevetve, az egymással összehangoltan eljáró befektetők jóval nagyobb eséllyel találják magukat szembe vételi ajánlattételi kötelezettséggel azokban a tagállamokban, melyek kombinálják a vállalatfelvásárlási irányelv és a transzparencia irányelv meghatározását.⁵⁰⁸ Az azonban elmondható, hogy az Unió tagállamai alapvetően a fent részletezett két megoldás valamelyikét alkalmazzák az összehangoltan eljáró személyek meghatározásához.⁵⁰⁹ Számos

⁵⁰⁷ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 133. old. Elérhető (2014. november 3.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

Megjegyeznénk, hogy az akvizíciós irányelvben (2007/44/EK) szintén megtalálható az összehangoltan eljáró személyekre vonatkozó önálló koncepció. Ugyanakkor az akvizíciós irányelv által adott nagyon széles definíciót a *The Takeover Bids Directive Assessment Report* megfigyelése alapján nem alkalmazzák a tagállamok a kötelező vételi ajánlatokkal összhangban. Ez a tagállamok azon szándékára utalhat, hogy a világosság és kiszámíthatóság érdekében szűkebb definíciót alkalmazzanak.

⁵⁰⁸ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 133. old. Elérhető (2014. november 3.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁵⁰⁹ A vállalatfelvásárlási irányelv által megadott definíció szerint határozza meg az összehangoltan eljáró személyek fogalmát Olaszország, az Egyesült Királyság, Ausztria, Ciprus, Dánia, Magyarország, Írország, Luxemburg, Hollandia, Szlovákia. A vállalatfelvásárlási irányelv által adott megfogalmazást kiegészíti a transzparencia irányelv meghatározásával Franciaország, Németország, Spanyolország, Belgium, Finnország, Lengyelország, Portugália, Románia és Svédország. Bizonyos köztes álláspontot foglal el Csehország, Észtország és Görögország. Csehország és Észtország egy olyan definíciót alkalmaz, mely alapvetően a vállalatfelvásárlási irányelv meghatározására épül, ugyanakkor attól kismértékben eltér tartalma. Ez az eltérés pedig alapvetően a transzparencia irányelv által alkalmazott fogalomra mutat. Csehországban például a „céltársaság tevékenységének vezetése” feletti irányítás megszerzésére történik hivatkozás. Észtországban az

tagállam ezen túlmenően jogi vélelmeket is megfogalmaz az összehangoltan eljáró személyek meghatározása kapcsán.⁵¹⁰ Érdemes továbbá megjegyezni, hogy az egyértelműség és betarthatóság erősítése végett egyes felügyeleti szervek arra az álláspontra helyezkedtek, hogy listát szükséges készíteni azokról a körülményekről, melyek esetén a feleket egymással összehangoltan eljáró személyeknek kell vélelmezni.⁵¹¹

A befolyásszerzési küszöbérték elérését követően az irányelv szövegezése szerint az ajánlattételnek valamennyi értékpapír-birtokos összes részesedésére a lehető leggyorsabban kell megtörténnie,⁵¹² kivéve a szavazati jogot meg nem testesítő részvényeket.⁵¹³ Ez alapján az irányelv nem biztosít a szavazati joggal rendelkező részvények birtokosaival egyenlő elbánást a szavazati joggal nem rendelkező részvények birtokosainak, számukra nem áll nyitva a társaságból való kiszállás lehetősége az irányelv által nyújtott garanciák mellett.⁵¹⁴ Különösen érdekes ez annak tükrében, hogy az Európai Bizottság az irányelv elfogadásának időszakában tűzte zászlajára a részvényesi demokrácia megteremtése jegyében az „egy részvény egy szavazat” elv erősítését. Ez megjelent például a vállalatfelvásárlási irányelv kapcsán készített ún. Winter-Jelentésben (*Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe*),⁵¹⁵ illetve az Európai Bizottság Társasági Jogi Akciótervében (*Company Law Action Plan*)⁵¹⁶ is. Ez utóbbi azt a következtetést vonta le, hogy az Európai Unióban a felelős társaságirányítási kódexek támogatják az egy részvény – egy szavazat elv alkalmazását (bár jónéhány kódex alkalmaz bizonyos rugalmasságot ebben a kérdésben). Az Európai Bizottság úgy ítélte meg, hogy a Winter-Jelentés által a vállalatokban fennálló tőkerészesedés és a felettük gyakorolt irányítás

irányítás koncepcióját a „meghatározó befolyás” (*dominant influence*) fogalma foglalja el. Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 133-134. old. Elérhető (2014. november 3.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁵¹⁰ Így például egymással összehangoltan eljáró személyként vélelmezik általában a leányvállalatokat, a társvállalatokat, a részvényeseket, és más társult vállalatokat; a társaságokat bármely igazgatójukkal; a szülők, házastársak és más családtagok viszonyát; az ajánlattevő vagy kapcsolt feleinek nyugdíjalapjukkal fennálló viszonyát; a részvények vételére vagy eladására feljogosított megbízottakat; a befektetési alap menedzsereket bármely befektetési társasággal. Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 134-135. old. Elérhető (2014. november 3.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁵¹¹ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 134-135. old. Elérhető (2014. november 3.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁵¹² 2004/25/EK irányelv 5. cikk (1) bek.

⁵¹³ Lásd 2004/25/EK irányelv 2. cikk (1) bek. e) pont. Ez alapján az irányelv értelmében értékpapír minden, egy társaságban szavazati jogot biztosító átruházható értékpapír. Lásd még a 2004/25/EK irányelv Preambulum 11. pontját, mely alapján nem kell alkalmazni a vételi ajánlattételre vonatkozó szabályozást a rendes közgyűlésen szavazati jogot meg nem testesítő papírokra.

⁵¹⁴ Lásd ENRIQUES, Luca, *The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive*, European Company and Financial Law Review, Vol. 1. Issue 4. (2004.) 442, 447. old.

⁵¹⁵ Elérhető (2015. február 6.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf,

⁵¹⁶ Communication from the Commission to the Council and the European Parliament, Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union- A Plan to Move Forward, Brussels, 21.5.2003 COM (2003) 284.

arányosságának erősítésére javasolt bármilyen lépés megtételéhez még további tanulmányozás szükséges. Az Európai Bizottság az erre vonatkozó tanulmányt rövid vagy középtávon szándékozott elkészíteni.⁵¹⁷ Ezzel párhuzamosan pedig az merült fel, hogy célszerű lenne a szavazati joggal nem rendelkező részvényekre legalább a nemzeti jogrendszerekben kiterjeszteni a vételi ajánlattételi kötelezettséget. Az irányító befolyást birtokló részvényes könnyen felhasználhatja ugyanis előnyös helyzetét a szavazati joggal nem rendelkező részvényesek hátrányára. A szavazati joggal rendelkező részvényesek tekintetében viszont a befolyásszerző vételi kötelezettsége minden részvényre fennáll.⁵¹⁸

3.2.2. A tagállamok által biztosított kivételek a kötelező ajánlattételi szabály alól

A kötelező ajánlattételi szabályra vonatkozóan a tagállamok széleskörűen kihasználták azt a rugalmasságot, amelyet az irányelv biztosított számukra. Az erre vonatkozó felhatalmazást az irányelv 4. cikk (5) bekezdésében olvashatjuk, mely szerint az irányelv általános elvekinek betartása mellett a tagállamok az irányelv végrehajtásához elfogadott és bevezetett szabályaikban előírhatnak a szabályoktól való eltéréseket. Ez megvalósulhat egyrészt a nemzeti szinten meghatározott körülmények figyelembevétele céljából ilyen eltéréseknek a nemzeti szabályaikba történő bevezetésével, vagy a felügyeleti hatóságaik részére annak engedélyezésével, hogy saját hatáskörükben eltérjenek e nemzeti szabályoktól, bizonyos körülmények figyelembevétele céljából. Ezzel élve a tagállamok a kötelező ajánlattételi szabály átültetése során fenntartottak számos eltérést jogi szabályozásukban. Egyes kivételek azt biztosítják, hogy a kötelező ajánlattételi szabályt valóban az irányítás átruházása esetén alkalmazzák. Más kivételek viszont messzebbre mutatnak. Néhány tagállamban a felügyeleti hatóságok erős jogosítványokat kaptak a kötelező ajánlattételi szabály alóli kivételek meghatározásában. E kivételek, illetve a széles körű diszkrecionális jogkörök alkalmasak lehetnek arra, hogy aláássák azt a védelmet, melyet a kötelező nyilvános vételi ajánlattételi szabály hivatott biztosítani.⁵¹⁹ Az Európai Bizottság 2012. június 28-án kiadott jelentése

⁵¹⁷ Lásd FERRARINI, Guido, *One Share – One Vote: A European Rule?*, European Company and Financial Law Review, Vol. 3. Issue 2. (2006.) 152-153. old.; Communication from the Commission to the Council and the European Parliament, Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union- A Plan to Move Forward, Brussels, 21.5.2003 COM (2003) 284. 14. old.

⁵¹⁸ Lásd BICZI, Éva, *Az új tőkepiaci törvény és a részvénytársaságok*, Cég és Jog, 4. évf. 6. szám (2002) 7. old.; ENRIQUES, Luca, *The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive*, European Company and Financial Law Review, Vol. 1. Issue 4. (2004.) 447. old.; HALÁSZ, Vendel-KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 416. old.

⁵¹⁹ Lásd COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT – *Report on the Implementation of the Directive on Takeover Bids*, 9–10. old. Elérhető (2010. június 23): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report_en.pdf

(„Report from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions – Application of Directive 2004/25/EK on takeover bids (COM(2012) 347”) szintén felteszi azt a kérdést, hogy az egyes tagállamokban alkalmazott széleskörű derogációk miatt a kötelező ajánlattételi szabály a jelenlegi formájában megfelelően védi-e egyáltalán a részvényeseket? A Jelentés továbbá csoportosítja a tagállamok által a kötelező ajánlattételi szabály kapcsán alkalmazott legfontosabb derogációkat. Ezeket az alábbiakban áttekintjük.

Bizonyos tagállamok diszkrecionális jogkört biztosítanak nemzeti felügyeleti hatóságaiknak, hogy kivételeket határozzanak meg a kötelező ajánlattételi szabály alól.⁵²⁰ Mindazonáltal az általános diszkrecionális jogkör megadása a mentességek meghatározására nem túl gyakori a tagállamok körében. Indokolt ugyanakkor kiemelni ebben a tekintetben Finnországot, Írországot és az Egyesült Királyságot.⁵²¹ Ebben a három tagállamban a felügyeleti hatóságok irányelveket bocsátottak ki a különböző helyzetek tekintetében, melyek a kivételek körébe eshetnek. Bizonyos diszkrecionális jogkörrel ugyanakkor rendelkezik a francia (AMF) és német (BaFin) felügyeleti hatóság is.⁵²²

Szintén jelen lehet olyan technikai jellegű derogációk alkalmazása a tagállamok jogi szabályozásában, melyek nem akadályozzák a kötelező ajánlattételi szabály irányelvben rögzített módon való érvényesülését. Ebbe a körbe tartozhat bizonyos ajánlattevő társaságok mentesítése a nemzeti vállalatfelvásárlási szabályozás alól. Ilyen társaság lehet például a kollektív nyílt végű befektetési alap. Az így mentesített társaságok ugyanakkor nem esnek az irányelv hatálya alá sem.⁵²³ Ilyen szabályozást alkalmaz Magyarország, Hollandia, Románia és Olaszország.⁵²⁴ Hollandiában és Magyarországon például a fent említett a kollektív nyílt végű befektetési alapok mentesülnek a szabályozás hatálya alól.⁵²⁵

⁵²⁰ REPORT FROM THE COMMISSION TO THE EUROPEAN PARLIAMENT, THE COUNCIL, THE EUROPEAN ECONOMIC AND SOCIAL COMMITTEE AND THE COMMITTEE OF THE REGIONS - Application of Directive 2004/25/EC on takeover bids (COM(2012) 347) 7. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/COM2012_347_en.pdf

⁵²¹ REPORT FROM THE COMMISSION TO THE EUROPEAN PARLIAMENT, THE COUNCIL, THE EUROPEAN ECONOMIC AND SOCIAL COMMITTEE AND THE COMMITTEE OF THE REGIONS - Application of Directive 2004/25/EC on takeover bids (COM(2012) 347) 7. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/COM2012_347_en.pdf

⁵²² The Takeover Bids Directive Assesment Report, 140. old. Elérhető (2014. november 1.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁵²³ REPORT FROM THE COMMISSION TO THE EUROPEAN PARLIAMENT, THE COUNCIL, THE EUROPEAN ECONOMIC AND SOCIAL COMMITTEE AND THE COMMITTEE OF THE REGIONS - Application of Directive 2004/25/EC on takeover bids (COM(2012) 347) 7. old. Elérhető (2014. november 1.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/COM2012_347_en.pdf

⁵²⁴ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 152. old. Elérhető (2014. november 1.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf; REPORT FROM THE COMMISSION TO THE EUROPEAN PARLIAMENT, THE COUNCIL, THE EUROPEAN ECONOMIC AND SOCIAL COMMITTEE AND THE COMMITTEE OF THE REGIONS - Application of Directive

Maguk a részvényesek is biztosíthatnak kivételt az ajánlattételi kötelezettség alól bizonyos tagállamokban. Ez az ún. *whitewash procedure*. Bizonyos tagállamok ugyanis azt a megközelítést alkalmazzák, hogy a részvényesek számára felhatalmazást adnak a befolyásszerzéshez kapcsolódó nyilvános vételi ajánlatról való lemondásra. Erre közgyűlési döntéssel van lehetőségük. Ennek a lehetőségnek a biztosítása azon a szemléleten alapul, hogy mivel a szabályozás célja a részvényesek védelme, ezért nekik legyen lehetőségük erről – ha indokoltnak látják – lemondani is. Ez az eljárás csak akkor tudja védeni a kisebbségi részvényeseket, ha a többségi, érdekelt részvényeseket kizárják az erről való döntéshozatalból. Hollandiában például az ún. *whitewash procedure* úgy érvényesül, hogy egy társaságban irányító részesedést megszerző személy mentes a vételi ajánlattételi kötelezettség alól, ha az akvizíció előtt maximum 30 nappal a céltársaság részvényesei a közgyűlésen a leadott szavazatok 95%-ával elfogadták ezt a mentesítést. Ebből a szavazásból pedig kizárják az irányító részvényest és a vele összehangoltan eljáró személyeket. Mivel ilyen jelentős szavazattöbbség szükséges a döntés meghozatalához, ezt a gyakorlatban ritkán alkalmazzák.⁵²⁶ Az ún. *whitewash procedure* bizonyos formáját alkalmazza még Írország, Spanyolország és az Egyesült Királyság.⁵²⁷

Kivétekként határoznak meg egyes tagállamok olyan eseteket, amikor nem történik tényleges változás a vállalat feletti irányításban. Ebbe a körbe tartoznak például olyan helyzetek, mikor a vállalat feletti irányítás megváltozására pusztán ideiglenesen kerül sor, vagy ha a vállalatfelvásárlás egyazon vállalatcsoporton belül, vagy egymással összehangoltan eljáró csoporton (*acting in concert group*) belül történik.⁵²⁸ A következő államok alkalmazzák kivételt a kötelező ajánlattételi szabály alól abban az esetben, ha csak ideiglenes a vállalatok feletti irányítás megváltozása: Ausztria, Olaszország, Belgium, Ciprus, Dánia, Észtország, Hollandia, Portugália, Németország, Franciaország, Spanyolország és Finnország (feltéve ez utóbbi esetében, hogy a finn felügyeleti hatóság – FSA – hozzájárul ehhez).⁵²⁹ Olaszország

2004/25/EC on takeover bids (COM(2012) 347) 7. old. Elérhető (2014. november 1.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/COM2012_347_en.pdf

⁵²⁵ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 141. old. Elérhető (2014. november 1.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁵²⁶ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 140-141. old. Elérhető (2014. november 1.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁵²⁷ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 152. old. Elérhető (2014. november 1.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁵²⁸ REPORT FROM THE COMMISSION TO THE EUROPEAN PARLIAMENT, THE COUNCIL, THE EUROPEAN ECONOMIC AND SOCIAL COMMITTEE AND THE COMMITTEE OF THE REGIONS - Application of Directive 2004/25/EC on takeover bids (COM(2012) 347) 7. old. Elérhető (2014. november 1.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/COM2012_347_en.pdf

⁵²⁹ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 152. old. Elérhető (2014. november 1.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

esetében például a befolyásszerzési küszöbérték 3%-os túllépése megengedett, maximum 12 hónapos időtartamra, a kapcsolódó szavazati jogok ugyanakkor nem gyakorolhatóak. Belgiumban 2%-os túllépés lehetséges legfeljebb 12 hónapig, míg Cipruson 3%-os túllépés lehetséges szintén legfeljebb 12 hónapig.⁵³⁰ Görögországban 3%-os túllépés lehetséges maximum 6 hónapos időtartamra. Franciaországban szintén hasonló a szabályozás, ugyanakkor a francia jog előírja a szavazati jogok nyugvását is. Csak időbeli korlátozást alkalmaz Észtország (10 munkanap áll rendelkezésre a befolyásszerzési küszöbérték átlépését jelentő helyzet megszüntetésére), Hollandia (30 nap), Portugália (4 hónap), Németország (nincs kifejezett határidő, indokolatlan késedelem nélkül meg kell szüntetni a helyzetet) és Csehország.⁵³¹

A vállalat feletti irányításban szintén nem történik tényleges változás vállalatcsoporton belüli ügyletek esetén. Így kivételi körbe tartozhat, ha a tranzakció ugyanazon vállalatcsoportba tartozó társaságok között megy végbe, hiszen a vállalat feletti irányítás végső jogosultjának személyében nincsen változás. Ilyen kivételi szabályt alkalmaz például Németország, Olaszország, Belgium, Ciprus, Dánia, Észtország, Franciaország, Finnország, Hollandia, Csehország, Románia és Lengyelország.⁵³² Szintén kivételt képezhet a kötelező ajánlattételi szabály alól egy nagyobb részvényes jelenléte, tekintettel arra, hogy itt is hiányzik a vállalat feletti irányítás tényleges megváltozása. Ebben az esetben ugyanis nem lesz képes az ajánlattevő megszerezni a vállalat feletti tényleges irányítást, hiszen van egy nálánál meghatározóbb részvényes is a vállalatban. Ilyen szabályozást alkalmaz például Finnország, az Egyesült Királyság, Franciaország (ha egy másik részvényesnek többségi részesedése van), Németország (egy harmadik személynek nagyobb arányú szavazati részesedése van, feltéve, hogy ezt nem kell hozzászámítani az ajánlattevő részesedéséhez), Görögország, Írország (50%-os befolyás egy másik részvényes által), Portugália, Spanyolország, Olaszország (egy nagyobb részvényes a szavazati jogok 50%-át vagy nagyobb részét birtokolja), Belgium (nagyobb részvényes).⁵³³ Bizonyos tagállamokban szintén kivételt képez a kötelező ajánlattételi szabály alól, ha egymással összehangoltan eljáró személyek csoportján (*acting in*

⁵³⁰ Ismeri továbbá a befolyásszerzési küszöbérték tévedésből való átlépését is a ciprusi jog. Ekkor a mentesülés feltétele, hogy a felügyeleti hatóság által megszabott rövid időn belül független szereplőkre ruhazza át részvényeit a befolyásszerző, illetve hogy erre írásbeli kötelezettséget vállaljon. Lásd: The Takeover Bids Directive Assessment Report, 142. old. Elérhető (2014. november 1.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁵³¹ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 142. old. Elérhető (2014. november 1.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁵³² The Takeover Bids Directive Assessment Report, 143, 153. old. Elérhető (2014. november 1.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf;

⁵³³ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 143. old. Elérhető (2014. november 1.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

concert group) belül hajtják végre a tranzakciót. Ilyen kivételi szabályt alkalmaz Belgium és Csehország.⁵³⁴

Bizonyos tagállamok kivételeket határoztak meg annak érdekében is, hogy védjék az ajánlattevő vagy az irányító részvényes érdekeit. Az ilyen kivételek közé tartoznak azok az esetek, amikor a vállalat feletti irányítás megváltozását nem szándékos magatartás idézte elő, a felvásárlás közvetett volt, vagy egy személyes élethelyzetben bekövetkezett változás eredményeként állt elő (pl. öröklés).⁵³⁵ Ezen belül egyes tagállamok általános jelleggel biztosítanak mentesítést a nyilvános vételi ajánlattételi kötelezettség alól, ha a vállalat feletti irányítás megváltozását nem szándékos magatartás idézte elő. Így tesz Olaszország és Belgium. Más tagállamok jobban körülhatárolják ennek a kivételi körnek az alkalmazási lehetőségeit. Abban az esetben – ha az ajánlattevő szándékától függetlenül – változás következik be a társaság részvényeinek számában, vagy az általuk megtestesített szavazati jogokban, és ez a változás a társaság feletti irányítás megváltozását okozza, akkor a következő tagállamok biztosítanak derogációt a kötelező vételi ajánlattételi szabály alól: Ciprus, Észtország, Finnország, Írország, Franciaország, Németország, Egyesült Királyság és Románia. Ciprus szabályozásában például a saját részvényszerzések hatásaiból adódóan előálló ajánlattételi kötelezettség alól mentesít. Észtország az alaptőke leszállításának, míg Finnország, az Egyesült Királyság és Írország a szavazati joggal nem rendelkező részvények szavazati jogának megadása esetén jár el így. Franciaország a céltársaságban a szavazati joggal rendelkező részvények számának csökkenése vagy a szavazati jogok csökkenéséből adódó hatások esetén mentesíti az ajánlattevőt. Németország a vállalatban jelenlévő összes szavazati joggal rendelkező részvény arányának csökkenéséhez köti a mentesítés megadását.⁵³⁶

Ezen túlmenően egyes tagállamokban a közvetett, indirekt akvizíciók is kivételt képeznek a kötelező ajánlattételi szabály alól. Ebben az esetben egy ajánlattevő megszerez egy ún. holding-társaságot, mely irányítást gyakorol (vagy részesedéssel rendelkezik) a céltársaságban. Az ilyen jellegű derogációt alkalmazó tagállamok akkor biztosítanak mentességet a kötelező ajánlattételi szabály alól, ha az elsődleges célja az ajánlattevőnek a holding-társaságban való részesedésszerzés volt, nem pedig a céltársaság feletti irányítás

⁵³⁴ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 144. old. Elérhető (2014. november 1.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁵³⁵ REPORT FROM THE COMMISSION TO THE EUROPEAN PARLIAMENT, THE COUNCIL, THE EUROPEAN ECONOMIC AND SOCIAL COMMITTEE AND THE COMMITTEE OF THE REGIONS - Application of Directive 2004/25/EC on takeover bids (COM(2012) 347) 7. old. Elérhető (2014. november 1.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/COM2012_347_en.pdf

⁵³⁶ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 144. old. Elérhető (2014. november 1.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

megszerzése.⁵³⁷ Ezt a megközelítést alkalmazza Franciaország, Belgium, Románia és Ausztria.⁵³⁸ Ebben az esetben a mentességet biztosító tagállamok általában egy ún. tartalmi vizsgálatot (*substance test*) folytatnak le annak megítélésére, hogy az ajánlattevő elsődleges szándéka valóban a holding-társaság megszerzésére irányult-e.⁵³⁹

A személyes élethelyzet megváltozásából adódó mentesítés körébe tartozhat például az öröklés, az ajándékozás, a házasság és a válás. Ha a társaság feletti irányítás megszerzésére személyes élethelyzetben bekövetkezett bizonyos változás eredményeként kerül sor, akkor nem kell kötelező nyilvános vételi ajánlatot tenni Ausztriában, Franciaországban, Németországban, Olaszországban, Belgiumban, Cipruson, Csehországban, Dániában, Észtországban, Görögországban, Írországon, Hollandiában, Lengyelországban, Spanyolországban, Romániában és Finnországban. Franciaországban például az ingyenes átruházás (ajándékozás), Németországban az öröklés és az örökség felosztása, az egymással bizonyos fokú rokoni kapcsolatot ápoló személyek közötti ajándékozás, illetve a válás esetén biztosított mentesség. Továbbá például Olaszországban az öröklés és ajándékozás, míg Belgiumban az öröklés, házasság, válás és ajándékozás, Dániában és Cipruson az öröklés és az ajándékozás, Észtországban pedig az öröklés, az ajándékozás és a válás alapozza meg a mentesítést.⁵⁴⁰ Ha egy tranzakció eredményeként a vállalat feletti irányítás egy adott családon belül kerül átruházásra (családi csoporton belül végrehajtott tranzakció),⁵⁴¹ akkor ez kivételt jelent az ajánlattételi kötelezettség alól Ausztria, Finnország (feltéve ez utóbbi esetben, hogy a finn felügyeleti hatóság – FSA – hozzájárul ehhez) és Franciaország esetében.⁵⁴²

Bizonyos tagállamok kivételt alkalmaznak a kötelező ajánlattételi szabály alól, ha azt a hitelezők érdekeinek védelme indokolja. Ilyen helyzet lehet, ha a részvények megszerzésére egy hitelező által érvényesített pénzügyi biztosíték következtében kerül sor.⁵⁴³ Például Ciprus

⁵³⁷ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 146. old. Elérhető (2014. november 1.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁵³⁸ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 153. old. Elérhető (2014. november 1.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁵³⁹ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 146. old. Elérhető (2014. november 1.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁵⁴⁰ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 146-147., 153. old. Elérhető (2014. november 1.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁵⁴¹ Az irányítás ilyen, egy családon belül történő átruházását jelenti, ha a céltársaság részvényeit egy olyan jogi személyre ruházzák át, amelyben a korábbi részvényesek mellett csupán azok rokonai rendelkeznek közvetlen vagy közvetett részesedéssel. Szintén ez a helyzet, ha a részesedés egy magánalapítvány számára kerül átadásra, amelynek irányítására a korábbi részvényes rokonai gyakorolnak irányító befolyást.

⁵⁴² The Takeover Bids Directive Assessment Report, 153. old. Elérhető (2014. november 1.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁵⁴³ REPORT FROM THE COMMISSION TO THE EUROPEAN PARLIAMENT, THE COUNCIL, THE EUROPEAN ECONOMIC AND SOCIAL COMMITTEE AND THE COMMITTEE OF THE REGIONS - Application of Directive 2004/25/EC on takeover bids (COM(2012) 347) 7. old. Elérhető (2014. november 1.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/COM2012_347_en.pdf,

a garanciák érvényesítése, Dánia az adósságok behajtása, Írország a biztosítékok érvényesítése (kölsön biztosítékának behajtása a hitelező által), Németország a követelések biztosítása (a német felügyeleti hatóság – BaFin – felmentést adhat az ajánlattételi kötelezettség alól, ha a céltársaság feletti irányítás megszerzése követelés biztosítása érdekében történik), míg az Egyesült Királyságban egy kölsön biztosítékának érvényesítése kapcsán biztosított a kötelező vételi ajánlattétel alóli mentesség.⁵⁴⁴ Egyes tagállamok előírják továbbá, hogy az így megszerzett részesedést bizonyos időtartamon belül értékesítse a hitelező. Ilyen feltétel nélkül biztosítja a derogációt Ciprus, Dánia, Írország, Lengyelország és az Egyesült Királyság. Belgium, Németország és Észtország viszont megköveteli a feltétel alkalmazását.⁵⁴⁵

Egyes tagállamok joga az egyéb érdekelték védelmében biztosít mentesítést a vételi ajánlattételi kötelezettség alól. Ezen belül két esetkört különíthetünk el a *The Takeover Bids Directive Assessment Report* elemzése alapján. Egyrészt, amikor a céltársaság pénzügyileg szorult helyzetbe kerül, illetve másrészt, ha a társaság feletti irányítást egy különleges ügylet során szerezték meg.⁵⁴⁶ Így ha a céltársaság pénzügyileg nehéz helyzetben van, és az irányítás megszerzésének indoka a céltársaság újjászervezése, mentességet biztosít a kötelező ajánlattételi szabály alól Franciaország, Németország, Olaszország (egyes esetekben ún. *whitewash-eljárással* párosítva), Belgium, Dánia, Finnország (feltéve, hogy a finn felügyeleti hatóság – FSA – hozzájárul ehhez), Görögország, Írország, Hollandia, Lengyelország, Portugália, Spanyolország, Csehország, és az Egyesült Királyság. A mentesség biztosításának indoka, hogy a vételi ajánlattételi kötelezettség ne hátráltassa a pénzügyileg nehéz helyzetbe került vállalatoknak való segítségnyújtást. A mentességgel való visszaélés elkerülése érdekében a jogi szabályozásnak ugyanakkor célszerű világosan körülírni azokat az eseteket, amikor ezt a kivételi kört alkalmazni lehet, vagy pedig a felügyeleti hatóságoknak kell biztosítani ellenőrzési lehetőséget alkalmazása felett (vagy a két módszer kombinációja is megfelelő megoldás). Így például Franciaországban a kivétel egy elismerten pénzügyi nehézséggel küzdő társaság tőkeemelésének lejegyzésekor biztosított, ha azt a részvényesek a közgyűlésen jóváhagyják. Németországban a felügyeleti hatóság (BaFin) biztosíthat mentesítést a kötelező ajánlattételi szabály alól, ha a céltársaságot újjászervezni szükséges. A

⁵⁴⁴ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 147. old. Elérhető (2014. november 1.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁵⁴⁵ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 154. old. Elérhető (2014. november 1.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁵⁴⁶ REPORT FROM THE COMMISSION TO THE EUROPEAN PARLIAMENT, THE COUNCIL, THE EUROPEAN ECONOMIC AND SOCIAL COMMITTEE AND THE COMMITTEE OF THE REGIONS - Application of Directive 2004/25/EC on takeover bids (COM(2012) 347) 7. old. Elérhető (2014. november 1.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/COM2012_347_en.pdf

mentesítést akkor lehet megadni, ha a befektető egy komolyan vehető stratégiát állít össze a társaság újjászervezésére, és kötelezettségeket vállal ezzel kapcsolatban. A mentesítést vissza lehet vonni, ha a vállalt kötelezettségek nem teljesültek. Írország által a pénzügyi szükséghelyzetben lévő vállalatra adott definíció szerint pedig az ilyen vállalat olyan súlyos pénzügyi helyzetben van, hogy az egyetlen módja a problémái megoldásának az új részvények kibocsátása.⁵⁴⁷

Egyes tagállamokban meghatározott ügyletekhez kapcsolódik mentesség a kötelező ajánlattételi szabály alól. Ezekben az ügyletekben közös, hogy előnyösek a céltársaság számára. Így a szándék e tranzakciók előmozdítása irányul, tekintettel arra, hogy végső soron mind a részvényeseknek, mind az egyéb érdekelteknek előnyösek ezek. Másrészt ezekhez az ügyletekhez szükséges közgyűlési szavazás, mely információt és bizonyos fokú védelmet garantál a részvényeseknek. Így például átszervezések (*reorganizáció*) esetén Németország, Ausztria, Észtország és Finnország biztosít mentességet. Szétválásból adódó befolyásszerzés esetén Németország, Olaszország, Ciprus, Észtország, Románia és Finnország nyújthat mentességet. Ha a befolyásszerzés a céltársaság alaptőkéjének felemelésének (elővásárlási jogokkal vagy anélkül) eredménye, akkor derogációt biztosít – bizonyos feltételek teljesülése esetén – az Egyesült Királyság (ún. *whitewash-eljárással* párosítva), Belgium (elővásárlási joggal megvalósuló tőkeemelés esetén), Dánia, Ciprus (elővásárlási jog nélkül, ún. *whitewash-eljárással* és független tanácsadással párosítva), Észtország (elővásárlási joggal), Finnország (elővásárlási joggal), Görögország (elővásárlási joggal) és Írország (ún. *whitewash-eljárással* párosítva).⁵⁴⁸

Fentiek alapján nem tarthatjuk megalapozatlannak *Luca Enriques*⁵⁴⁹ professzor azon állítását, hogy az irányelv szabályozása bőséges teret biztosít a kötelező ajánlattételi követelmény elkerülését szolgáló leleményes és kevésbé leleményes megoldásoknak. Ezek alkalmazhatósága nyilvánvalóan – mint az a fentiekből is kiderül – az irányelv rendelkezéseit átültető nemzeti szabályozás kialakításán és betartatásán alapul. Az irányelv által biztosított derogációs lehetőséggel élve pedig jelentős különbségek alakulhatnak ki az Európai Unió tagállamai között vállalatok feletti irányítás megváltozásának kezelésében. Így az irányelv jelen formájában lehetőséget ad arra, hogy tagállamonként eltérő, és a részvényesek számára

⁵⁴⁷ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 148-149. old. Elérhető (2014. november 1.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁵⁴⁸ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 149-150., 154. old. Elérhető (2014. november 1.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁵⁴⁹ Luca Enriques az Oxford-i Egyetem Jogtudományi Karának társasági jog professzora.

így különböző fokú védelmet biztosító kötelező ajánlattételi szabályozási rezsím legyen jelen az Európai Unióban.⁵⁵⁰

3.2.3. A kötelező vételi ajánlat során fizetett méltányos ár meghatározásának szabályai

Az irányelvnek nem csupán az a fontos vívmánya, hogy meghatározott mértékű befolyásszerzéshez előírta a kötelező nyilvános vételi ajánlattételi kötelezettséget. Ez önmagában még ugyanis nem biztosítana megfelelő védelmet a részvényeseknek, hiszen az ajánlat során felkínált árra, ellenértékre vonatkozóan még nem ír elő követelményeket. Ennek a kérdésnek a fontosságát azért is kell hangsúlyoznunk, mert a nyilvánosan működő részvénytársaságok esetében a kismérvényesek magatartására hatással van az *ajánlatok elfogadása kapcsán a részvényesekre nehezedő kényszer problémája*, illetve szintén kevésbé képesek e kisbefektetők érdekeiket érvényesíteni az ajánlatról való tárgyalás (így egy attraktív ajánlati ár kitárgyalása) során (*kollektív fellépés problémája*).⁵⁵¹ Ezek feloldására az irányelv által tett hatékony lépés, hogy a céltársaságban az irányító befolyásszerzéshez kapcsolódó kötelező nyilvános vételi ajánlatot az irányelv 5. cikk (4) bekezdésben meghatározott méltányos áron kell megtenni. Így a tagállamoknak garantálnia kell, hogy az ajánlattétel során „méltányos ár”⁵⁵² érvényesüljön. A hivatkozott 5. cikk (4) szerint a méltányos ajánlati ár minimuma a tagállamok által meghatározott időtartamon belül az ajánlattevő vagy a vele összehangoltan eljáró személyek által ugyanazon értékpapírokért megfizetett legmagasabb ár.⁵⁵³ A kérdéses időtartam az ajánlat megtétele előtt nem lehet kevesebb 6, de nem lehet több 12 hónapnál.⁵⁵⁴ Ha az ajánlat megtétele (nyilvánosságra hozatala) után, de az elfogadásra

⁵⁵⁰ Lásd ENRIQUES, Luca, *The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive*, European Company and Financial Law Review, Vol. 1. Issue 4. (2004.) 445-446, 456. old.

⁵⁵¹ Lásd RIBSTEIN, Larry E., *Takeover Defenses and the Corporate Contract*, The Georgetown Law Journal, Vol. 78. Issue 1. (1989.) 83. old.; OESTERLE, Dale A., *Target Managers as Negotiating Agents for Target Shareholders in Tender Offers: A Reply to the Passivity Thesis*, Cornell Law Review, Vol. 71. Issue 1. (1985.) 53, 61-63. old.

⁵⁵² 2004/25/EK irányelv 5. cikk (1)

⁵⁵³ Érdemes megjegyezni, hogy majdnem az összes jelentős, Európai Unió kívüli állam jogi szabályozása is a kötelező vételi ajánlat esetén alkalmazandó minimum árat az ajánlattevő által az ajánlatot megelőző, meghatározott időtartamon belül kifizetett legmagasabb árból kiindulva határozza meg. Ez az időtartam jellemzően háromtól tizenkét hónapig terjed. Egyes jelentős, nem EU tagállamok ezen túlmenően az értékpapírok bizonyos súlyozott átlagárát is tekintetbe veszik meghatározott időtartamra vonatkozóan. Ez az időtartam jellemzően az ajánlatot megelőző hatvan naptól hat hónapig terjed. Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 157. old. Elérhető (2014. november 2.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁵⁵⁴ Lásd MAUL, Silja, MUFFAT-JEANDET, Daniele, *Die EU-Übernahmerichtlinie (Teil I.)*, Die Aktiengesellschaft (2004.) 229. old.; EDWARDS, Vanessa, *The Directive on Takeover Bids*, European Company and Financial Law Review, Vol. 1. Issue 4. (2004.) 433. old.; MENJUCQ, Michel, *The European*

nyitva álló határidő lejártá előtt az ajánlati árnál magasabb áron vásárol értékpapírt az ajánlattevő vagy a vele összehangoltan eljáró személy, akkor az ajánlattevő megemeli ajánlatát, hogy legalább egyenlő legyen az így megszerzett értékpapírokért fizetett legmagasabb árral (ez az ún. legmagasabb fizetett ár elve).⁵⁵⁵

Az irányelv alapján a felügyeleti hatóságoknak indoklási és nyilvánosságra hozatali kötelezettség mellett, meghatározott okok fennállása esetén, a tagállamok felhatalmazást adhatnak a vételi ajánlatban szereplő ár módosítására,⁵⁵⁶ amennyiben ez összhangban van az irányelv 3. cikk (1) bekezdésében felsorolt általános elvekkel. Ezekről az okokról listát lehet készíteni. A módosításra csak világosan meghatározott körülmények esetén és kritériumok szerint kerülhet sor.⁵⁵⁷ A részvényesek papírjaiért fizetendő ár felügyelet általi befolyásolásának (módosításának) okairól az irányelv csak példálózó jelegű felsorolást ad, és ennek keretében négy esetet emel ki. Így ilyen indok lehet, ha a legmagasabb árat az eladó és a vevő közötti megállapodás szabta meg, ha a kérdéses értékpapírok piaci áraival manipuláltak, vagy amennyiben a piaci árakat általánosságban, vagy bizonyos piaci árakat egyedileg kivételes események befolyásolták.⁵⁵⁸ Az irányelv fenti rendelkezései törekednek elősegíteni az irányelv azon általános elvének érvényesülését, mely szerint a céltársaság, az ajánlattevő társaság, vagy bármely, az ajánlattal érintett társaság értékpapírjai tekintetében tilos hamis piacot létrehozni oly módon, hogy az értékpapírok árának emelkedése vagy csökkenése mesterségesse váljon és a piac szokásos működése torzuljon.⁵⁵⁹ Szintén az ajánlati ár módosítását megalapozó eset az irányelv szerint, ha arra egy nehézségekkel küzdő vállalkozás megmentése érdekében kerül sor.⁵⁶⁰ A tagállamok meghatározhatják az ilyen esetekben alkalmazandó kritériumokat is, például az átlagos piaci értéket egy meghatározott időszakban, egy társaság felszámolási értékét, vagy bármely más, a pénzügyi elemzésben általánosan használt objektív értékelési kritériumot.⁵⁶¹

Regime on Takeovers, European Company and Financial Law Review, Vol. 3. Issue 2. (2006.) 227. old.; ENRIQUES, Luca, *The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive*, European Company and Financial Law Review, Vol. 1. Issue 4. (2004.) 443–444. old.

⁵⁵⁵ 2004/25/EK irányelv 5. cikk (4) bek.; v.ö. HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 424–425. old.

⁵⁵⁶ Lásd EDWARDS, Vanessa, *The Directive on Takeover Bids*, European Company and Financial Law Review, Vol. 1. Issue 4. (2004.) 433. old.; MENJUCQ, Michel, *The European Regime on Takeovers*, European Company and Financial Law Review, Vol. 3. Issue 2. (2006.) 227. old.

⁵⁵⁷ Lásd ENRIQUES, Luca, *The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive: Harmonization Without Foundation?*, European Company and Financial Law Review, Vol. 1. Issue 4. (2004.) 444. old.

⁵⁵⁸ 2004/25/EK irányelv 5. cikk (4) bek.

⁵⁵⁹ 2004/25/EK irányelv 3. cikk (1) bek. d) pont.

⁵⁶⁰ 2004/25/EK irányelv 5. cikk (4) bek.

⁵⁶¹ 2004/25/EK irányelv 5. cikk (4) bek.; Lásd ENRIQUES, Luca, *The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive: Harmonization Without Foundation?*, European Company and Financial Law Review, Vol. 1. Issue 4.

A legtöbb uniós tagállam nem alkalmazza a fent felsorolt valamennyi esetet, hanem csak bizonyosakat ezek közül. Azonban ezt a részleges átültetést az egyes felügyeleti hatóságoknak biztosított diszkrecionális jogkörrel párhuzamosan kell elemezni. Szintén fontos kiemelni, hogy az irányelv szerint az ajánlati árat egyaránt lehetséges felfelé és lefelé is módosítani. Ugyanakkor a felfelé vagy lefelé módosítás lehetősége a nemzeti felügyeleti hatóságok tevékenységére irányadó szabályokon alapulnak. Olaszországban magasabb árat csak akkor lehet meghatározni, ha az ilyen intézkedés a befektetők védelmében szükséges. Másrészt például Németországban a szabályozás általánosan nem teszi lehetővé az ajánlati ár lefelé módosítását, erre csak bizonyos különleges esetekben van lehetőség. Ilyen eset lehet, mikor az ajánlattevőnek az ajánlattételt követően felmerült körülmények, különleges események miatt szükséges módosítani ajánlatát. Erre jelent példát a részvényfelosztás bekövetkezése, vagy a jelentős mértékű osztalékfizetés.⁵⁶²

Luca Enriques professzor garanciális szempontból aggályosnak tartja, hogy a tagállamoknak a szabályozási rezsím alapján lehetőségük van a kötelező ajánlattételi szabály alól kivételek meghatározására, illetve, hogy a felügyeleti hatóságoknak lehetőséget lehet biztosítani a legmagasabb fizetett ár elvétől való eltérésre. Álláspontja szerint ez a szabályozás teret biztosíthat a jogi tanácsadók és a befektetési bankárok azon törekvéseinek, hogy oly módon tervezzék meg a vállalatfelvásárlási ügyleteket, melynek segítségével minimalizálhatják az ajánlattevő költségét.⁵⁶³

Egyes uniós tagállamok csak meglehetősen korlátozott módon teszik lehetővé az ajánlati ár módosítását a felügyeleti hatóságaiknak. Ez a helyzet Finnország, Lengyelország, Spanyolország, Németország, Olaszország és Franciaország esetében. Ezekben az országokban az ajánlati árak módosítására csak meghatározott esetekben kerülhet sor, melyeket kifejezetten rögzít a vonatkozó szabályozás. Továbbá az ajánlati ár lefelé történő módosítására csak igen korlátozottan van lehetőség e tagállamok közül Németország, Finnország és Spanyolország esetében.⁵⁶⁴

Egyes tagállamokban a felügyeleti hatóságoknak bizonyos mérlegelési jogkört biztosítanak, meghatározott szempontok alapján. Az alábbiakban néhány példát mutatunk be a felügyeleti hatóságok mérlegelési jogkörére az irányelv által kiemelt négy esetkör figyelembe vételével.

(2004.) 444. old.; HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, Társaságok a tőzsdén (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 424-425. old.

⁵⁶² The Takeover Bids Directive Assessment Report, 157-160. old. Elérhető (2014. november 2.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁵⁶³ Lásd ENRIQUES, Luca, *The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive: Harmonization Without Foundation?*, European Company and Financial Law Review, Vol. 1. Issue 4. (2004.) 446. old.

⁵⁶⁴ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 160. old. Elérhető (2014. november 2.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

Ausztriában például a felügyeleti hatóságnak (*Übernahmekommission*) lehetősége van az ajánlati árat módosítani, amennyiben a piaci árakat általánosságban, vagy bizonyos piaci árakat egyedileg kivételes események befolyásolták. Az irányelvben nem szereplő, mérlegelési jogkört biztosító esetkör pedig a közvetett akvizíciókhoz kapcsolódik.⁵⁶⁵ Franciaországban akkor van lehetősége a felügyeleti hatóságnak az ajánlati ár módosítására, ha a legmagasabb árat az eladó és a vevő közötti megállapodás határozta meg, vagy amennyiben a piaci árakat általánosságban, vagy bizonyos piaci árakat egyedileg kivételes események befolyásolták, illetve ha az ajánlati ár módosítására egy nehézségekkel küzdő vállalkozás megmentése érdekében kerül sor. Az irányelvben nem nevesített esetkör, ha nyilvánvaló változás áll be a céltársaság jellegében.⁵⁶⁶ Németországban akkor van lehetősége a felügyeleti hatóságnak az ajánlati ár módosítására, ha a legmagasabb árat az eladó és a vevő közötti megállapodás határozta meg, vagy amennyiben a piaci árakat általánosságban, vagy bizonyos piaci árakat egyedileg kivételes események befolyásolták. További, az irányelvben nem szereplő körülmény, ha lehetetlen a piaci árat figyelembe venni (mert pl. a céltársaságot a közelmúltban vezették be a tőzsdére).⁵⁶⁷ Magyarországon nem biztosít a vállalatfelvásárlási jog lehetőséget a felügyeleti hatóságnak, hogy módosítsa az ajánlati árat. A magyar szabályozásban ugyanakkor a méltányos ajánlati ár meghatározása rendkívül szofisztikált, és jóval komplexebb, mint az irányelv által minimálisan megkövetelt szabályozási megoldás.⁵⁶⁸ ⁵⁶⁹ Svédország, Görögország és Szlovákia esetében szintén nincs lehetőségük a tagállami felügyeleti hatóságoknak, hogy módosítsák az ajánlati árat.⁵⁷⁰ Luxemburg és Spanyolország esetében viszont az irányelv által meghatározott mind a négy esetkörben lehetősége van a felügyeleti hatóságoknak az ajánlati ár módosítására. Spanyolország esetében felhatalmazást ad a módosításra az a körülmény is, ha az ajánlati ár kiszámításához figyelembe veendő időszakban a részvények megszerzéséért kifizetett ár további, utólagos ellentételezést is tartalmazott.⁵⁷¹ Az Egyesült Királyságban az irányelv által meghatározott esetkörök közül a negyedik fennállása esetén nyílik lehetősége a felügyeleti hatóságnak az ajánlati ár

⁵⁶⁵ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 161. old. Elérhető (2014. november 2.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁵⁶⁶ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 161. old. Elérhető (2014. november 2.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁵⁶⁷ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 162. old. Elérhető (2014. november 2.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁵⁶⁸ Lásd a tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvény 72. § rendelkezéseit.

⁵⁶⁹ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 159., 162. old. Elérhető (2014. november 2.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁵⁷⁰ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 162-163. old. Elérhető (2014. november 2.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁵⁷¹ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 162-163. old. Elérhető (2014. november 2.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

módosítására (nevezetesen, ha az ajánlati ár módosítására egy nehézségekkel küzdő vállalkozás megmentése érdekében kerülhet sor). Az irányelvben nem szereplő, további figyelembe vehető körülményeket is meghatároz a brit szabályozás. Ilyen lehet például a releváns akvizíciók mérete és időzítése, a céltársaság hozzáállása, az ajánlattevővel szoros kapcsolatban álló igazgatóktól vagy más személyektől magas áron megvalósult részvényvásárlási ügyletek, vagy egy súlyos pénzügyi nehézségekkel küzdő vállalkozás megmentése érdekében tett ajánlat.⁵⁷²

A részvényekért felajánlott ellenérték az irányelvben meghatározottak szerint lehet készpénz vagy értékpapír, vagy a kettő kombinációja.⁵⁷³ Ha az ellenérték nem szabályozott piacra bevezetett likvid értékpapírokból áll, akkor készpénzt is kell tartalmaznia az ajánlatnak.⁵⁷⁴ Ez a rendelkezés ugyanakkor nem kellően konkrét, hiszen a biztosítandó készpénz ellenérték mértéke, aránya tekintetében már nem ad eligazítást. Készpénzt is fel kell ajánlani továbbá a részvényekért, ha a tagállam által megadott és a vételi ajánlat elfogadására nyitva álló határidő lejártá között az ajánlattevő (vagy a vele összehangoltan eljáró személyek) készpénzért a céltársaság szavazati jogainak legalább 5 %-ára jogosító értékpapírt vásárolt.⁵⁷⁵ Az irányelv 5. cikk (5) bekezdésének utolsó mondata lehetőséget biztosít a tagállamoknak annak előírására, hogy minden esetben legalább alternatívaként készpénzes ellenértéket is fel kelljen ajánlani.⁵⁷⁶ A magyar szabályozás például él ezzel a lehetőséggel, és a tőkepiaci törvény lehetővé teszi az ajánlatot elfogadónak, hogy ha az ellenérték nem vagy nem kizárólagosan készpénz, akkor az ajánlat elfogadásával egyidejűleg kérhesse az ellenérték készpénzben történő kifizetését.⁵⁷⁷

Az irányelv továbbá az ellenérték szolgáltatásával kapcsolatos általános elvében kifejti, hogy az ajánlattevő csak akkor jelentheti be ajánlatát, ha a készpénz ellenértéket – ha ilyen ellenértéket ajánlottak fel – teljes mértékben szolgáltatni tudja, és miután minden ésszerű intézkedést megtett a bármely más típusú ellenérték nyújtásának biztosítása érdekében.⁵⁷⁸

⁵⁷² The Takeover Bids Directive Assesment Report, 163. old. Elérhető (2014. november 2.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁵⁷³ 2004/25/EK irányelv 5. cikk (5) bek.

⁵⁷⁴ Lásd MENJUCQ, Michel, *The European Regime on Takeovers*, European Company and Financial Law Review, Vol. 3. Issue 2. (2006.) 227. old.; ENRIQUES, Luca: *The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive*, European Company and Financial Law Review, Vol. 1. Issue 4. (2004.) 444. old.; 2004/25/EK irányelv 5. cikk (5) bek.

⁵⁷⁵ Lásd EDWARDS, Vanessa, *The Directive on Takeover Bids*, European Company and Financial Law Review, Vol. 1. Issue 4. (2004.) 433. old.; 2004/25/EK irányelv 5. cikk (5) bek.

⁵⁷⁶ 2004/25/EK irányelv 5. cikk (5) bek.

⁵⁷⁷ A tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvény 74. § (7) bek.; HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 427. old.

⁵⁷⁸ 2004/25/EK irányelv 3. cikk (1) bek. e) pont.

3.2.4. A kötelező vételi ajánlat elfogadására nyitva álló időszak szabályozása

További garanciális eleme a 2004/25/EK irányelvnek a kötelező vételi ajánlatok lebonyolítása tekintetében, hogy meghatározza az ajánlat elfogadására rendelkezésre álló időszakot. Erre vonatkozóan már az irányelv általános elvei is megfogalmazznak követelményeket. A 3. cikk (1) bekezdés b) pontja alapján ugyanis a céltársaság értékpapírjainak birtokosai számára elegendő időt és információt kell biztosítani ahhoz, hogy megfelelően megalapozott döntést tudjanak hozni az ajánlatról. Így az egyik releváns szempont, hogy a kisebbségi részvényesek megfelelő tájékoztatása biztosított legyen, illetve hogy elegendő idő álljon számukra rendelkezésre a megalapozott döntéshozatalhoz.⁵⁷⁹

Szintén figyelembe kell venni ezzel párhuzamosan, hogy az ajánlat bizonytalan helyzetet is eredményez, mely hatással lehet a társaság napi üzletvitelére. Ebből kiindulva az irányelv általános elvei között szerepel, hogy a céltársaságot nem lehet az értékpapírjaira vonatkozó ajánlat miatt a tevékenységének folytatásában az ésszerűnél hosszabb ideig⁵⁸⁰ akadályozni.⁵⁸¹

A vonatkozó szabályozást pedig e két általános elv érvényesülésének összhangjára figyelemmel indokolt megalkotni.⁵⁸²

Az irányelv a 7. cikk (1) bekezdésében úgy rendelkezik, hogy a vételi ajánlat elfogadására nyitva álló időszak nem lehet a vételi ajánlat közzétételétől számított két hétnél rövidebb és tíz hétnél hosszabb.⁵⁸³ Ezzel a szabályozással a közösségi jogalkotó a tagállamok számára meglehetősen tág mozgásteret biztosít. Különösen igaz ez annak fényében, hogy az irányelv 7. cikk (1) bekezdése alapján – feltéve, hogy az irányelv 3. cikk (1) bekezdésének f) pontjában megállapított általános elvet betartják⁵⁸⁴ – a tagállamok előírhatják, hogy a tízhetes időszak azzal a feltétellel meghosszabbítható, hogy az ajánlattevő legalább két héttel korábban bejelenti az ajánlat lezárására irányuló szándékát.⁵⁸⁵ A 7. cikk (2) bekezdése egyedi esetekre vonatkozóan pedig szintén lehetőséget ad az ajánlat elfogadására rendelkezésre álló

⁵⁷⁹ Lásd HARVEY, Neil, NOURRY, Alex, *Takeovers and Mergers in the European Union – an Overview in A Practitioner's Guide to Takeovers and Mergers in the European Union* (City & Financial Publishing, Great Britain, 2008) 21. old.; 2004/25/EK irányelv 3. cikk (1) bek. b) pont.

⁵⁸⁰ 2004/25/EK irányelv 3. cikk (1) bek. f) pont.

⁵⁸¹ Lásd EDWARDS, Vanessa, *The Directive on Takeover Bids*, *European Company and Financial Law Review*, Vol. 1. Issue 4. (2004.) 432. old.; ENRIQUES, Luca, *The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive*, *European Company and Financial Law Review*, Vol. 1. Issue 4. (2004.) 442. old.

⁵⁸² V.ö. HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén (HVG-ORAC, Budapest, 2011.)* 422. old.

⁵⁸³ Lásd EDWARDS, Vanessa, *The Directive on Takeover Bids*, *European Company and Financial Law Review*, Vol. 1. Issue 4. (2004.) 433. old.

⁵⁸⁴ A 3. cikk (1) bekezdés f) pontjában meghatározott általános elv alapján a céltársaságot nem lehet az értékpapírjaira vonatkozó ajánlat miatt a tevékenységének folytatásában az ésszerűnél hosszabb ideig akadályozni.

⁵⁸⁵ Lásd EDWARDS, Vanessa, *The Directive on Takeover Bids*, *European Company and Financial Law Review*, Vol. 1. Issue 4. (2004.) 433. old.

időkeret meghosszabbítására. Felhatalmazza ugyanis a tagállamokat, hogy felügyeleti hatóságuk számára lehetőséget biztosítsanak az ajánlat elfogadására nyitva álló időtartam szabályozásától való eltérésre (az időtartam meghosszabbítására). Ez azért lehet szükséges, hogy a céltársaság (rendkívüli) közgyűlést tudjon összehívni az ajánlat megvizsgálására.⁵⁸⁶ Így az irányelv rendelkezései alapján a tagállamok széles keretek között alakíthatják ki ide vonatkozó szabályozásukat, az irányelvnek csupán alapvető garanciális szerepe van (tulajdonképpen azt biztosítja, hogy minimum 14 nap rendelkezésére áll a céltársaság részvényeseinek az ajánlat tanulmányozására és elfogadására, valamint, hogy a céltársaságot – alapesetben – 60 napnál tovább nem teszik ki a vételi ajánlatból fakadó bizonytalanságnak). A tagállamoknak adott a lehetőség, hogy ezen a kereten belül kialakítsák optimálisnak vélt szabályozási megoldásaikat.

3.2.5. A kötelező vételi ajánlaton túlmutató további védelem

Az irányelv szintén felhatalmazást ad arra a tagállamoknak 5. cikkének (6) bekezdésében, hogy az irányelvben a kötelező ajánlattétel szabályozása kapcsán előírt védelmen túlmenően az értékpapírok birtokosai érdekeinek védelmére szánt további eszközöket is előírhatnak, olyan mértékben, amennyiben ezen eszközök az ajánlattételi eljárás rendes lefolytatását nem gátolják. Erre a lehetőségre már utalás olvasható az irányelv általános elvei között is.⁵⁸⁷ A tagállamok ugyanis az ide vonatkozó általános elv szerint az ajánlatok szabályozására további, az irányelv feltételeinél és rendelkezéseinél szigorúbb feltételeket és rendelkezéseket állapíthatnak meg. Ez is azt mutatja, hogy a 2004/25/EK irányelv a kisebbségi részvényeseket védő minimumszabályozás, mely a tagállamok jogalkotása által további garanciákkal egészíthető ki. (Például ki lehet terjeszteni a vételi ajánlattételi kötelezettséget a szavazati joggal nem rendelkező részvényekre is.)⁵⁸⁸ Szintén ilyen szabályozási megoldásra jelent példát egy második, ajánlattételi kötelezettséget maga után vonó befolyásszerzési küszöbérték előírása, vagy egy bizonyos mértékű további részvénytulajdonhoz új ajánlattételi kötelezettség társítása (ún. *creeping-in*). E szabályozási megoldások létjogosultságát az adja meg, hogy egy társaságban (akár a már megtett vételi ajánlatot követően) 30-50%-os részesedéssel

⁵⁸⁶ Lásd EDWARDS, Vanessa, *The Directive on Takeover Bids*, European Company and Financial Law Review, Vol. 1. Issue 4. (2004.) 433. old.; v. ö. HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 425. old.

⁵⁸⁷ 2004/25/EK irányelv 3. cikk (2) bek. b) pont.

⁵⁸⁸ Lásd ENRIQUES, Luca, *The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive*, European Company and Financial Law Review, Vol. 1. Issue 4. (2004.) 442. old.; HARVEY, Neil, NOURRY, Alex, *Takeovers and Mergers in the European Union – an Overview in A Practitioner's Guide to Takeovers and Mergers in the European Union* (City & Financial Publishing, Great Britain, 2008) 21. old.

rendelkező részvényes nem lehet biztos abban, hogy hosszú távon meg tudja tartani a vállalat feletti irányítást. Így ezek a részvényesek bizonytalanságban maradnak, amely arra ösztönözheti őket, hogy részesedésüket idővel tovább próbálják emelni („*creep up*”). Például célul tűzhetik ki 30% körüli szavazati részesedésük 50% fölé növelését. Amennyiben korábban eleget tettek vételi ajánlattételi kötelezettségüknek (vagy valamilyen okból mentesültek az alól), akkor mindezt további vételi ajánlattételi kötelezettség nélkül tudnák megtenni. E kérdéskör szabályozására alapvetően kétféle jogalkotási megközelítés alakult ki az Európai Unióban. A *korlátozott emelés* lehetőségét valló megközelítés alapján egyes tagországok előírják, hogy a 30 %-os (vagy 33%-os) befolyásszerzési küszöbérték felett bármilyen részvénytulajdonlás – vagy egy meghatározott időszakon belül lezajló meghatározott mértékű részvénytulajdonlás –vételi ajánlattételi kötelezettséget von maga után. Az ilyen további százalékos részesedésre és figyelembe veendő időszakokra a következő példák hozhatóak: Franciaországban például kötelező vételi ajánlatot kell tenni, ha a részvények vagy szavazati jogok további 2%-át szerzik meg 12 hónapos időtartamon belül. Görögországban és Olaszországban akkor éled fel a vételi ajánlattételi kötelezettség, ha a szavazati jogok további 3%-át szerzik meg 12 hónapon belül. Írországban a szavazati jogok további 0.05%-ának 12 hónapon belül való megszerzése váltja ki a vételi ajánlattételi kötelezettséget. Az Egyesült Királyságban már pusztán egy további részvény megszerzése is kiváltja az ajánlattételi kötelezettséget (tehát bármilyen részesedés megszerzésének ilyen hatása van). Ezeknek a szabályoknak ugyanakkor országonként eltérő funkciójuk lehet, és ez is okozhatja eltérőségüket. Franciaországban és Görögországban például, ahol jelentős a pakett-tulajdonosi jelenlét a vállalatokban, a szabály lehetővé teszi a pakett-tulajdonosoknak, hogy lassan emeljék részesedésüket. Ez alapján a nagy pakett-tulajdonosok megőriztek némi mozgásteret részesedésük további emelésére. A szabályozás ugyanakkor megfelelő időt biztosít a piacnak az erről való értesülésre. Másrészt viszont az Egyesült Királyság és Írország esetében sokkal szórtaabb tulajdonosi szerkezet érvényesül. Ebben az esetben gyakorlatilag nincs mozgáster a további részvénytulajdonlásra.⁵⁸⁹

Szintén lehetséges szabályozási megoldás egy második befolyásszerzési küszöbérték meghatározása, mely – ismételten – vételi ajánlattételi kötelezettséget von maga után. Ez a megközelítés abból indul ki, hogy az 50%-os befolyás tekinthető a vállalat irányítása szempontjából fontos küszöbértéknek. Így a legegyszerűbb módszer a probléma megoldására, ha 50%-os befolyásszerzésénél felállítunk egy második küszöböt, melynek elérése szintén

⁵⁸⁹ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 126-127. old. Elérhető (2014. november 3.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

vételi ajánlattételi kötelezettséget von maga után. Ezt a megközelítést alkalmazza Portugália és Finnország. Lengyelország szintén hasonló szabályozással rendelkezik, ugyanakkor a második releváns befolyásszerzési küszöbértéket 66%-nál határozta meg.⁵⁹⁰

3.2.6. A kötelező vételi ajánlattételi szabállyal kapcsolatos gyakorlati tapasztalatok

A 2004/25/EK irányelv alkalmazását vizsgáló *The Takeover Bids Directive Assessment Report* által végzett felmérés szerint a megkérdezett érdekeltek 56%-a arra az álláspontra helyezkedett, hogy a kötelező ajánlattételi szabály megfelelően védi a részvényesek érdekeit, míg 42%-uk szerint csak részben tesz eleget ennek a célnak. A védelem szintjét nem megfelelőnek értékelő érdekeltek 47%-a szerint ez részben magának az irányelvnek köszönhető, míg 53%-uk szerint a nemzeti jogba való átültetés tehető felelőssé. Az irányelv hatályba lépését követően a kötelező ajánlattételi szabály alkalmazásából következően az érdekeltek 48%-a jelentős erősödést tapasztalt a kisebbségi részvényesek jogainak védelmét illetően. Az érdekeltek általánosan egyetértenek abban is, hogy a diszkrecionális kivételek nem gyengítik a kötelező ajánlattételi szabályt (így vélekedett 71%-uk). Ugyanakkor a legtöbb befektető és közvetítő úgy vélekedett a legjelentősebb uniós tagállamokban, hogy a diszkrecionális kivételeknek valóban van a kötelező ajánlattételi szabályt gyengítő hatásuk (67%-uk osztotta ezt az álláspontot). Az egyéb uniós tagállamokba tartozó befektetők és közvetítők 56%-a szintén ezen a véleményen van. Az összes elemzett uniós tagállamban a befektetők és közvetítők 61%-a jutott erre az álláspontra (összesített eredmény).⁵⁹¹

A kötelező ajánlattételhez kapcsolódó méltányos ár szabályozása tekintetében gyakorlatilag az érdekeltek 59%-a azon az állásponton van, hogy a szabály megfelelő védelmet nyújt a kisebbségi részvényesek érdekeinek. Az érdekeltek 35%-a pedig egyenesen annak az álláspontjának adott hangot, hogy a szabály nagyon jól védi a részvényesi érdekeket.⁵⁹² Az érdekeltek 86%-a helyezkedik továbbá arra az álláspontra, hogy a méltányos ár szabályának

⁵⁹⁰ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 126-127., 129. old. Elérhető (2014. november 3.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁵⁹¹ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 177-178. old. Elérhető (2014. november 1.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁵⁹² Az viszont némiképp árnyalja a képet, hogy a kibocsátók, befektetők és közvetítők véleményét figyelembe vevő és összegző elemzés esetében a kibocsátók vélekedtek legnagyobb arányban úgy, hogy a méltányos ár szabályozása megfelelő védelmet jelent a kisebbségi részvényeseknek. 78%-uk helyezkedett erre az álláspontra. A befektetők és közvetítők esetében ugyanakkor árnyaltabb a kép. Csupán 42%-uk vélekedett hasonlóképpen. Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 177-179. Accessible at (24 February 2013.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

alkalmazása a kisebbségi részvényesek magasabb szintű védelmét eredményezi, gyakorlatilag ehhez kapcsolódó káros, elrettentő hatás nélkül.⁵⁹³

3.2.7. A kiszorítás (*squeeze-out*) és az eladási jog (*sell-out*)⁵⁹⁴

Az ún. kiszorítási (*squeeze-out*) jog gyakorlásával az ajánlattevő képes kiszorítani a kisebbségi részvényeseket az irányítása alá vont vállalatból. Így mentesülhet azoktól az esetleges kockázatoktól és költségektől, melyet a kisebbségi részvényesek folyamatos jelenléte okozhat. E jog gyakorlása fontos eszközt rak az ajánlattevő kezébe, hogy megszerezze egy vállalat valamennyi részvényét. Ezt ugyanis elérheti azáltal, hogy lehetővé válik számára a kisebbségi részvényesek részesedésének megvásárlása. Ez a lehetőség még vonzóbbá teszi az ajánlattétel lehetőségét. Ezért a *squeeze-out* szabály alkalmazása elősegíti a vállalatfelvásárlási aktivitást, és így kedvező hatást gyakorol a vállalatok feletti irányítás megváltoztatásának lehetőségére. Az Európai Unióban számos tagállamban az irányelv következményeként jelent meg először a *squeeze-out* szabály alkalmazása.⁵⁹⁵

Ezzel párhuzamosan ki kell fejteni, hogy az irányelv természetesen garanciákat is tartalmaz a kisebbségi részvényesek védelmében. Lehetővé teszi ugyanis a kisebbségi részvényesek számára, hogy méltányos áron eladhassák részvényeiket (*sell-out*) az ajánlattevőnek egy sikeres ajánlat lezárását követő három hónapon belül. Ez pedig védelmet biztosít számukra abban az esetben, ha a társaságban irányító befolyást szerző ajánlattevő visszaélne rovásukra domináns pozíciójával. A szabályozás továbbá garantálja a méltányos ellenértéket a kisebbségi részvényesek számára, az irányelv annak kiszámítására vonatkozó szabályai szerint. Ez pedig jóval kedvezőbb lehetőséget jelent számukra, mintha egy alapvetően csekély likviditással rendelkező piacon kellene részesedésüktől megválniuk. E jog gyakorlásának lehetősége enyhíti az ajánlat elfogadása kapcsán a részvényesekre nehezedő kényszert (ún. *pressure to tender*), hiszen jelentősen csökkenti annak valószínűségét, hogy a vételi ajánlatot

⁵⁹³ The Takeover Bids Directive Assesment Report, 177-179. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁵⁹⁴ Lásd BECHT, Marco, BOLTON, Patrick, RÖELL, Ailsa: *Corporate Governance and Control*, European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper (2/2002) Elérhető (2010. augusztus 2.): http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=343461,

⁵⁹⁵ GOERGEN, Marc; MARTYNOVA, Marina; RENNEBOOG, Luc; *Corporate Governance Convergence: Evidence From Takeover Regulation Reforms in Europe*; COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT, *Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids*, 9. old. Accessible at (23 June 2010): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report_en.pdf; The Takeover Bids Directive Assesment Report, 220. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf, ; Lásd még: HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 448. old.

elutasító részvényes csapdába esik egy olyan helyzetben, melyet alacsony likviditás és a társaság feletti irányítás egyéni előnyserzésre való felhasználásának magas veszélye jellemez. Ez pedig általánosságban is előmozdítja a befektetési hajlandóságot.⁵⁹⁶ Az eladási jog visszafogja az ajánlattevő számára allokálásra kerülő hozamot vállalatfelvásárlások esetén, ezért csökkenteni fogja az értéknövelő vállalatfelvásárlások számát is.⁵⁹⁷ Bár a kizorítási és az eladási jog egymás ellentétének tűnhet, valójában alkalmazásuk kiegészíti egymást. Ugyanis alapvetően megszüntetik a konfliktusokat a kisebbségi és a többségi részvényesek között.⁵⁹⁸

Hét tagállamban az irányelv átültetésével jelent meg először a vállalatfelvásárlásokhoz kapcsolódóan a kivásárlási jog. Ezek a tagállamok Ciprus, Észtország, Németország, Görögország, Luxemburg, Szlovákia és Spanyolország voltak. Tíz tagállamban pedig a vállalatfelvásárlásokhoz kapcsolódó eladási jog megjelenését jelentette az irányelv átültetése. Ezek a tagállamok Belgium, Ciprus, Csehország, Észtország, Németország, Görögország, Luxemburg, Hollandia, Szlovákia és Spanyolország voltak. Ezen államok tipikusan nem nyújtanak az irányelv adta kereteken kívül lehetőséget az eladási jog gyakorlására szabályozásukban.⁵⁹⁹

A korábbiakban a kivásárlási jogot vagy az eladási jogot már alkalmazó bizonyos tagállamoknak az irányelv átültetése során módosítaniuk kellett korábbi szabályozásukat. Így például az ír szabályozásban a jogok gyakorlása kapcsán irányadó küszöbértéket 80-ról 90 %-ra emelték. Ezt a módosítást azonban csak az irányelv hatálya alá tartozó vállalatfelvásárlások esetében vezették be (az irányelv hatálya alá nem tartozó vállalatfelvásárlások esetében továbbra is a 80%-os küszöbérték az alkalmazandó). Olaszországban pedig kismértékben csökkent a kizorítási jog gyakorlására irányadó küszöbérték, nevezetesen 98%-ról 95%-ra.⁶⁰⁰

A kivásárlási és eladási jog jelenlétét nemzetközi viszonylatban vizsgálva megállapíthatjuk, hogy az több jelentős jogrendszerben megtalálható az Európai Unión kívül is. Az alkalmazott

⁵⁹⁶ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 220. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

⁵⁹⁷ Lásd COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT, *Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids*, 8. old. Accessible at (23 June 2010):

http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report_en.pdf

⁵⁹⁸ GOERGEN, Marc; MARTYNOVA, Marina; RENNEBOOG, Luc; *Corporate Governance Convergence: Evidence From Takeover Regulation Reforms in Europe*; COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT, *Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids*, 10. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report_en.pdf ; HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 448. old.

⁵⁹⁹ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 220-221. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁶⁰⁰ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 221. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

szabályozási megoldások pedig alapvetően 90%-os küszöbértéktől teszik lehetővé e jogok gyakorlását.⁶⁰¹

3.2.8. A kizorítás (*squeeze-out*) és az eladási jog (*sell-out*) az Európai Unióban

A 2004/25/EK irányelv már Preambulumának 24. pontjában utal arra, hogy a tagállamoknak meg kell hozniuk a szükséges intézkedéseket, hogy lehetővé tegyék az olyan ajánlattevő számára, amely a nyilvános vételi ajánlatot követően egy társaság szavazati jogokat megtestesítő tőkéjének bizonyos százalékát megszerezte, hogy a fennmaradó értékpapírok birtokosait kötelezhesse arra, hogy az értékpapírjaikat neki eladják. Ez azt jelenti, hogy meghatározott hányadú befolyást biztosító részvény megszerzése vételi jogot keletkeztet a társaság fennmaradó részvényeire. A közösségi szabályozás szintén a Preambulumának 24. pontjában rendelkezik arról is, hogy amennyiben egy ajánlattevő a nyilvános vételi ajánlatot követően egy társaság szavazati jogokat megtestesítő tőkéjének bizonyos százalékát megszerezte, a fennmaradó értékpapírok birtokosainak lehetőséget kell kapniuk arra, hogy kötelezhessék az ajánlattevőt, hogy az értékpapírokat tőlük megvegye. Ez pedig eladási jogot jelent a kisebbségi részvénybirtokosok számára. A Preambulum 24. pontja ugyanakkor egyértelműen a nyilvános vételi ajánlatokhoz, tehát a vállalatfelvásárlásokhoz kapcsolja a kizorítás és eladási jog irányelvben meghatározottak szerint való gyakorlását. Kiemeli ugyanis, hogy e kötelező visszavonási és kötelező visszavásárlási eljárásokat csak a nyilvános vételi ajánlathoz kapcsolódó egyedi feltételek szerint kell alkalmazni. A tagállamok más körülmények között továbbra is alkalmazhatják a kötelező visszavonási és kötelező visszavásárlási eljárásokra vonatkozó nemzeti rendelkezéseket. Az irányelv a 15–16. cikkében, kizorítás és eladási jog megjelölés alatt tartalmazza az e jogok gyakorlására vonatkozó rendelkezéseket.

E jogosultságok a 2004/25/EK irányelv szerint csak a céltársaság értékpapírjainak nyilvános vételi ajánlatot követő megszerzése, tehát a céltársaság értékpapírjainak birtokosai számára azok összes értékpapírjára vonatkozó ajánlat megtételét követően élnek.⁶⁰² Mégpedig akkor, amennyiben az ajánlattevő birtokolja a szavazati jogokat megtestesítő tőke legalább 90 %-át, és a céltársaság szavazati jogainak legalább 90 %-át; vagy amennyiben – az ajánlat

⁶⁰¹ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 219.; 238-241. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/en.pdf,

⁶⁰² 2004/25/EK irányelv 15. cikk (1) bek., 16. cikk (1) bek.

elfogadását követően – az ajánlattevő a céltársaság szavazati jogokat megtestesítő tőkéjének legalább 90 %-át képviselő szavazati jogokat és az ajánlat részét képező szavazati jogok legalább 90 %-át megtestesítő értékpapírokat megszerezte vagy szerződésben kötelezte magát azok megszerzésére.⁶⁰³ A jogok gyakorlására vonatkozó küszöbértéket 90%-nál magasabban is meghatározhatják a tagállamok, de az nem lehet magasabb, mint a szavazati jogokat megtestesítő tőke 95%-a, illetve a szavazati jogok 95%-a.⁶⁰⁴ A tagállamok biztosítják, hogy olyan szabályok legyenek hatályban, amelyek lehetővé teszik a küszöbérték elérésének kiszámítását.⁶⁰⁵

Az ún. *squeeze-out* (kivásárlási) jog alapján az ajánlattevő kérheti a fennmaradó értékpapírok minden birtokosától, hogy ezen értékpapírokat méltányos áron neki eladják.⁶⁰⁶ Így lehetősége van arra, hogy az ajánlat elfogadására nyitva álló határidő lejártát követő 3 hónapon belül⁶⁰⁷ egyoldalú nyilatkozatával megszerezze a társaságban még jelen lévő kisebbségi részvényesek papírjait egy méltányos áron. Ez hatékony eszköze annak, hogy az ajánlattevő teljessé tegye a vállalat felvásárlását, ami még vonzóbbá teszi az ajánlattételt. A kivásárlási jog gyakorlása során a részvényekért méltányos árat kell fizetni. Ez azt jelenti, hogy az ajánlatban felkínált ellenértékkel azonos formában kell azt szolgáltatni, vagy készpénzben. A tagállamok itt is kiköthetik, hogy legalább választási lehetőségként fel kell ajánlani készpénz ellenértéket. Kötelező ajánlattételt követően az ajánlatban szereplő ellenértéket méltányosnak kell tekinteni. Önkéntes ajánlatot követően az ajánlatban szereplő ellenérték akkor tekinthető méltányosnak, ha az ajánlattevő – az ajánlat elfogadásával – megszerezte az ajánlat tárgyát képező szavazati jogokat megtestesítő tőke legalább 90 %-át képviselő értékpapírokat.⁶⁰⁸

Az irányelvnek az eladási jogra vonatkozó rendelkezései alapján a tagállamok biztosítják, hogy a fennmaradó értékpapírok birtokosa kérheti az ajánlattevőtől azt, hogy ezen értékpapírokat méltányos áron tőle megvegye a kivásárlási jogra vonatkozó feltételekkel azonos feltételek szerint.⁶⁰⁹ Az eladási jog által biztosított kiszállási lehetőség azonban az irányelvnek az értékpapírokról adott meghatározása⁶¹⁰ miatt megtagadásra kerül a szavazati

⁶⁰³ Lásd MENJUCQ, Michel, *The European Regimes on Takeovers*, European Company and Financial Law Review, Vol. 3. Issue 2. (2006) 227. old.; 2004/25/EK irányelv 15. cikk (2) a) b)

⁶⁰⁴ Lásd EDWARDS, Vanessa, *The Directive on Takeover Bids*, European Company and Financial Law Review, Vol. 1. No. 4. (2004) 427–428. old.; 2004/25/EK irányelv 15. cikk (2)

⁶⁰⁵ 2004/25/EK irányelv 15. cikk (3) bek.

⁶⁰⁶ 2004/25/EK irányelv 15. cikk (2) bek.

⁶⁰⁷ 2004/25/EK irányelv 15. cikk (4) bek.

⁶⁰⁸ 2004/25/EK irányelv 15. cikk (5) bek.; HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 449-450. old.

⁶⁰⁹ 2004/25/EK irányelv 16. cikk (1), (2), (3) bek.

⁶¹⁰ 2004/25/EK irányelv 2. cikk (1) bek. e) pont.

joggal nem rendelkező részvényesektől, akiknek vagyoni jogait a vállalatfelvásárlás szintén érintheti.

Lehetőség biztosított továbbá a tagállamok számára annak előírására, hogy (amennyiben a céltársaság több értékpapírosztályba tartozó értékpapírt bocsátott ki) a kivásárlási vagy eladási jog csak arra az értékpapírosztályra (részvényosztályra) vonatkozik, ahol az e jogok gyakorlása szempontjából releváns küszöbértéket elérték.⁶¹¹

A szabályok alkalmazásának áttekintését követően arra a következtetésre lehet jutni, hogy számos tagállam már az irányelv átültetését megelőzően alkalmazott az irányelvben meghatározotthoz hasonló, az eladási jogot és a kizorítási jogot biztosító szabályokat. Ezekben az államokban a jogok gyakorlásához szükséges küszöbérték jellemzően különbözhet az irányelvben foglalt főszabálytól, és az ár meghatározására is jóval részletesebben kerülhet sor. Az e területet csak csekély mértékben szabályozó államokban ugyanakkor innovatívnak bizonyult az irányelv szabályozása.

Alternatív megoldásként felmerülhet, hogy a kisebbségi részvényesek részvényeinek megszerzésére a többségi részvényes egyesülés vagy a társaság és a részvényesek között létrejövő (bíróság által jóváhagyott) megállapodással (scheme of arrangement) kerítene sort.⁶¹²

Szintén érdekes kérdésfeltevés, hogy vajon az irányelv szabályozása alapján az eladási jog és a kizorítási jog gyakorlására irányadó küszöbérték eltérhet-e egymástól. Megállapítható, hogy az irányelv nem mondja ki kifejezetten azt, hogy a két jog gyakorlására irányadó küszöbértéknek azonosnak kell lennie. A vonatkozó 16. cikk rendelkezések értelmezése pedig nem vezet egyértelmű eredményre. Így ez alapján nem világos, hogy az irányelv lehetővé teszi-e a tagállamoknak, hogy különböző küszöbértékeket határozzanak meg az eladási jog és a kizorítási jog gyakorlására. Ugyanakkor szinte az összes tagállam ugyanazon (90%-os vagy 95%-os) küszöbértéket határozza meg az eladási jog és a kizorítási jog gyakorlása tekintetében, illetve szintén ugyanazon követelményrendszer alapján történik ennek meghatározása. Csupán Románia és Luxemburg alkotott ettől eltérő szabályozást. Románia 90%-os küszöbértéket alkalmaz a kizorítási jog, míg 95%-os küszöbértéket az eladási jog gyakorlása tekintetében. Luxemburg szabályozása pedig ezzel pontosan ellentétesen rendezi a

⁶¹¹ 2004/25/EK irányelv 15. cikk (3) bek.; HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, Társaságok a tőzsdén (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 450. old.

⁶¹² The Takeover Bids Directive Assessment Report, 220. old. Elérhető (2014. november 1.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

kérdést. A tagállamok többsége egyébként a 90%-os küszöbértéket alkalmazza az eladási jog és a kiszorítási jog gyakorlására. 22 vizsgált tagállamból 14 járt így el.⁶¹³

A három hónapos időkeretet előíró szabály miatt számos tagállamban módosítani kellett a korábban hatályban lévő rendszert. Így például az Egyesült Királyság szabályozása korábban négy hónapot biztosított az ajánlattételt követően a 90%-os küszöbérték elérésére, és ezt követően még két hónap állt rendelkezésre a kiszorítási eljárás megindítására. Hollandiában pedig egy nyilvános ajánlattételt követően a három hónapos időtartam lejártát követően is volt lehetőség a kiszorításra.⁶¹⁴

A méltányos árral kapcsolatos rendelkezések átültetése kapcsán ki kell emelnünk, hogy az irányelv 15. cikk (4) bekezdésben található vélelmet a legtöbb tagállam eltérés nélkül átvette. Ugyanakkor ahol az önkéntes vételi ajánlatok 90%-os elfogadásához kapcsolódó vélelem cáfolhatónak lett ítélve, ezzel kapcsolatban széleskörű peres eljárások kezdődhetnek. Ez a kérdés például Ciprus esetében merülhet fel. A Cseh Köztársaság és Románia (csak három hónapos időtartamot követően) előírta, hogy az árat független szakértőnek kell meghatározni. A kisebbségi részvényeseknek a kiszorítási jog gyakorlásának bejelentésétől számított hat hónapos időtartamon belül van lehetőségük megtámadni a felajánlott ellenszolgáltatás mértékét vagy formáját. Németországban egy bírósági döntés alapján lehetőség van a kiszorítási jog gyakorlása esetén fizetendő méltányos árral kapcsolatos vélelem megdöntésére. Ez a lehetőség széleskörű pereskedéshez vezethet.

Az ellenérték típusának megválasztása kapcsán – tehát hogy pénzben vagy értékpapírban történjen – egyes tagállamok éltek azzal a lehetőséggel, hogy minden esetben előírták a készpénz ellenérték választásának lehetőségét. Ilyen szabályozás van érvényben Belgiumban, Cipruson, Franciaországban és Portugáliában. Egyes tagállamokban (mint pl. Finnország) nem teljesen világos, hogy miként kell meghatározni a kiszorítási jog gyakorlása során fizetendő ellenértéket, ha csak részvények (értékpapírok) kerültek felajánlásra az ezt megelőző önkéntes vételi ajánlat során. Általános szabályként likvid részvényeket (értékpapírokat) fel kell ajánlani, és bizonyos tagállamok esetében (Olaszország) a felügyeleti hatóságok jogosultak az ellenérték meghatározására.⁶¹⁵

⁶¹³ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 221-222. old. Elérhető (2014. november 1.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁶¹⁴ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 222. old. Elérhető (2014. november 1.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁶¹⁵ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 223. old. Elérhető (2014. november 1.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

A független szakértők alkalmazása további extra védelmet jelenthet a kisebbségi részvényesek számára. Ez alapján bizonyos tagállamok egyrészt azt kérhetik, hogy a független igazgatók független szakértőt bizzanak meg a céltársaság értékelésére vonatkozóan egy tisztességségi/méltányossági állásfoglalás elkészítésére (lásd Belgium esetét). Másrészt érdekkonfliktus felmerülése esetén független értékelő kerüljön kijelölésre a céltársaság által (Franciaország).⁶¹⁶

Az eltérő vélemények megjelenítése az Egyesült Államokban: Az összehasonlíthatóság végett indokolt megjegyezni, hogy az Egyesült Államokban az eltérő véleménnyel rendelkező igazgatóknak ezen eltérő véleményeit a tőzsdéről való kivezetést (zártkörű társasággá válást) jelentő tranzakciók során nyilvánosságra kell hoznia a céltársaságoknak.⁶¹⁷

A kizorításra és eladási jogra vonatkozó szabályok alkalmazása kapcsán indokolt kitérni a perindításra rendelkezésre álló mozgástérre. Először is érdemes megjegyezni, hogy a kizorítási és eladási jog gyakorlása kapcsán egyedül az ármeghatározás kérdése vethet fel speciális kérdéseket. Ahol a nyilvános vételi ajánlat ellenértéke készpénz, és ezért a kizorítási és eladási jog gyakorlása kapcsán szintén készpénzben, ugyanakkora összegben kerül kifizetésre az ellenérték az ajánlattétel lezárását követő három hónapon belül, akkor ezzel kapcsolatban csekély teret látunk a perindításra. Ugyanakkor minden más helyzet teret nyit a vitás kérdések megjelenésének, és a kockán forgó összegek nagyságát tekintve ez jelentős ösztönzést jelent a perindításra. Ez annál inkább igaz, hogy nehéz egyetlen árat tulajdonítani egy társaságnak, - csupán leginkább egy ársáv lehet értelmes.⁶¹⁸

Az ajánlattevők megfelelőségre való ösztönzése érdekében független szakértők igénybevételét lehet előírni. Az ajánlattevőket azzal ösztönzik a megfelelőségre, hogy képesített és teljesen független szakértőnek kell felülvizsgálnia az árat. A francia jog előírja, hogy az ajánlattevőnek biztosítania kell a francia szabályozó hatóságnak egy független szakértői értékelést. Ez alól kivételt képez, ha a kizorítás egy szabályos készpénz ellenértéket biztosító ajánlatot követően történik. A szakértő függetlenségének megítélésére alkalmazandó követelmények magasak, és átfogó, alapos munkát kell végeznie.⁶¹⁹

Egyes tagállamok lehetőséget biztosítanak az irányelvben rögzített szabályozáson túlmenően is a kizorítási és az eladási jog gyakorlására. Így ez nem kapcsolódik a szükségszerűen a

⁶¹⁶ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 223. old. Elérhető (2014. november 1.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁶¹⁷ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 224. old. Elérhető (2014. november 1.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁶¹⁸ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 224-225. old. Elérhető (2014. november 1.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁶¹⁹ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 225. old. Elérhető (2014. november 1.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

vállalatfelvásárlási helyzetekhez. A kizorítási jog gyakorlását körülbelül a tagállamok fele teszi lehetővé általános jelleggel. E szabályozási megoldások a legtöbb esetben már léteztek az irányelv hatályba lépése előtt. A jog gyakorlásához megszabott küszöbérték gyakran hasonló ahhoz, mint amely az irányelv átültetésével került meghatározásra. Ez a helyzet például Ausztria, Belgium, Észtország, Finnország, Németország, Hollandia és Portugália esetében. Ugyanakkor egyes tagállamokban bizonyos különbségek figyelhetők meg a vállalatfelvásárlási helyzetekben és az egyébként érvényesülő kizorítási jog szabályozásában. Ez a helyzet például Portugália, Írország, Észtország és Németország szabályozásában. Egyes tagállamok pedig nem biztosítják a kizorítási jog gyakorlásának lehetőségét a vállalatfelvásárlási helyzeteken kívül. Erre jelenthet példát Luxemburg, Románia és Spanyolország esete.⁶²⁰

Bizonyos tagállamokban szintén jelen van a vállalatfelvásárlási ajánlatoktól függetlenül az eladási jog gyakorlásának lehetősége (így például Finnország, Írország és Portugália esetében). A legtöbb ilyen országban az eladási jog általános gyakorlásához szükséges feltételek megegyeznek a kizorítási jog általános gyakorlásához kapcsolódó feltételekkel. Ugyanakkor meg kell jegyezni, hogy a tagállami szabályozások kevesebb esetben teszik lehetővé az eladási jog gyakorlását vállalatfelvásárlási helyzeteken kívül, mint a kizorítási jogét.⁶²¹

Ki kell még térnünk a készpénz ellenértékért megvalósuló egyesülésekre (*cash-out mergers*). Hagyományosan az egyesüléseket részvénycsere ügyleteknek (részvényt a részvényért) tekintették, melyek megvalósításához részvényesi szavazásra volt szükség. Ez alapvetően három tranzakció kombinációját jelentette. Egyrészt a beolvasztott társaság megszüntetését jelentette. Másrészt a beolvasztott társaság korábbi részvényesei annak eszközeit nem pénzbeli hozzájárulásként a beolvasztó társaság rendelkezésére bocsátották. Harmadrészt a beolvasztó társaság ezen részvényeseknek hozzájárulásukért cserébe részvényeket bocsát ki. Ez a hagyományos szemlélet azonban már hosszú ideje meghaladottá vált az Egyesült Államokban, ahol az egyesüléseket olyan, részvényesek által jóváhagyott tranzakciónak tekintik, melyek szinte teljesen szabadon strukturálhatók. Az Európai Unióban ugyanakkor a szabályozás nem pont így fejlődött, és még ma is csak kevés tagállam enged teret a készpénzért megvalósuló egyesüléseknek. Ugyanakkor egy tagállamban sem merülhet fel olyan helyzet, hogy a megszűnő társaság részvényesei hozzájárulásuk nélkül teljesen

⁶²⁰ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 225-226. old. Elérhető (2014. november 1.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁶²¹ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 226. old. Elérhető (2014. november 1.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

készpénzben kapják meg papírjaik ellenértékét.⁶²² Az Európai Unió tagállamai közül biztosítja a készpénz ellenértékért megvalósuló egyesülések lehetőségét Csehország, Dánia, Németország, Görögország, Magyarország, Szlovákia és Svédország. Észtországban pedig nincs a kérdés egyértelműen szabályozva. Finnországban a felügyeleti hatóság (*Finnish Takeover Panel*) állásfoglalásával összhangban, korlátozottan nyílik lehetőség a teljesen készpénz ellenértékét kínáló egyesülések lebonyolítására. Más tagállamok pedig alapvetően nem teszik lehetővé a teljesen készpénz ellenértékért megvalósuló egyesületeket.⁶²³

3.2.9. A kiszorítás és az eladási jog gyakorlati alkalmazásának értékelése

A *The Takeover Bids Directive Assessment Report* felmérése alapján a kivásárlási és eladási jogok gyakorlásához szükséges 90 és 95%-os küszöbértéket az érdekeltek általánosan megfelelőnek találták. A felmérés szerint az érdekeltek 82%-a ezen a véleményen volt. Amennyiben a két küszöbérték között kellene választaniuk, akkor a többség a 90%-os küszöbértéket részesítené előnyben (az érdekeltek 75%-a ezen a véleményen volt). A jogok gyakorlására rendelkezésre álló három hónapos határidőt szintén általánosan megfelelőnek ítélték. Az érdekeltek 83%-a helyezkedett erre az álláspontra.⁶²⁴

E jogok gyakorlati érvényesülése kapcsán elmondhatjuk, hogy a kivásárlási jog hatása a vállalatfelvevásárlási ajánlatok előmozdítása. Az eladási jog ajánlatokra gyakorolt hatása ugyanakkor a *The Takeover Bids Directive Assessment Report* alapján nem tűnik jelentősnek. A méltányos ár biztosításának szabálya mindkét esetben emelni látszik a részvényesek számára nyújtott védelem szintjét. Továbbá indokolt kiemelni, hogy az érdekeltek 65%-a szerint a különböző küszöbértékek jelenléte az Európai Unión belül problémákat okoz. A kiszorításra és eladási jogra vonatkozó szabályozás nem kellő harmonizáltsága bizonytalanságot okozhat. Felmerült, hogy a több értéktőzsdére is bevezetett értékpapírok kapcsán a kivásárlási és/vagy eladási jog gyakorlására irányadó eltérő küszöbértékek piaci bizonytalansághoz vezethetnek. Ez mind a céltársaságok és részvényeseik, mind pedig az Európában beruházni szándékozók és az esetleges ajánlattevők szintjén is jelentkezhet. Szintén érdemes kiemelni, hogy a kivásárlási jogra irányadó világos, harmonizált szabályok

⁶²² The Takeover Bids Directive Assessment Report, 227. old. Elérhető (2014. november 1.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁶²³ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 227-228. old. Elérhető (2014. november 1.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁶²⁴ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 243. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

megléte elvezethet a tőzsdei kivezetés szabályrendszerének harmonizációjához a több különböző értéktőzsdére bevezetett vállalatok esetében.⁶²⁵

3.3. A céltársaság részvényeseinek érdekeit védő szabályozási megoldások az Egyesült Államokban

3.3.1. A *Securities and Exchange Act* szabályozása

Az Egyesült Államokban szövetségi szinten a tőzsdére bevezetett társaságok részvényeire tett nyilvános vételi ajánlatokat a kongresszus által 1968-ban elfogadott *Williams Act* szabályozza, mely az 1934-es *Securities Exchange Act* (tőkepiaci törvény) kiegészítésének tekinthető.⁶²⁶ A *Securities Exchange Act* 14(d) szakasza a vállalatfelvásárlások menetével kapcsolatos eljárásokra vonatkozóan tartalmaz alapvető, garanciális szabályokat.⁶²⁷ A 14d-1 szakasz kimondja, hogy ha az ajánlattevő az ajánlat tárgyát képező részvényeket megszerelve közvetlenül vagy közvetve egy társaság bármely, a *Securities and Exchange Act* 12. szakasza alapján tőzsdére bevezetett részvényosztályának több, mint 5%-át birtokolná⁶²⁸ (mint tényleges tulajdonos, ún. *beneficial owner*), akkor jogellenes részéről az ajánlattétel, kivéve, ha az ajánlat első közzétételét vagy a részvényesek számára történő elküldését vagy átadását megelőzően benyújt egy nyilatkozatot az Amerikai Egyesült Államok felügyeleti hatóságának, a *Securities and Exchange Commission*nek (*SEC*), mely a *Securities and Exchange Act* 13(d) szakaszban előírt információkat – és bármely olyan információt, melyet a *SEC* egyéb szabályozása a befektetők védelme és a közérdek szempontjából szükségesnek ítél – tartalmazza. Az ajánlattal kapcsolatos dokumentumokat szintén be kell nyújtani a *SEC*-nek a 13(d) szakaszban meghatározott nyilatkozat mellékleteként, továbbá el kell küldeni a részvényeket kibocsátó társaságnak. Ennek meg kell előznie közzétételüket, vagy a

⁶²⁵ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 243. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf.

⁶²⁶ Lásd KARMEL, Roberta S., *Transnational Takeover Talk: Regulations Relating to Tender Offers and Insider Trading in the United States, the United Kingdom, Germany and Australia*, University of Cincinnati Law Review, Vol. 66. Issue 4. (1998.) 1135. old.; SUBRAMANIAN, Guhan, *A New Takeover Defense Mechanism: Using an Equal Treatment Agreement as an Alternative to the Poison Pill*, *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 23. Number 2. (1998.) 390. old.

⁶²⁷ Lásd MAGNUSON, William, *Takeover Regulation in the United States and Europe: an Institutional Approach*, *Pace International Law Review*, Vol. 21. Issue 1. (2009.) 213–214. old.

⁶²⁸ A *Securities and Exchange Act* 14d-3 szakasz szerint az 5%-os határ megállapításánál az adott részvényosztályban kibocsátott részvényeket kell alapul venni, melybe nem számít bele a részvényosztálynak a kibocsátó, illetve leányvállalata által, illetve javára birtokolt részvény. Elérhető (2014. november 4.): <https://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>

részvényesek számára történő elküldésüket illetve átadásukat.⁶²⁹ A *Securities and Exchange Act* 13(d) szakaszában meghatározott tájékoztatási kötelezettséget és annak tartalmát ehelyütt nem ismertetem részletesen, ugyanis azt már bemutattam dolgozatom *A befolyásszerzéshez kapcsolódó tájékoztatási kötelezettség az Egyesült Államokban* című fejezetében. Kiemelném ugyanakkor, hogy nyilvánosságra kell hoznia a befolyásszerzőnek az akvizíció célját és a céltársaság életében bekövetkező jelentősebb változásokhoz kapcsolódó terveket.⁶³⁰

A *Securities and Exchange Act* 14d-2 pedig kifejti, hogy az 5%-os releváns befolyásszerzési küszöbérték meghatározásakor figyelembe kell venni az összehangoltan eljáró személyek részesedését is. Ez azokra a helyzetekre vonatkozik, mikor kettő vagy több személy együttműködik egy kibocsátó részvényeinek megszerzése, megtartása vagy értékesítése érdekében.

A szabályozás biztosítja továbbá, hogy a részvényeiket a nyilvános vételi ajánlat kapcsán megvételre felajánló és letétbe helyező részvényesek visszavonhatják e nyilatkozatukat az ajánlat közzétételét követő hét napon belül.⁶³¹ Ezzel a jogalkotó az ajánlatok versengésének lehetőségét adja meg. Ha pedig az ajánlat nem terjed ki az ajánlattal érintett részvényosztály valamennyi szavazati jogot megtestesítő részvényére, és a közzétételét (vagy a részvényeseknek történő elküldését illetve átadását) követő tíz napon belül több részvény kerül felajánlásra az ajánlattevő számára megvételre, mint amennyit felvásárolni szándékozott, akkor ezeket a lehető legarányosabb módon veszi át, az egyes letevők által letétbe helyezett részvényekhez viszonyítva. Ezt a rendelkezést alkalmazni kell azokra a papírokra is, melyeket a részvényesek az ajánlat megváltozásának (az ajánlati ár megemelésének) első közzétételétől, illetve az arról szóló értesítéstől számított tíz napon belül helyeznek letétbe az ajánlat elfogadásához.⁶³²

Ha az ajánlattevő megváltoztatja ajánlatát és így magasabb ellenszolgáltatást hajlandó nyújtani, akkor ezt az összeget kell azon részvényesek számára is kifizetnie, akik már korábban elfogadták ajánlatát (14d-7).⁶³³ Így az ajánlattal érintett valamennyi részvényért

⁶²⁹ Elérhető (2014. november 4.): <https://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf> ; v.ö. HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén (HVG-ORAC, Budapest, 2011.)* 389-390. old.

⁶³⁰ Lásd EASTERBROOK, Frank H., FISCHER, Daniel R., *Auctions and Sunk Costs in Tender Offers*, Stanford Law Review, Vol. 35. Issue 1. (1983.) 16. old.; MAGNUSON, William, *Takeover Regulation in the United States and Europe: an Institutional Approach*, Pace International Law Review, Vol. 21. Issue 1. (2009.) 214. old.

⁶³¹ Lásd *Securities and Exchange Act of 1934*, 14d-5 szakasz, Elérhető (2014. november 4.): <https://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>

⁶³² Lásd *Securities Exchange Act of 1934*, 14d-6 szakasz, Elérhető (2014. november 4.): <https://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>

⁶³³ Lásd *Securities Exchange Act of 1934*, 14d-7 szakasz, Elérhető (2014. november 4.): <https://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>

ugyanazt az ajánlati árat kell fizetni.⁶³⁴ A *Williams Act* tehát bizonyos minimális követelményeket határoz meg az ajánlattevő számára a vállalatfelvásárlási ajánlat vonatkozásában.⁶³⁵

A *SEC* szabályozása továbbá felelőssé teszi az ajánlattevő társaságot a vállalatfelvásárlás vonatkozásában tett hamis vagy félrevezető nyilatkozataiért, lényeges tények elhallgatásáért a 14(e) szakasz⁶³⁶ alapján.⁶³⁷ Fentieket figyelembe véve a *Williams Act* alapvető jelentőségű, garanciális szabályokat rögzít vállalatfelvásárlások esetére, ugyanakkor korántsem tartalmaz olyan kiterjedt, a részvényeseket védő jogi szabályozást, mint a 2004/25/EK irányelv az Európai Unióban. Így nem lehet fel benne például a meghatározott befolyásszerzéshez kapcsolódó, valamennyi (szavazati joggal rendelkező) részvényre kiterjedő vételi ajánlattételi kötelezettség, valamint a méltányos ár fizetéséhez kapcsolódó egyes garanciális szabályok. Azt ugyan előírja, hogy az ajánlatot elfogadó valamennyi részvényes papírjait ugyanazon az áron kell átvenni, ugyanakkor erre az árra vonatkozóan nem ír elő semmilyen feltételt (nem határozza meg például, hogy mi a méltányos ár). A szabályozás további, komoly hiányosságaként jelölhetjük meg a részvényesek védelmének területén, hogy engedélyezi a részleges (és két lépésben megvalósuló) ajánlatok alkalmazását, tehát nem követeli meg az ajánlatok valamennyi (szavazati joggal rendelkező) részvényre való kiterjesztését. Ez kifejezetten kitűnik a *Securities Exchange Act* 14d-6 szakaszból, mely ezekre az esetekre vonatkozóan szabályozza a részvények átvételének módját.

3.3.2. A *Securities and Exchange Commission* által felállított szabályok

⁶³⁴ Lásd MAGNUSON, William, *Takeover Regulation in the United States and Europe: an Institutional Approach*, Pace International Law Review, Vol. 21. Issue 1. (2009.) 214. old.; v.ö. HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén (HVG-ORAC, Budapest, 2011.)*390-391. old.

⁶³⁵ A 14(d) szakasz szabályozása a 14d-8 értelmében ugyanakkor nem terjed ki az alábbi ajánlatokra: a) ha a részvényes által megszerezni kívánt, illetve az elmúlt 12 hónapban megszerzett azonos részvényosztályba tartozó részvények nem érik el az adott részvényosztályba tartozó összes kibocsátott részvény 2%-át; b) a részvény kibocsátója által megtett ajánlatokra (saját részvények megszerzése); c) a *SEC* kivételeket fogalmazhat meg egyéb szabályozással vagy határozattal a szakasz alól, ha az ajánlat nem szándékozott és nem eredményezte a részvényeket kibocsátó társaság feletti irányítás megváltozását vagy befolyásolását, vagy egyéb okból nem esik az e szakasz által szabályozni kívánt területre. Elérhető (2014. november 4.): <https://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>; MAGNUSON, William, *Takeover Regulation in the United States and Europe: an Institutional Approach*, Pace International Law Review, Vol. 21. Issue 1. (2009.) 214. old.

⁶³⁶ Elérhető (2010. július 6.): <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>

⁶³⁷ Lásd MAGNUSON, William, *Takeover Regulation in the United States and Europe: an Institutional Approach*, Pace International Law Review, Vol. 21. Issue 1. (2009.) 214. old.

Az Egyesült Államokban a vállalatfelvásárlásokra vonatkozó további, részletező rendelkezéseket a *Securities and Exchange Commission* szabályozása (*SEC Rule*)⁶³⁸ tartalmazza, mely a *Securities Exchange Act* rendelkezéseit egészíti ki, pontosítja, tölti meg részletesebb tartalommal. Így a szövetségi felügyeleti hatóság által kiadott szabályozás már jóval részletesebb kereteket ad a vállalatfelvásárlások menetének az Egyesült Államokban. Az alábbiakban a *Securities and Exchange Commission* által kialakított szabályozásnak a céltársaság részvényesei számára biztosított védelem szempontjából legfontosabb rendelkezéseit mutatjuk be.

Egyrészt alapvetően kimondja a §240.14d-1 (c) (2) szabály, hogy az ajánlattevőnek biztosítani kell a részvények amerikai birtokosainak, hogy az ajánlatban legalább olyan kedvező feltételekkel vegyenek részt, mint amelyet az ajánlattal érintett, azonos részvényosztályba tartozó értékpapírok más birtokosainak felajánlanak (egyenlő elbánás – *equal treatment*).⁶³⁹ Szintén előírást olvashatunk arra vonatkozóan, hogy az ajánlattevőnek a részvények amerikai birtokosai számára az ajánlatról szóló információs dokumentumokat angol nyelven kell benyújtania, összehasonlítható módon az ajánlattevő szempontjából hazai joghatóság alá eső részvénybirtokosoknak tett ajánlattal.⁶⁴⁰

Lehetséges az is, hogy egy külföldi kibocsátó céltársaság felvásárlása során egy ajánlattevő több ajánlatra bontsa fel ajánlatát. Ebben az esetben például egy ajánlat külön az amerikai részvénybirtokosoknak történik (melybe beletartozhat az amerikai letéti részvények, ún. *Depositary Shares* által megtestesített részesedés is). Egy vagy több további ajánlat pedig a részvények nem amerikai birtokosait célozná. Ebben az esetben is tekintettel kell azonban lenni arra, hogy a részvények amerikai birtokosai az ajánlatban legalább olyan kedvező feltételekkel vegyenek részt, mint amelyet az azonos részvényosztályba tartozó értékpapírok más birtokosainak felajánlanak (egyenlő elbánás érvényesülése).⁶⁴¹

Érdemes kitérnünk a *Securities and Exchange Commission* §240.14d-3 szabályára, mely tulajdonképpen a *Securities Exchange Act* 14d-1 szakasza által a vételi ajánlatok benyújtására és közzétételére előírt követelményeinek gyakorlati alkalmazását szabályozza. Ez alapján egyetlen ajánlattevő sem tehet vételi ajánlatot egy céltársaság részvényeire, amennyiben az

⁶³⁸ Electronic Code of Federal Regulations, Part 240. General Rules and Regulations, Securities Exchange Act of 1934 Elérhető: http://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?node=17:4.0.1.1.1&rgn=div5%20-%20se17.4.240_114d_61#se17.4.240_114d_61

⁶³⁹ Elérhető (2014. november 4.): http://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?node=17:4.0.1.1.1&rgn=div5#se17.4.240_114d_61

⁶⁴⁰ SEC Rule §240.14d-1 (c) (2) Elérhető (2015. február 8.): http://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?node=17:4.0.1.1.1&rgn=div5%20-%20se17.4.240_114d_61#se17.4.240_114d_61

⁶⁴¹ SEC Rule §240.14d-1 d) (2) (ii) Elérhető (2014. november 4.): http://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?node=17:4.0.1.1.1&rgn=div5#se17.4.240_114d_61

így megszerzett részvényekkel együtt 5%-nál nagyobb részesedést birtokolna tényleges tulajdonosként (beneficial owner) a céltársaság ajánlattal érintett részvényosztályában, ha nem tesz eleget a §240.14d-3 szabályban rögzített előírásoknak. Ez alapján meghatározott tájékoztatási, közzétételi kötelezettségeknek kell megfelelnie, amint lehetséges, az ajánlattétel napján. Egyrészt szükséges benyújtani a *Securities and Exchange Commission* felé egy ún. *Tender Offer Statement* –et (*Vételi Ajánlattételi Nyilatkozat*) annak valamennyi releváns mellékletével, mely az ún. *Schedule TO*⁶⁴² (*Vételi Ajánlattételi Jegyzék*) §240.14d-100 szabály által rögzített formai követelményeknek megfelel. Szintén meg kell küldenie az ún. *Schedule TO* formai követelményeinek megfelelően elkészített ajánlatot (valamennyi mellékletével) a céltársaságnak és vezetésének, illetve minden olyan ajánlattevőnek, mely a céltársaság azonos részvényosztályára a *Schedule TO* által lefektetett formai követelményeknek megfelelő ajánlatot nyújtott be a *Securities and Exchange Commission* felé, és az ajánlat elfogadására meghatározott határidő még nyitva áll. Szintén telefonos tájékoztatást kell nyújtania az ajánlattevőnek a *Securities and Exchange Commission* szabályozásában meghatározott információkról (Lásd §240.14d-6(d)(2)(i) és (ii)), továbbá meg kell küldenie a formai követelményeknek megfelelő ajánlatot minden olyan nemzeti értéktőzsdének, melyre a céltársaságnak az ajánlattal érintett részvényosztálya bevezetésre került; valamint *National Association of Securities Dealers, Inc.* (“*NASD*”)⁶⁴³ számára, ha az adott részvényosztály a *NASDAQ interdealer quotation system* kereskedési rendszerbe bevezetésre került.⁶⁴⁴

A SEC Rule §240.14d-4 tartalmazza az ajánlatok részvényesekhez való eljuttatásának szabályait. Ez kimondja, hogy az ajánlattétel napján, amint lehetséges, az ajánlattevőnek közzé kell tennie, el kell küldenie, vagy át kell adnia az ajánlattal érintett részvényosztályba tartozó részvényeseknek az ajánlati dokumentációt. Ezzel kapcsolatban az irányadó közzétételi követelmények részletesen megállapításra kerültek.⁶⁴⁵ Ezeket tartalmazza a SEC Rule §240.14d-6 (*Disclosure of tender offer information to security holders*).

A részvényeseket védő egyik legfontosabb szabályozást ugyanakkor a SEC Rule §240.14d-10 tartalmazza, mely – mint ahogy az címéből is kitűnik – a részvényesekkel való egyenlő elbánás kapcsán tartalmaz rendelkezéseket (*Equal treatment of security holders*). Ez

⁶⁴² TO=*Tender Offer*, azaz Vételi Ajánlat

⁶⁴³ *National Association of Securities Dealers, Inc.*, azaz magyar fordításban Értékpapír-Kereskedők Országos Szövetsége. Tulajdonképpen egy értéktőzsde az Egyesült Államokban, melyre 35 különböző ország több mint 3400 vállalata lett bevezetve több mint 8500 milliárd dollár piaci kapitalizációval. Lásd a Nasdaq honlapját: <http://www.nasdaqomx.com/aboutus>

⁶⁴⁴ Elérhető (2014. november 4.): http://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?node=17:4.0.1.1&rgn=div5#se17.4.240_114d_61,

⁶⁴⁵ Elérhető (2014. november 4.): http://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?node=17:4.0.1.1&rgn=div5#se17.4.240_114d_61,

kimondja, hogy egy ajánlattevő sem tehet ajánlatot, hacsak az ajánlata nem áll nyitva az ajánlattal érintett részvényosztály valamennyi részvénybirtokosa számára,⁶⁴⁶ és az ajánlat során felajánlott részvényekért bármely részvénybirtokos számára kifizetett ellenérték nem egyezik meg bármely más részvénybirtokosnak az ajánlat során felajánlott részvényeiért kifizetett legmagasabb ellenértékkel (*legmagasabb fizetett ár elve*).⁶⁴⁷

A fenti rendelkezés ugyanakkor nem akadályozza az ajánlattevőket abban, hogy kizárják az Egyesült Államok egy olyan tagállamának részvénybirtokosait az ajánlatból, melyben az ajánlattevőnek adminisztratív vagy bírói (jogi) fellépéssel megtiltják egy tagállami jogszabály alapján az ajánlattételt, miután az ajánlattevő jóhiszemű erőfeszítést tett e szabályozásnak való megfelelés érdekében.⁶⁴⁸

Szintén nem akadályozza a fenti rendelkezés az ajánlattevőket abban, hogy ne csak egy típusú ellenszolgáltatást ajánljanak fel egy ajánlattétel során. Ennek feltétele, hogy az értékpapírok birtokosainak egyenlő jogot biztosítsanak az ellenszolgáltatás-típusok közötti választásra; illetve hogy egy adott típusú ellenszolgáltatást választó bármely részvénybirtokosnak kifizetett legmagasabb ellenszolgáltatás kerüljön kifizetésre az ilyen típusú ellenszolgáltatást választó bármely más részvénybirtokos számára is.⁶⁴⁹

A *legmagasabb fizetett ár elve* szintén nem korlátozhatja a céltársaság részvénybirtokosának tekintetében egy munkavállalói javadalmazási, végkielégítési vagy bármely más munkavállalói juttatási megállapodás (vagy bármely, ez alapján megtörtént vagy a jövőben járó kifizetés vagy más juttatás) megtárgyalását, végrehajtását vagy módosítását, amennyiben a megállapodás alapján kifizetett összeg a részvénybirtokosnak a múltban elvégzett szolgálataiért, a jövőben elvégzendő szolgálataiért, vagy a jövőbeni szolgálatainak teljesítésétől való tartózkodásért kerül kifizetésre vagy megadásra, és kiszámítása nem alapul a részvénybirtokosnak a vételi ajánlat során megvételre felajánlott vagy jövőben felajánlásra kerülő részvényeinek számán.⁶⁵⁰ Ezen feltételeknek megfelel, és ezért az így biztosított mentesség (*safe harbour*) alá tartozik, és nem tekinthető a legmagasabb fizetett ár elvének megsértésének egy olyan megállapodásnak a megtárgyalása, végrehajtása vagy módosítása

⁶⁴⁶ SEC Rule §240.14d-10 (a) (1) Elérhető (2014. november 4.): http://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?node=17:4.0.1.1.1&rgn=div5#se17.4.240_114d_61,

⁶⁴⁷ SEC Rule §240.14d-10 (a) (2) Elérhető (2014. november 4.): http://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?node=17:4.0.1.1.1&rgn=div5#se17.4.240_114d_61,

⁶⁴⁸ SEC Rule §240.14d-10 (b) (2) Elérhető (2014. november 4.): http://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?node=17:4.0.1.1.1&rgn=div5#se17.4.240_114d_61,

⁶⁴⁹ SEC Rule §240.14d-10 (c) (1), (2) Elérhető (2014. november 4.): http://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?node=17:4.0.1.1.1&rgn=div5#se17.4.240_114d_61,

⁶⁵⁰ SEC Rule §240.14d-10 (d) (1) Elérhető (2014. november 4.): http://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?node=17:4.0.1.1.1&rgn=div5#se17.4.240_114d_61,

illetve az ez alapján teljesített vagy jövőben teljesítendő kifizetések és juttatások, ha ezt a megállapodást munkavállalói javadalmazási, végkielégítési vagy egyéb munkavállalói juttatási megállapodásként fogadnak el kizárólag független igazgatók az alábbiak szerint:

- i. a céltársaság javadalmazási bizottsága (vagy azon bizottsága az igazgatótanácsának, mely hasonló funkciót tölt be) elfogadja a megállapodást, tekintet nélkül arra, hogy a céltársaság részese-e a megállapodásnak; illetve ha az ajánlattevő is részese a megállapodásnak, akkor az ajánlattevő javadalmazási bizottsága (vagy azon bizottsága az igazgatótanácsának, mely hasonló funkciót tölt be) elfogadja a megállapodást; vagy
- ii. ha a céltársaság, illetve az ajánlattevő társaság (ha releváns), nem rendelkezik javadalmazási bizottsággal (vagy olyan bizottsággal az igazgatótanácsában, mely hasonló funkciót tölt be), vagy ha javadalmazási bizottságuk (vagy az igazgatótanácsukban hasonló funkciót betöltő bizottságuk) egy tagja sem független, akkor az igazgatótanács egy különleges bizottsága, melyet a megállapodás megfontolására és elfogadására hoztak létre, elfogadja azt; vagy
- iii. ha a céltársaság vagy az ajánlattevő (ha releváns) külföldi magántársaság, akkor az igazgatótanács vagy bármely igazgatótanácsi bizottság bármely vagy összes tagja, mely fel van hatalmazva a munkavállalói javadalmazás, végkielégítés vagy egyéb munkavállalói juttatási megállapodás elfogadására a hazai joga és szabályozása alapján, elfogadja a megállapodást.⁶⁵¹

A szabály kapcsán megállapíthatjuk, hogy az Európai Unió vállalatfelvásárlási irányelve által a 3. cikk (1) a) szakaszban meghatározott *részvényesekkel való egyenlő elbánás elvével* összehasonlítható szabályozási megoldást tartalmaz az Egyesült Államokban a *SEC Rule §240.14d-10*. Az ún. *all holders/best price szabály* kiterjed mind az ellenséges, mind a baráti vállalatfelvásárlási ajánlatokra, de nem terjed ki a beolvadással történő egyesülésekre (*statutory merger*).⁶⁵² A szabálynak két fő eleme van. Egyrészt a 14d-10 (a) (1) alapján egy ajánlattevő sem tehet ajánlatot anélkül, hogy az ajánlat nyitva álljon az ajánlattal érintett

⁶⁵¹ SEC Rule §240.14d-10 (d) (2) Elérhető (2014. november 5.): http://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?node=17:4.0.1.1.1&rgn=div5#se17.4.240_114d_61, The Takeover Bids Directive Assesment Report, 108. old. Elérhető: (2014. november 5.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁶⁵² Beolvadással történő egyesülés (*statutory merger*): Ennek során az ajánlattevő és a céltársaság egyesülési megállapodást köt, amelyet a céltársaság közgyűlésének jóvá kell hagynia (ez történhet egyszerű többséggel, de az adott tagállam jogi szabályozása, vagy a céltársaság alapszabálya megkövetelheti, hogy minősített többséggel fogadják el az ügyletet). Lásd The Takeover Bids Directive Assesment Report, 174. old. Elérhető: (2014. november 5.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

részvényosztály valamennyi részvénybirtokosa számára. Amennyiben egy vételi ajánlat nem terjed ki az ajánlattal érintett részvényosztály valamennyi részvényére, akkor a felajánlott részvényeket az ajánlattevő arányosan (*pro rata*) fogja átvenni. A szabály szintén kimondja, hogy bármely részvényesnek az ajánlat kapcsán felajánlott részvényeiért kifizetett ellenérték a bármely más részvényesnek az ajánlat során kifizetett legmagasabb ellenértékkel megegyezik.⁶⁵³

E fenti szabályt a *Securities Exchange Act* szabályozásával összeolvasva megállapíthatjuk, hogy az Egyesült Államokban a szavazati joggal rendelkező részvények több, mint 5%-ának megszerzésére egy meghatározott formában elkészített (ez alapvetően az ún. *Schedule TO*), és a *Securities and Exchange Commission*-nak benyújtott ajánlati dokumentációval kerülhet sor. Ezt szintén el kell juttatni a *Securities and Exchange Commission* által meghatározott módon a céltársaságnak és vezetésének, illetve a részvényeseknek. Az ajánlatnak az ajánlattal érintett részvényosztály valamennyi részvényese számára nyitva kell állnia. Ugyanakkor nem kell az ajánlatnak kiterjedni az adott részvényosztály valamennyi részvényére (az ajánlattal érintett részvények száma lehet kevesebb is), csupán az ajánlat elfogadásának lehetőségét kell biztosítani egyenlő feltételekkel. Ha ilyen helyzet áll fenn, akkor az ajánlattevő arányosan veszi át a felajánlott részvényeket. Az ajánlat során kifizetett ellenérték valamennyi részvényes esetében megegyezik a bármely más részvényesnek az ajánlat során kifizetett legmagasabb ellenértékkel (legmagasabb fizetett ár elve).

3.3.3. Az ún. tisztességes árat előíró tagállami szabályozások

A vállalatfelvásárlásokkal kapcsolatos tagállami jogalkotás második generációjában⁶⁵⁴ a legnagyobb népszerűsége a *Maryland* állam által 1983-ban bevezetett „tisztességes árat” előíró rendelkezés tett szert. E törvény hatályba lépését követően három éven belül harminc további tagállam vezetett be ehhez hasonló rendelkezést a társasági jogába.⁶⁵⁵ *Subramanian Guhan* professzor 2002-ben megjelent tanulmánya alapján ilyen szabályozás van még hatályban *Arizona, Connecticut, Florida, Georgia, Idaho, Illinois, Indiana, Kentucky, Louisiana, Michigan, Minnesota, Mississippi, Missouri, Nevada, New Jersey, New York, Észak-Karolina, Ohio, Pennsylvania, Rhode Island, Dél-Karolina, Dél-Dakota, Tennessee,*

⁶⁵³ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 108. old. Elérhető: (2014. november 5.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁶⁵⁴ Lásd MAGNUSON, William, Takeover Regulation in the United States and Europe, *Pace International Law Review*, Vol. 21. Issue 1. (2009) 217-218. old.

⁶⁵⁵ Lásd ROMANO, Roberta, *The Political Economy of Takeover Statutes*, *Virginia Law Review*, Vol. 73. Issue 1. (1987) 117. old.

Virginia, Washington és Wisconsin államok esetében.⁶⁵⁶ A népszerűség egyik indoka minden bizonnyal az, hogy – a többi vállalatfelvásárlást szabályozó tagállami törvényi megoldáshoz képest – ez hat legkevésbé korlátozó módon a vállalatfelvásárlásokra.⁶⁵⁷

A „tisztes árat” előíró jogszabályi rendelkezés ugyanis tipikusan a két lépésben megvalósuló vállalatfelvásárlások második lépésére vonatkozóan tartalmaz szabályozást. Akkor alkalmazandó, amikor a vállalatfelvásárlás első lépéseként az ajánlattevő már bizonyos mértékű irányítást szerzett a céltársaság felett, és a vállalat feletti teljes irányítást, a részvények 100%-ának megszerzését a vállalatfelvásárlás második lépésében egy ún. kizorító egyesülésen, vagy hasonló tranzakción keresztül kívánja megvalósítani.⁶⁵⁸ Mint korábban bemutattuk, ennek lehetősége komoly kényszerítő erőt tud kifejteni a részvényesekre egy – számukra mindent összevetve nem is vonzó – vállalatfelvásárlási ajánlat elfogadására. A részvényesek ugyanis tartanak ebben az esetben attól, hogy amennyiben nem fogadják el a vállalatfelvásárlás első lépésében felkínált ajánlati árat, akkor annak második lépésében (jellemzően egy ún. kizorító egyesülés során) kedvezőtlenebb feltételekkel szerzik meg részvényeiket. Ennek során az ajánlattevő (aki időközben már irányító pozíciót szerzett a vállalatban a felvásárlási tranzakció első lépéseként) képes lehet egyoldalúan meghatározni az ügylet (egyesülés) feltételeit.⁶⁵⁹ A második lépésben megvalósuló, és egyébként az ajánlattevő által már korábban bejelentett egyesülés (vagy hasonló tranzakció) során a vállalat feletti irányítást megszerző ajánlattevő jellemzően a korábbi ajánlati árat jelentősen alulmúló értékű részvényeket vagy adósleveleket ajánl fel a vállalatban még jelenlévő kisebbségi részvényeseknek. Így az ilyen két lépésben megvalósuló ajánlatokkal pedig elérheti az ajánlattevő, hogy a céltársaság eszközeit összességében (tekintetbe véve a tranzakció első és második lépésében kifizetett ellenértéket) annak tényleges értékénél alacsonyabb áron tudja megszerezni.⁶⁶⁰

A „tisztes árat” biztosító törvényi szabályozás célja annak biztosítása, hogy a két lépésben megvalósuló vállalatfelvásárlások első lépéseként tett ajánlatot el nem fogadó részvényesek ne kaphassanak az abban felajánlottnál kedvezőtlenebb ellenértéket

⁶⁵⁶ Lásd SUBRAMANIAN, Guhan, *The Influence of Antitakeover Statutes on Incorporation Choice: Evidence on the Race Debate and Antitakeover Overreaching*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 150. Issue 6. (2002) 1828. old.

⁶⁵⁷ Lásd ROMANO, Roberta, *The Political Economy of Takeover Statutes*, Virginia Law Review, Vol. 73. Issue 1. (1987) 118. old.

⁶⁵⁸ Lásd MELAND, Mark S., *The Constitutionality of Second-Generation State Takeover Statutes – A New Life for State Regulation*, University of Florida Law Review, Vol. 40. (1988) 225. old.

⁶⁵⁹ Lásd ROMANO, Roberta, *The Political Economy of Takeover Statutes*, Virginia Law Review, Vol. 73. Issue 1. (1987) 118-119. old.

⁶⁶⁰ Lásd CLARKE, David Jr., SCRIGGINS, L. P., *Takeovers and the 1983 Maryland Fair Price Legislation*, Maryland Law Review, Vol. 43. Issue 2. (1984.) 266-267. old.

részvényeikért cserébe a vállalatfelvásárlás második lépéseként megvalósuló, az ő kizorításukat célzó tranzakció során. Ennek eléréséhez e törvényi szabályozás gyakran támaszt olyan feltételt, hogy két, minősített többséget megkívánó közgyűlési szavazás során szülessen döntés (a vállalatfelvásárlás második lépését jelentő) a vállalatban még jelenlévő kisebbségi részvényesek kizorítását célzó tranzakcióról. Ennek alternatívája, hogy az ajánlattevő „tisztes árat” fizet a részvényeseknek részvényeikért. A minősített többség megszerzése tehát elkerülhető, ha az ajánlattevő a vállalatfelvásárlás második lépését jelentő tranzakcióban a „tisztes ár” meghatározásának megfelelő mértékű ellenszolgáltatást ajánl fel.⁶⁶¹

Fenti szabályozási modell kialakításában volt úttörő jelentőségű Maryland állam 1983-ban elfogadott „tisztes árat” előíró törvénye. Tekintettel arra, hogy sem a *Model Business Corporations Act*, sem *Delarare* állam társasági jogi szabályozása nem tartalmaz ilyen rendelkezést, ezért a szabályozás jellegét *Maryland* állam szabályozásán keresztül mutatom be. E szabályozás előírja, hogy ha egy két lépésben megvalósuló vállalatfelvásárlás második lépése egy, a tagállami jog által előírt szavazati rendelkezéseket alkalmazó ún. „erőltetett tranzakciót” (tehát ahol egyesülés vagy hasonló tranzakció történik egy ún. érdekelt részvényessel), akkor erre a második tranzakcióra az általánosnál megkívántál magasabb, minősített többséget előíró szavazati követelmények vonatkoznak. A minősített többséget megkívánó szabályozás tipikusan - és ebben az esetben is - azt jelenti, hogy a tranzakciót támogatnia kell egyrészt a szavazati joggal rendelkező részvényesek 80%-ának. Továbbá szükséges az is, hogy támogassa a nem a tranzakcióban érdekelt részvényes tulajdonában álló, szavazati joggal rendelkező részvényesek kétharmada.⁶⁶² Kivétel ez alól, ha a második tranzakció során kifizetett ellenérték legalább olyan magas, mint a vállalatfelvásárlási ajánlat első részében kifizetett. A törvény szintén magasabb szavazati követelményeket támaszt az érdekelt részvényessel lefolytatandó néhány más tranzakcióhoz. A törvény továbbá csak olyan ügyletekre terjed ki, melyet a részvényeseknek a közgyűlésen történő szavazással kell elfogadnia, vagy amelyek érdekkonfliktust hordoznak. A szabályozás így nem terjed ki olyan részvényvásárlási ajánlatokra, melyek esetében a részvényes szabadon dönthet az ajánlat

⁶⁶¹ Lásd MELAND, Mark S., *The Constitutionality of Second-Generation State Takeover Statutes – A New Life for State Regulation*, University of Florida Law Review, Vol. 40. (1988) 225-226. old.

⁶⁶² 2010 Maryland Code, Corporations and Associations, Title 3 – Corporations and Associations, Title 3 – Corporations in General, Extraordinary Actions, Subtitle 6 - Special Voting Requirements Section 3-603 - Business combinations - § 3-602. Business combinations – In general § 3-602. Business combinations - In general (b) (1) (2)

elfogadása vagy elutasítása tekintetében, - tehát ahol nem köti a többség szavazatának eredménye.⁶⁶³

Két fontos fogalom szorul még tisztázásra a „tisztes árat” előíró törvényi rendelkezések teljes körű megértéséhez. Először is ilyen az érdekelt részvényes fogalma. E fogalom alapvetően társaság részvényeinek legalább 10 százalékaival rendelkező részvényest takarja.⁶⁶⁴ Másodsor pedig, mint fent említettem, többféle tranzakcióra kiterjed ki a „tisztes árat” előíró törvényi rendelkezések hatálya, melyet összefoglalóan „üzleti kombinációknak” neveznek a tagállami jogszabályok. Üzleti kombináció egyrészt egy *Maryland*-i társaság esetében bármely egyesülés, konszolidáció, vagy részvéncsere-ügylet bármely érdekelt részvényessel (vagy bármely olyan társasággal, mely a tranzakció időpontjában vagy a tranzakciót követően egy olyan személy vagy szervezet társult vállalkozása lenne, aki érdekelt részvényes volt a tranzakciót megelőzően).⁶⁶⁵ A meghatározás ezen eleme nyilvánvalóan egy két lépésben megvalósuló vállalatfelvásárlás második lépéseként végrehajtott tranzakciót fedile. Üzleti kombináció továbbá egy társaság összes részvényeinek piaci értékének, vagy a társaság utolsó lezárt pénzügyi negyedévben mért nettó értékének 10%-át meghaladó értékű eszközeinek értékesítése, bérbeadása, vagy a felettük való egyéb rendelkezés.⁶⁶⁶ Ez a szabály tulajdonképpen megakadályozza, hogy a céltársaság felett irányítást szerző részvényest, hogy átruházza a társaság eszközeit, és ezáltal körmönfontan kizorítsa a kisebbségi részvényeseket. A szabály csak a szokásos üzletmeneten kívül eső ügyleteket, illetve az érdekelt részvényessel folytatott ügyleteket fedile. A 10 százalékos határ átlépéséhez pedig bármely, tizenkét hónapos időszakban megvalósuló tranzakciók sorozatát egybe kell számítani. Az üzleti kombináció harmadik aspektusa megakadályozza a céltársaság felett irányítást gyakorlókat abban, hogy bármely érdekelt részvényes vagy társult vállalkozása (*affiliate*) számára a céltársaság részvényeinek 5 százaléka meghaladó mértékben bocsássonak ki vagy ruházzanak át részvényeket.⁶⁶⁷ Ez szintén a céltársaságban jelenlévő

⁶⁶³ Lásd CLARKE, David Jr., SCRIGGINS, L. P., *Takeovers and the 1983 Maryland Fair Price Legislation*, *Maryland Law Review*, Vol. 43. Issue 2. (1984.) 272-273. old.

⁶⁶⁴ 2010 Maryland Code, Corporations and Associations, Title 3 – Corporations and Associations, Title 3 – Corporations in General, Extraordinary Actions, Subtitle 6 - Special Voting Requirements Section 3-603 - Business combinations - § 3-601. Definitions. (j)

⁶⁶⁵ 2010 Maryland Code, Corporations and Associations, Title 3 – Corporations and Associations, Title 3 – Corporations in General, Extraordinary Actions, Subtitle 6 - Special Voting Requirements Section 3-603 - Business combinations - § 3-601. Definitions. (e) (1)

⁶⁶⁶ 2010 Maryland Code, Corporations and Associations, Title 3 – Corporations and Associations, Title 3 – Corporations in General, Extraordinary Actions, Subtitle 6 - Special Voting Requirements Section 3-603 - Business combinations - § 3-601. Definitions. (e) (2)

⁶⁶⁷ Lásd 2010 Maryland Code, Corporations and Associations, Title 3 – Corporations and Associations, Title 3 – Corporations in General, Extraordinary Actions, Subtitle 6 - Special Voting Requirements Section 3-603 - Business combinations - § 3-601. Definitions. (e) (3)

részvényesek kizorítását, részesedésük felhígítását akadályozza. Az üzleti kombináció fogalma szintén magában foglalja a céltársaság felszámolását vagy végelszámolását, ha egy érdekelt részvényes vagy társult vállalkozása ennek során készpénzen kívül bármi mást kap.⁶⁶⁸ Végezetül a törvény még bizonyos további értékpapír-tranzakciókat is besorol az üzleti kombináció fogalmába.⁶⁶⁹

A törvény ugyanakkor mentességet biztosít az egyébként üzleti kombinációnak számító tranzakciók minősített többséget előíró követelmények mellett való jóváhagyása alól, ha bizonyos méltányossági követelmények teljesülnek. Ezek a követelmények úgy lettek kialakítva, hogy védjék a kisebbségi részvényeseket. Ennek eszköze, hogy legalább olyan kedvező értékű ellenszolgáltatáshoz jutnak hozzá a két lépésben megvalósuló vállalatfelvásárlási tranzakció második lépésében, mint amit az első lépésben a részvényeiket felajánló részvényesek kaptak. Az ügylet tisztességes voltát meghatározó bizonyos követelmények a felajánlott ellenszolgáltatás árához kapcsolódnak, míg mások az ügylet által kínált ellenértéktől független feltételeihez. Az ügylet során kifizetett ellenérték meghatározása a részvény fajtától is függ. Törzsrészvény esetében a törzsrészvények birtokosai számára felajánlott készpénz vagy más ellenérték összegének eredetileg egy háromtényezős teszt során megállapított legmagasabb árral kellett megegyeznie. Jelenleg a tisztességes ár meghatározására Maryland állam egy három részből álló, rendkívül komplex tesztet tartalmaz. A mentesüléshez pedig a törvény által előírt mind a három, alapvetően a legmagasabb ár elvén álló feltételnek meg kell felelnie a felkínált ellenértéknek. Így törzsrészvények birtokosai által kapott ellenértéknek legalább egyenlőnek kell lennie az alábbi három módszer eredményeként kiszámolt legmagasabb értékkel. Figyelembe kell venni az érdekelt részvényes által a társaság törzsrészvényeiért kifizetett legmagasabb árat a javasolt üzleti kombináció első nyilvános bejelentésekor (bejelentés időpontja⁶⁷⁰), illetve az azt megelőző öt éven belül;⁶⁷¹ vagy annak az ügyletnek a során, melyben érdekelt részvényessé

⁶⁶⁸ Lásd 2010 Maryland Code, Corporations and Associations, Title 3 – Corporations and Associations, Title 3 – Corporations in General, Extraordinary Actions, Subtitle 6 - Special Voting Requirements Section 3-603 - Business combinations - § 3-601. Definitions. (e) (4)

⁶⁶⁹ Lásd CLARKE, David Jr., SCRIGGINS, L. P., *Takeovers and the 1983 Maryland Fair Price Legislation*, Maryland Law Review, Vol. 43. Issue 2. (1984.) 275-276. old., Lásd 2010 Maryland Code, Corporations and Associations, Title 3 – Corporations and Associations, Title 3 – Corporations in General, Extraordinary Actions, Subtitle 6 - Special Voting Requirements Section 3-603 - Business combinations - § 3-601. Definitions. (e) (5)

⁶⁷⁰ 2010 Maryland Code, Corporations and Associations, Title 3 – Corporations and Associations, Title 3 – Corporations in General, Extraordinary Actions, Subtitle 6 - Special Voting Requirements Section 3-603 - Business combinations - Exemptions 3-603. Business combinations – Exemptions (a) (1) Elérhető: <http://law.justia.com/codes/maryland/2010/corporations-and-associations/title-3/subtitle-6/3-603/>

⁶⁷¹ 2010 Maryland Code, Corporations and Associations, Title 3 – Corporations and Associations, Title 3 – Corporations in General, Extraordinary Actions, Subtitle 6 - Special Voting Requirements

vált (ezen tranzakció dátuma az ún. meghatározó időpont⁶⁷²), illetve az azt megelőző öt éven belül.⁶⁷³ A teszt második tényezőjeként a törzsrésztvények részvényenkénti piaci árfolyamát kell tekintetbe venni a bejelentés időpontjában⁶⁷⁴ vagy a meghatározó időpontban.⁶⁷⁵ A kettő közül szintén a magasabb értéket kell a továbbiakban figyelembe venni. És végül a harmadik tényezője a tesztnek e két fenti elem kombinálásából adódik.⁶⁷⁶

A tisztességes ügylethez a tranzakcióban kínált ellenértéken túlmenően gyakran még további feltételek is kapcsolódhatnak. Így *Maryland* állam ilyen feltételként határozta meg, hogy az érdekelt részvényes általi részvényszerzés és az üzleti kombináció végrehajtása közötti időszakban a bármely elsőbbségi részvényre eső osztalékot határidőben megállapítsák és kifizessék.⁶⁷⁷ Szintén nem állhat be csökkenés a részvényekre fizetett osztalék mértékében a törzsrésztvények esetében, illetve, ha ezt megalapozó intézkedések történtek (pl. feltőkésítés, átszervezés, stb.), akkor az osztalék éves mértékének ennek megfelelően növekednie kell.⁶⁷⁸ Az érintett részvényes továbbá nem szerezhethet további részvényeket, kivéve, ha erre arányos részvényfelosztás, vagy a részvények osztalékként való juttatása miatt kerül sor.⁶⁷⁹ Az érdekelt részvényes továbbá nem részesülhet a céltársaság vagy annak bármely leányvállalata

Section 3-603 - Business combinations - Exemptions 3-603. Business combinations – Exemptions (b) (1) (i)
Elérhető: <http://law.justia.com/codes/maryland/2010/corporations-and-associations/title-3/subtitle-6/3-603/>

⁶⁷² 2010 Maryland Code, Corporations and Associations, Title 3 – Corporations and Associations, Title 3 – Corporations in General, Extraordinary Actions, Subtitle 6 - Special Voting Requirements
Section 3-603 - Business combinations - Exemptions 3-603. Business combinations – Exemptions (a) (2)

Elérhető: <http://law.justia.com/codes/maryland/2010/corporations-and-associations/title-3/subtitle-6/3-603/>

⁶⁷³ 2010 Maryland Code, Corporations and Associations, Title 3 – Corporations and Associations, Title 3 – Corporations in General, Extraordinary Actions, Subtitle 6 - Special Voting Requirements
Section 3-603 - Business combinations - Exemptions 3-603. Business combinations (b) (1) (ii)

Elérhető: <http://law.justia.com/codes/maryland/2010/corporations-and-associations/title-3/subtitle-6/3-603/>

⁶⁷⁴ 2010 Maryland Code, Corporations and Associations, Title 3 – Corporations and Associations, Title 3 – Corporations in General, Extraordinary Actions, Subtitle 6 - Special Voting Requirements
Section 3-603 - Business combinations - Exemptions 3-603. Business combinations (b) (1) (iii)

⁶⁷⁵ 2010 Maryland Code, Corporations and Associations, Title 3 – Corporations and Associations, Title 3 – Corporations in General, Extraordinary Actions, Subtitle 6 - Special Voting Requirements
Section 3-603 - Business combinations - Exemptions 3-603. Business combinations (b) (1) (iv)

⁶⁷⁶ Lásd CLARKE, David Jr., SCRIGGINS, L. P., *Takeovers and the 1983 Maryland Fair Price Legislation*, Maryland Law Review, Vol. 43. Issue 2. (1984.) 275-276. old.; 2010 Maryland Code, Corporations and Associations, Title 3 – Corporations and Associations, Title 3 – Corporations in General, Extraordinary Actions, Subtitle 6 - Special Voting Requirements
Section 3-603 - Business combinations - Exemptions 3-603. Business combinations (b) (1) (v)

⁶⁷⁷ 2010 Maryland Code, Corporations and Associations, Title 3 – Corporations and Associations, Title 3 – Corporations in General, Extraordinary Actions, Subtitle 6 - Special Voting Requirements
Section 3-603 - Business combinations - Exemptions 3-603. Business combinations (b) (4) (i) (1)

⁶⁷⁸ 2010 Maryland Code, Corporations and Associations, Title 3 – Corporations and Associations, Title 3 – Corporations in General, Extraordinary Actions, Subtitle 6 - Special Voting Requirements
Section 3-603 - Business combinations - Exemptions 3-603. Business combinations (b) (4) (i) (2) (A), (B)

⁶⁷⁹ 2010 Maryland Code, Corporations and Associations, Title 3 – Corporations and Associations, Title 3 – Corporations in General, Extraordinary Actions, Subtitle 6 - Special Voting Requirements
Section 3-603 - Business combinations - Exemptions 3-603. Business combinations (b) (4) (i) (3)

által nyújtott hitelek, előlegek, garanciák, biztosítékok, vagy egyéb pénzügyi segítség, illetve adójóváírás vagy adókedvezmény jelentette előnyből.⁶⁸⁰

Maryland állam szabályozása továbbá számos kivételt is meghatároz a szabályozás hatálya alól. Így például nem terjed ki a törvény hatálya az 1940-ben elfogadott *Investment Company Act* hatálya alá tartozó befektetési társaságokra, vagy a kevesebb, mint száz részvényes tulajdonában álló társaságokra, illetve a zártkörű társaságokra.⁶⁸¹ Szintén mentesül hatálya alól az a társaság, melynek alapszabálya eredetileg így rendelkezik. Az így mentesülő vállalatok ugyanakkor az alapszabály módosítására irányadó közgyűlési szavazási rendnek megfelelően módosíthatják e rendelkezést, és bekerülhetnek a törvény hatálya alá. Szintén mentesíti Maryland állam a tisztességes árat előíró rendelkezések hatálya alól azokat a tranzakciókat, melyek még az előtt kerültek letárgyalásra, hogy az érdekelt részvényes megszerezte a céltársaságban a legalább tíz százalékos részesedést. Így a magasabb szavazati arányt megkívánó, illetve tisztességes árat előíró követelmények nem érvényesülnek az érdekelt részvényessel vagy társult vállalkozásával folytatott azon tranzakció esetében, melyet a céltársaság igazgatótanácsa jóváhagyott még az előtt, hogy az érdekelt részvényes érdekelt részvényessé vált volna.⁶⁸² Így a „tisztességes árat” előíró törvényi rendelkezések hatálya nem terjed ki a baráti vállalatfelvásárlási tranzakciókra, ha azok még az ajánlattevő társaság 10 százalékos részvénytulajdonlását megelőzően kerültek kidolgozásra.⁶⁸³

Természetesen az egyes tagállamok által hatályba léptetett „tisztességes árat” előíró jogszabályi rendelkezések nem teljesen egységesek, az alapkoncepció hasonlóságán túlmenően számos eltérő megoldást tartalmazhatnak. Így például egyes tagállamokban, még ha a minősített többséget előíró rendelkezésnek megfelelően elfogadásra is kerül a vállalatfelvásárlás második lépését jelentő tranzakció (tehát egy egyesülés), az e döntéssel egyet nem értő részvényesek ún. értékelési joggal élhetnek. Ez azt jelenti, hogy igényelhetik az ajánlattevőtől, hogy részvényeiket a tisztességes ár fogalmának megfelelő ellenértékért tőlük megvegye. Ennek érdekében (illetve a tisztességes ár megállapításáért) pedig bírósághoz fordulhatnak. Amennyiben a bíróság javukra dönt, akkor a jogutód társaságnak a

⁶⁸⁰ Lásd CLARKE, David Jr., SCRIGGINS, L. P., *Takeovers and the 1983 Maryland Fair Price Legislation*, Maryland Law Review, Vol. 43. Issue 2. (1984.) 278-279. old.

⁶⁸¹ 2010 Maryland Code, Corporations and Associations, Title 3 – Corporations and Associations, Title 3 – Corporations in General, Extraordinary Actions, Subtitle 6 - Special Voting Requirements Section 3-603 - Business combinations - Exemptions 3-603. Business combinations (e)

⁶⁸² 2010 Maryland Code, Corporations and Associations, Title 3 – Corporations and Associations, Title 3 – Corporations in General, Extraordinary Actions, Subtitle 6 - Special Voting Requirements Section 3-603 - Business combinations - Exemptions 3-603. Business combinations (c)

⁶⁸³ Lásd CLARKE, David Jr., SCRIGGINS, L. P., *Takeovers and the 1983 Maryland Fair Price Legislation*, Maryland Law Review, Vol. 43. Issue 2. (1984.) 274-275. old.

megállapított tisztességes árak megfelelő készpénz ellenértékért kell megvennie részvényeiket.⁶⁸⁴ Ez pedig egy további garanciát jelent számukra. Szintén jellemző a legtöbb ilyen törvény esetében, hogy megtiltja az ajánlattevőnek ún. „érdekelt részvényessé” válását követően a céltársaságban további részvények megszerzését. Ez megjelenik *Maryland* állam fent elemzett szabályozásában is. Ennek a szabályozási megoldásnak az a célja, hogy ne tegye lehetővé az ajánlattevőnek a vállalatban fennálló részesedésének lassú emelését viszonylag kis értékű nyílt piaci részvényvásárlások segítségével.⁶⁸⁵

A „tisztességes árat” előíró törvényi rendelkezések gyakran – mint ahogy azt szintén jól mutatta *Maryland* állam példája – kivételeket is megfogalmaznak alkalmazásuk alól. Ilyen eset tipikusan, amikor a céltársaság igazgatótanácsa elfogadja a tranzakciót még az előtt, mielőtt az ajánlattevő „érdekelt részvényessé” válna. Szintén általában lehetőséget ad a törvény a társaságoknak a „tisztességes árat” előíró rendelkezésekből való kiszerezésre. Ez történhet például minősített többséget megkívánó közgyűlési szavazással, vagy ha az alapszabály így rendelkezik. A „tisztességes árat” előíró tagállami törvényi rendelkezések alkalmazásának pedig általánosan az a feltétele, hogy a céltársaság az adott államban legyen bejegyezve. Így egy tipikus „tisztességes árat” előíró tagállami törvény rendelkezései kiterjednek a helybeli és nem helybeli részvényesekre egyaránt.⁶⁸⁶

A tisztességes árat előíró tagállami szabályozás létjogosultságát kiemeli az a tény, hogy a *SEC Rule §240.14d-10.* (az ún. *all holders/best price szabály*) nem terjed ki a beolvadással történő egyesülésekre.⁶⁸⁷ Mivel azonban a tagállamok tisztességes árat előíró jogszabályi rendelkezései kimondottan e helyzetek szabályozását szolgálják, így a szövetségi jogalkotó és a felügyeleti hatóság által szabályozatlanul hagyott területen képesek garanciát biztosítani a részvényeseknek a részvényeik tisztességes ellenértékéhez való hozzájutásra.

3.3.4. Az ún. irányítást biztosító részesedés-megszerzési törvények

Az ún. irányítást biztosító részesedés-megszerzési törvények szintén a vállalatfelvásárlásokkal kapcsolatos tagállami jogalkotás második generációjába tartoznak. Az ezredfordulóig pedig

⁶⁸⁴ Lásd The Takeover Bids Directive Assesment Report, 109. old. Elérhető: (2014. november 5.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁶⁸⁵ Lásd MELAND, Mark S., *The Constitutionality of Second-Generation State Takeover Statutes – A New Life for State Regulation*, University of Florida Law Review, Vol. 40. (1988) 225-226. old.

⁶⁸⁶ Lásd MELAND, Mark S., *The Constitutionality of Second-Generation State Takeover Statutes – A New Life for State Regulation*, University of Florida Law Review, Vol. 40. (1988) 226. old.

⁶⁸⁷ Lásd The Takeover Bids Directive Assesment Report, 108., 174. old. Elérhető: (2014. november 5.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

huszonhét tagállam léptetett hatályba ilyen jellegű törvényi szabályozást.⁶⁸⁸ Így ún. irányítást biztosító részesedés-megszerzési törvénnyel rendelkezik Arizona, Florida, Hawaii, Idaho, Indiana, Kansas, Louisiana, Maryland, Massachusetts, Michigan, Minnesota, Mississippi, Missouri, Nebraska, Nevada, Észak-Karolina, Ohio, Oklahoma, Oregon, Pennsylvania, Dél-Karolina, Dél-Dakota, Tennessee, Utah, Virginia, Wisconsin, Wyoming.⁶⁸⁹

Ezek a törvények általában megkövetelik az ajánlattevő előzetes bejelentését, illetve ezt követően a közgyűlés jóváhagyását az irányítást biztosító részvények megszerzéséhez, illetve szavazati jogok gyakorlásához. Az irányítást biztosító részvény megszerzését pedig egy bizonyos küszöbérték, vagy küszöbértékek feletti részvényszerzéseként határozzák meg. Ez alapján a részvényesek számára felhatalmazást nyújtanak arra, hogy elutasítsák az ilyen szabályozást hatályba léptető tagállamban honos társaságok esetében azokat a részvényszerzési ügyleteket, melyek megváltoztathatják a vállalat feletti irányítás megváltozását. Ezek a törvények ugyanakkor általában nem csupán a vételi ajánlatokat szabályozzák, hanem például a nyílt piaci részvény-vásárlásokat is, illetve bármilyen olyan részvény tranzakciót, amelynek segítségével a vállalat felett egy meghatározott mértékű irányítást szereznek meg.⁶⁹⁰

Az irányítást biztosító részvény-megszerzési törvények elfogadását is a kényszerítő jellegű vállalatfelvásárlási ajánlatok (különösen az általunk már ismertetett, részleges, illetve két lépésben megvalósuló vállalatfelvásárlási ajánlatok) tették indokolttá. Céljuk pedig az ajánlattevők és a céltársaságban bennragadó (tehát a vállalatfelvásárlási ajánlat első lépését el nem fogadó) részvényesek közötti ügyletek tisztességes kimenetelének elősegítése. Ezt pedig úgy érik el, hogy megtiltják a szabályozás hatálya alá eső társaságban a részvények meghatározott százalékát (általában húsz százalék) megszerző személy vagy csoport részére, hogy gyakorolja az e részvényekhez kapcsolódó szavazati jogot, hacsak a tranzakcióban nem érdekelt (elfogulatlan) részvényesek többsége nem szavazza meg a részvényekhez kapcsolódó szavazati jogok visszaállítását.⁶⁹¹

⁶⁸⁸ Lásd OPIOLA, Andrew J., Should Shares Issued Directly from a Corporation Constitute a Control Share Acquisition? , *Journal of Business and Technology Law* , Vol. 1, Issue 1 (2006) 207-208. old.

⁶⁸⁹ Lásd SUBRAMANIAN, Guhan, *The Influence of Antitakeover Statutes on Incorporation Choice: Evidence on the Race Debate and Antitakeover Overreaching*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 150. Issue 6. (2002) 1828. old.

⁶⁹⁰ Lásd MELAND, Mark S., *The Constitutionality of Second-Generation State Takeover Statutes – A New Life for State Regulation*, University of Florida Law Review, Vol. 40. (1988) 223. old.

⁶⁹¹ Lásd OPIOLA, Andrew J., Should Shares Issued Directly from a Corporation Constitute a Control Share Acquisition?, *Journal of Business and Technology Law* , Vol. 1, Issue 1 (2006) 208. old.

Az irányítást biztosító részvény-megszerzési törvények alapján egy társaságban „irányító részesedést” megszerző részvényesnek meg kell felelnie a törvény által előírt feltételeknek, minden olyan esetben, amikor elér egy meghatározott befolyásszerzési határértéket.

E törvények először is közzétételi kötelezettséget írnak elő az irányító részesedés megszerzéséhez kapcsolódóan. Ennek azzal felelnek meg a társaságban meghatározott (irányítást biztosító) részesedést szerző személyek, hogy egy meghatározott tartalmú nyilatkozatot (acquiring person's statement) nyújtanak be a céltársaságnak. Ennek fel kell tárnia a részvénytulajdonos identitását, a társaságban fennálló aktuális részesedését, a rendelkezésére álló szavazati hatalom aktuális mértékét, az akvizíció feltételeit, és az ajánlattevő pénzügyi hátterére vonatkozó információkat, mely alátámasztja a részvények megszerzésére való képességét.

Amennyiben a céltársaság alapszabálya erre vonatkozóan nem ruházza fel az igazgatótanácsot ezen ügyletek elfogadására, akkor a céltársaságnak meghatározott időtartamon (pl. tizenöt napon) belül rendkívüli közgyűlést kell összehívni. Ezen kell a céltársaság részvényeseinek dönteni arról, hogy gyakorolhatja-e az ajánlattevő társaság az irányítást biztosító részvényeihez kapcsolódó szavazati jogot. Az ajánlatot nem lehet végrehajtani a szükséges részvényesi jóváhagyás nélkül. Amennyiben pedig a részvényesek jóváhagyják az irányítást biztosító részvények megszerzését, akkor az ezzel egyet nem értő részvényesek részvényeik „tisztességes árára” tarthatnak igényt.⁶⁹²

Példaként Ohio állam 1982-ben elfogadott szabályozását tekintjük át, mely az első volt ebben a tekintetben. Az Ohio Revised Code Title XVII Corporations - Partnerships a 1701.01 szakaszban foglalkozik az általános társasági jogi definíciókkal. Ebben szerepel az irányítást biztosító részvény megszerzése is (lásd Z. pont). Az irányítást biztosító részvény megszerzése az egy kibocsátó nyilvánosan működő társaság részvényeinek közvetlen vagy közvetett megszerzése bármely személy által, amennyiben az így megszerzett részesedést hozzáadva a kibocsátó nyilvánosan működő társaság összes azon részvényeihez, melyek tekintetében ez a személy gyakorolhatja a szavazati jogokat vagy irányíthatja a szavazati jogok gyakorlását, az feljogosítja ezt a személyt arra, hogy rögtön az akvizíciót követően, közvetlenül vagy közvetetten, egyedül vagy másokkal közösen, gyakorolja a kibocsátó nyilvános részvénytársaság szavazati jogait, vagy irányítsa e szavazati jogok gyakorlását az igazgatók megválasztása tekintetében az alábbiakban meghatározott szavazati befolyást jelentő tartományokban. Ilyen szavazati tartomány a szavazati jogok húsz százaléka, vagy annál

⁶⁹² Lásd MELAND, Mark S., *The Constitutionality of Second-Generation State Takeover Statutes – A New Life for State Regulation*, University of Florida Law Review, Vol. 40. (1988) 223-224. old.

nagyobb szavazati befolyás, de kevesebb, mint a szavazati jogok egyharmada; a szavazati jogok egyharmada, vagy annál nagyobb szavazati befolyás, de kevesebb, mint a többségi részesedés; a szavazati jogok többsége, vagy annál nagyobb befolyás.⁶⁹³

A törvény számos kivételt is meghatároz abban a tekintetben, hogy mikor nem minősül egy részesedés-szerzés irányítást biztosító részesedés-szerzésnek. Ilyen eset például, ha arra 1982. november 19-e előtt került sor, vagy ha arra egy ebben az időpontban már létező szerződés alapján került sor.⁶⁹⁴ Szintén ilyen eset, ha a részesedés megszerzésére hagyatékként vagy örökségként, vagy egy személy halála esetén a törvény erejénél fogva, vagy bármely más olyan átruházás során kerül sor, melynek kapcsán nincs értékkel rendelkező ellenszolgáltatás, ide értve az ajándékozást is, ha azt jóhiszeműen, és nem a törvény rendelkezéseinek megkerülése céljából hajtották végre.⁶⁹⁵ Szintén kivétel, ha a részesedés megszerzésére egy zálog vagy más biztosíték érvényesítésének részeként kerül sor, amennyiben jóhiszeműen hozták azt létre, és nem a törvény rendelkezéseinek megkerülése céljából.⁶⁹⁶ Továbbá kivételként szerepel, ha egy részvénykibocsátás során üzleti tevékenysége körében eljárva forgalmazói pozícióban lévő személy egy jegyzési garanciavállalással megvalósuló ügylet keretében közvetlenül a kibocsátótól jóhiszeműen lejegyzzi a részvényeket, amennyiben ez nem a törvény megkerülésére irányul.⁶⁹⁷ Kivételként szerepel még egy olyan egyesülés, konszolidáció, többségi részvénytulajdonlás⁶⁹⁸ vagy üzleti kombináció⁶⁹⁹ keretében történő

⁶⁹³ Ohio Revised Code, Title XVII. Corporations – Partnerships, Chapter 1701: General Corporation Law, 1701.01 General corporation law definitions. (Z) (1) Elérhető: <http://codes.ohio.gov/orc/1701>, A szavazati befolyást jelentő tartományok ezen megközelítése meglehetősen tipikusnak mondható. Ilyen szabályozást alkalmaz még például Indiana állam (Lásd CAMPISI, P. Joseph Jr., *Edgar v. Mite Corp. and CTS Corp. v. Dynamics Corp. of America: A Subjective Look at State Takeover Legislation*, Hofstra Law Review, Vol. 18. Issue 1. (1989) 170. old.) vagy Minnesota (Lásd LYMAN, Johnson, *Minnesota's Control Share Acquisition Statute and the Need for New Judicial Analysis of State Takeover Legislation*, William Mitchell Law Review, Vol. 12. Issue 2. (1986) 196. old.)

⁶⁹⁴ Ohio Revised Code, Title XVII. Corporations – Partnerships, Chapter 1701: General Corporation Law, 1701.01 General corporation law definitions. (Z) (2) (a) (b) Elérhető: <http://codes.ohio.gov/orc/1701>,

⁶⁹⁵ Ohio Revised Code, Title XVII. Corporations – Partnerships, Chapter 1701: General Corporation Law, 1701.01 General corporation law definitions. (Z) (2) (c) Elérhető: <http://codes.ohio.gov/orc/1701>,

⁶⁹⁶ Ohio Revised Code, Title XVII. Corporations – Partnerships, Chapter 1701: General Corporation Law, 1701.01 General corporation law definitions. (Z) (2) (d) Elérhető: <http://codes.ohio.gov/orc/1701>,

⁶⁹⁷ Ohio Revised Code, Title XVII. Corporations – Partnerships, Chapter 1701: General Corporation Law, 1701.01 General corporation law definitions. (Z) (2) (d) Elérhető: <http://codes.ohio.gov/orc/1701>,

⁶⁹⁸ A többségi részvénytulajdonlás alapvetően egy belföldi vagy külföldi társaságban megvalósuló olyan részvénytulajdonlást jelent, amely feljogosítja a részvények birtokosát, hogy a szavazati jogok többségét gyakorolja az igazgatók megválasztása során egy ilyen társaságban. Lásd Ohio Revised Code, Title XVII. Corporations – Partnerships, Chapter 1701: General Corporation Law, 1701.01 General corporation law definitions. (R) Elérhető: <http://codes.ohio.gov/orc/1701>,

⁶⁹⁹ Az Ohio Revised Code alapján az üzleti kombináció egy egyesülést és konszolidációt ide nem értve egy olyan tranzakciót jelent, melyben az alábbiak közül valamelyikre sor kerül: 1) egy honos társaság szavazati joggal rendelkező részvényeit egészben vagy részben ellenszolgáltatásként bocsátják ki vagy ruházzák át abból a célból, hogy e társaságra, vagy egy vagy több (külföldi vagy belföldi) leányvállalatára, ruházza át összes, vagy lényegében összes eszközét egy vagy több (külföldi vagy belföldi) társaság, a névhasználat jogával (*good will*), illetve a kötelezettségek átvállalásával, vagy azok nélkül. 2) Egy külföldi anyavállalat szavazati jogot

részvénytársaság, melyet a kibocsátó nyilvános részvénytársaság közgyűlése az ilyen tranzakciókra vonatkozó különleges szabályok szerint elfogadott/jóváhagyott. Ezt követően a részvényeket megszerző személy már azonnal jogosult a szavazati jogokat gyakorolni, illetve a szavazati jogok gyakorlását irányítani az igazgatók megválasztása tekintetében a kibocsátó nyilvános részvénytársaságban.⁷⁰⁰

Az alapvető fogalmak tisztázását követően pedig tekintsük át az irányítást biztosító részesedés-megszerzési törvény gyakorlati alkalmazásának legfőbb szabályait. Ez alapján hacsak az alapszabály, a részvényesek által elfogadott szabályzatok, vagy a társaság bejegyzését követően az első igazgatóinak a társaság szervezeti rendjének kialakítása érdekében megalkotott és elfogadott szabályzatai másként nem rendelkeznek (tehát amennyiben nem zárják ki az alábbi rendelkezéseknek a társaságban történt irányítást biztosító részesedés megszerzésére való alkalmazhatóságát), akkor egy nyilvános részvénytársaságban irányítást biztosító részesedés megszerzésére csak a társaság részvényeseinek az alábbi rendelkezések szerint megadott előzetes felhatalmazásával kerülhet sor.⁷⁰¹ A szabályozás alapján pedig minden részvényesnek, aki irányítást biztosító részesedést tervez szerezni, annak egy nyilatkozatot (*acquiring person's statement*) kell eljuttatnia a kibocsátó nyilvános részvénytársaságnak. A nyilatkozatnak pedig tartalmaznia kell a következő tartalmi elemek közül valamennyit: a részesedést megszerző személy identitását; egy nyilatkozatot, hogy e nyilatkozat a vonatkozó törvényi szabályozással összhangban került megadásra; hogy a kibocsátó nyilvános részvénytársaság hány részvénye áll a részvényeket megszerző személy közvetett vagy közvetlen tulajdonában; hogy az irányítást biztosító részesedés tervezett megszerzésének végrehajtása esetén az irányítást biztosító részesedés mely tartományába esne a részesedés-szerzés; a tervezett irányítást biztosító részesedés-szerzés feltételeinek indokolt részletességű leírását; a részvényeket megszerző személy értelmezését, és nyilatkozatát indokolt részletességgel azon tények vonatkozásában, melyek szerint a tervezett irányítást biztosító részesedésszerzés, amennyiben végrehajtják, nem lesz

megtestesítő részvényei azért kerülnek kibocsátásra vagy átruházásra, hogy egészben vagy részben ellenszolgáltatásként szolgáljanak ilyen eszközök egy vagy több hazai leányvállalatára való átruházásához. Lásd Ohio Revised Code, Title XVII. Corporations – Partnerships, Chapter 1701: General Corporation Law, 1701.01 General corporation law definitions. (Q) Elérhető: <http://codes.ohio.gov/orc/1701>,

⁷⁰⁰ Ohio Revised Code, Title XVII. Corporations – Partnerships, Chapter 1701: General Corporation Law, 1701.01 General corporation law definitions. (Z) (2) (e), (f) Elérhető: <http://codes.ohio.gov/orc/1701>,

⁷⁰¹ Ohio Revised Code, Title XVII. Corporations – Partnerships, Chapter 1701: General Corporation Law, 1701.831 Control share acquisitions procedures. (A) Elérhető: <http://codes.ohio.gov/orc/1701>

jogellenes, illetve, hogy a részesedést megszerezni kívánó személy megfelelő pénzügyi háttérrel rendelkezik a tervezett irányítást biztosító részesedésszerzéshez.⁷⁰²

A törvényi szabályozásnak megfelelő nyilatkozat kézhezvételétől számított tíz napon belül a kibocsátó nyilvános részvénytársaság igazgatóinak rendkívüli közgyűlést kell összehívniuk a tervezett irányítást biztosító részesedés-szerzésről való szavazás céljából. Hacsak a részesedést megszerezni szándékozó személy és a kibocsátó társaság írásban nem állapodik meg más időpontban, ezt a közgyűlést a részesedést megszerezni szándékozó személy nyilatkozatának a kibocsátó nyilvános társaság általi kézhezvételét követő ötven napon belül kell megtartani. Amennyiben a részesedést megszerezni szándékozó személy nyilatkozatának kézbesítésével egyidejűleg írásban kéri, akkor nem lehet az ilyen rendkívüli közgyűlést a nyilatkozatának kibocsátó nyilvános társaság általi kézhezvételét követő harminc napnál korábbi időpontra összehívni.⁷⁰³

Ha egy tervezett irányítást biztosító részesedés-szerzéssel összefüggésben a részvényeket megszerezni kívánó személy megváltoztatja az adott részvényosztályokban megszerezni kívánt részvények arányát, a felajánlott ellenszolgáltatást, vagy az értékpapír-kereskedő jutalékát, illetve kiterjeszti a megszerezni kívánt részvényekre tett nyilvános vételi ajánlat elfogadására nyitva álló időtartamot, vagy más módon megváltoztatja a tervezett irányítást biztosító részesedés-szerzés feltételeit, akkor a kibocsátó társaság igazgatói átütemezhetik a kapcsolódó rendkívüli közgyűlés időpontját.⁷⁰⁴ A részvényesek számára a rendkívüli közgyűlésről olyan hamar kell tájékoztatást nyújtania a kibocsátó társaságnak, amilyen hamar az ésszerűen kivitelezhető. A tájékoztatást valamennyi részvénykönyvben szereplő részvényesnek biztosítani kell, tekintet nélkül arra, hogy jogosultak-e szavazásra ezen a közgyűlésen. Az értesítésnek tartalmaznia kell (vagy csatolni kell hozzá) a következő információkat: a részesedést megszerezni kívánó személy kibocsátó társaságnak eljuttatott nyilatkozatának másolatát; a kibocsátó társaságnak az igazgatói által jóváhagyott nyilatkozatát a tervezett irányítást biztosító részesedés-szerzéssel kapcsolatos álláspontjáról vagy ajánlásáról, vagy arról, hogy nincs álláspontja, illetve nem fogalmaz meg ajánlást azzal kapcsolatban.⁷⁰⁵ Az irányítást biztosító részesedést megszerezni kívánó személy akkor hajthatja végre az irányítást biztosító részesedés tervezett megszerzését, ha az alábbi két

⁷⁰² Ohio Revised Code, Title XVII. Corporations – Partnerships, Chapter 1701: General Corporation Law, 1701.831 Control share acquisitions procedures. (B) Elérhető: <http://codes.ohio.gov/orc/1701>

⁷⁰³ Ohio Revised Code, Title XVII. Corporations – Partnerships, Chapter 1701: General Corporation Law, 1701.831 Control share acquisitions procedures. (C) (1) Elérhető: <http://codes.ohio.gov/orc/1701>

⁷⁰⁴ Ohio Revised Code, Title XVII. Corporations – Partnerships, Chapter 1701: General Corporation Law, 1701.831 Control share acquisitions procedures. (C) (2) Elérhető: <http://codes.ohio.gov/orc/1701>

⁷⁰⁵ Ohio Revised Code, Title XVII. Corporations – Partnerships, Chapter 1701: General Corporation Law, 1701.831 Control share acquisitions procedures. (C) (1) Elérhető: <http://codes.ohio.gov/orc/1701>

feltétel közül mind a kettő megvalósul. Először is a részvényeket kibocsátó nyilvános részvénytársaság azon részvényesei, akik a szavazati jogosultság megítélése szempontjából releváns határnapon szavazati joggal rendelkeznek a társaságban az igazgatók megválasztása tekintetében, engedélyezik egy erre a célra összehívott és határozatképes rendkívüli közgyűlésen az igazgatók megválasztására jogosult, személyesen vagy meghatalmazott (proxy) útján képviseltetett részvényesek többségének igenlő szavazatával; illetve a tranzakcióban érdekelt részvényesek kizárásával a fennmaradó szavazatok többségével. E rendkívüli közgyűlés akkor tekinthető határozatképesnek, ha a kibocsátó nyilvános részvénytársaságban az igazgatók megválasztása tekintetében fennálló szavazati jogok többsége akár személyes jelenléttel, akár meghatalmazott (proxy) útján képviseltetve van. A másik feltétel, hogy az akvizíciót a felhatalmazásban rögzített feltételekkel, és nem később, mint az irányítást biztosító részesedés megszerzésére megadott részvényesi felhatalmazás megadását követő háromszázhatvan napon belül végrehajtják.⁷⁰⁶

Bizonyos tagállamok továbbá biztosítják, hogy az irányítást biztosító részesedést megszerzését nem támogató részvényesek ún. értékelési joggal élve igényeljék részvényeik tisztességes áron való megvásárlását a részesedésszerzőtől.⁷⁰⁷

Az irányítást biztosító részesedés-megszerzési törvény kiállta az Egyesült Államokban az alkotmányosság próbáját (mint ahogy azt láthatjuk Indiana állam esetében az Egyesült Államok Legfelsőbb Bíróságának, a *Supreme Court*-nak ide vonatkozó határozata alapján).⁷⁰⁸

3.3.5. Az ún. üzleti kombinációs törvények

Az ún. üzleti kombinációs törvények, vagy más néven befagyasztási (*freeze-in*) törvények a tagállamok vállalatfelvásárlásokkal kapcsolatos jogalkotásának harmadik generációjához tartoznak.⁷⁰⁹ Ezek a törvények megtiltják a céltársaságnak, hogy bizonyos jelentős üzleti tranzakciókat hajtson végre a részvényeit megszerző személlyel, miután az a társaságban ún.

⁷⁰⁶ Ohio Revised Code, Title XVII. Corporations – Partnerships, Chapter 1701: General Corporation Law, 1701.831 Control share acquisitions procedures. (E) (1) (2) Elérhető: <http://codes.ohio.gov/orc/1701>

⁷⁰⁷ Lásd CAMPISI, P. Joseph Jr., *Edgar v. Mite Corp. and CTS Corp. v. Dynamics Corp. of America: A Subjective Look at State Takeover Legislation*, Hofstra Law Review, Vol. 18. Issue 1. (1989) 171. old.

⁷⁰⁸ A *Supreme Court* ugyanis döntésében megváltoztatta a *Seventh Circuit* ide vonatkozó határozatát, és kifejtette, hogy az *Indiana Control Share Acquisitions Act* összhangban van a Williams Act rendelkezéseivel, és hogy az nem sérti meg az ún. Kereskedelmi Klauzútát (*Commerce Clause*). A törvénynek a tagállamok közötti kereskedelemre gyakorolt korlátozott hatását ugyanis igazolja a tagállam saját gazdasági társaságainak szabályozásában megnyilvánuló érdeke. Lásd CAMPISI, P. Joseph Jr., *Edgar v. Mite Corp. and CTS Corp. v. Dynamics Corp. of America: A Subjective Look at State Takeover Legislation*, Hofstra Law Review, Vol. 18. Issue 1. (1989) 175-176. old.

⁷⁰⁹ Lásd MAGNUSON, William, *Takeover Regulation in the United States and Europe*, Pace International Law Review, Vol. 21. Issue 1. (2009) 218. old.

érdekelt részvényessé (*interested shareholder*) vált, tehát egy meghatározott (jelentős, irányítást biztosító) mértékű befolyást ért el a céltársaságban. Ez a tilalom az érdekelt részvényessé válását követően tipikusan háromtól öt évig terjedő időtartamban áll fenn. E tilalom alól az adhat felmentést, ha a részvényeket megszerző személy a részvénytulajdonlásához még érdekelt részvényessé válását megelőzően megszerzi a céltársaság igazgatótanácsának jóváhagyását („baráti vállalatfelvásárlás”).⁷¹⁰ Így az üzleti kombinációs törvény (az irányítást biztosító részesedés-megszerzési törvénnyel szemben) nem érinti a részvénytulajdonosnak a megszerzett részvényekkel való szavazati joggyakorlását. Hanem tilalmaz bizonyos típusú ügyleteket, melyek jellemzően a részvénytulajdonos önös előny szerzésére (self-dealing) szolgálhatnak, vagy valószínűleg kedvezőtlen hatást gyakorolnának a céltársaságra, annak munkavállalóira, vagy azokra a közösségekre, melyekben a céltársaság jelen van. Ugyanakkor e törvények rendelkezései nem tilalmazzák egy részvénytulajdonosnak, hogy vételi ajánlatot tegyen a céltársaság részvényeire, megvásárolja a felajánlott részvényeket, hogy szavazzon e részvényekkel, illetve részt vegyen az igazgatótanács tagjainak megválasztásában, ügyleteket kössön független harmadik személyekkel, vagy más módon továbbvigye a céltársaság üzleti tevékenységét.⁷¹¹ Ilyen szabályozást fogadott el Arizona, Connecticut, Delaware, Georgia, Idaho, Illinois, Indiana, Iowa, Kansas, Kentucky, Maine, Maryland, Massachusetts, Michigan, Minnesota, Missouri, Nebraska, Nevada, New Jersey, New York, Ohio, Oklahoma, Oregon, Pennsylvania, Rhode Island, Dél-Karolina, Dél-Dakota, Tennessee, Texas, Virginia, Washington, Wisconsin. Indokolt külön is felhívunk rá a figyelmet, hogy *Delaware* állam egyedül üzleti kombinációs törvényt fogadott el (három éves befagyasztási időszakkal) a vállalatfelvásárlásokkal kapcsolatos tagállami jogalkotás eszköztárából.⁷¹² Szintén meg kell állapítanunk, hogy az üzleti kombinációs törvények szabályozása nem mutat teljesen egységes képet a tagállamokban, számos különbség fedezhető fel. Így például New York állam ilyen törvénye csupán a honos vállalatokra terjed ki. Az érdekelt részvényest pedig a húsz százalék, vagy annál nagyobb tényleges tulajdonosi részesedéssel rendelkező részvényesként határozza meg. A törvény különleges „beszerzési” és „kiszerezési” rendelkezéseket is tartalmaz. Tilalmazza továbbá egy öt éves időszakra vonatkozóan az ún. üzleti kombinációk

⁷¹⁰ Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 110. old. Elérhető: (2014. november 5.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf; SROUFE, Evelyn, GELBAND, Catherine, *Business Combination Statutes: A Meaningful Opportunity for Success*, *Business Lawyer (ABA)*, Vol. 45. Issue 3. (1989-1990) 895. old.;

⁷¹¹ Lásd SROUFE, Evelyn, GELBAND, Catherine, *Business Combination Statutes: A Meaningful Opportunity for Success*, *Business Lawyer (ABA)*, Vol. 45. Issue 3. (1989-1990) 895. old.

⁷¹² Lásd SUBRAMANIAN, Guhan, *The Influence of Antitakeover Statutes on Incorporation Choice: Evidence on the Race Debate and Antitakeover Overreaching*, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 150. Issue 6. (2002) 1827-1828. old.

végrehajtását, hacsak azt az igazgatótanács még az előtt jóvá nem hagyta, hogy a részvényes érdekelt részvényessé vált. Sőt, még az öt éves időszak leteltét követően is tilalmazza az érdekelt részvényessel folytatott üzleti kombinációkat, hacsak azt a részvényesek többsége el nem fogadja, vagy nem teljesülnek bizonyos, tisztességes árat előíró követelmények.⁷¹³ New Jersey állam szabályozásában (melyet a new-york-i után fogadtak el) az jelenti ehhez képest a legfontosabb különbséget, hogy az érdekelt részvényes fogalmát egy honos társaság részvényeinek legalább tíz százalékát birtokló részvényesként adja meg.⁷¹⁴

Delaware állam üzleti kombinációs törvénye más államok üzleti kombinációs törvényeihez viszonyítva több eltérést is tartalmaz. Így például megalkotásához segítséget New York állam szabályozása biztosított, de a *Delaware* jog nem követi mindenben annak irányait. Ezt azon aggodalom indokolta, hogy New York állam szabályozása talán megfoszthatja a részvényeseket egy ígéretes vételi ajánlat lehetőségétől. Így a *Delaware* jogban számos és jelentős eltérés található a kiindulási alapul szolgáló szabályozási modellhez képest, melyek célja a részvényesek védelme és a tagállamok jogalkotási korlátainak (tehát a szabályozás alkotmányosságának) való megfelelés.⁷¹⁵

Érdekelt részvényesnek alapvetően azt a személyt tekintjük a *Delaware* jog alapján (leszámítva a társaságot, és bármely, akár közvetlen, akár közvetett többségi tulajdonában álló leányvállalatát), aki a szavazati joggal rendelkező részvények 15%-ának⁷¹⁶, vagy annál nagyobb hányadának a tulajdonosa.⁷¹⁷ A *Delaware* jog üzleti kombináción pedig az alábbi ügyleteket érti, ha e kifejezést bármely társaság és annak bármely érdekelt részvényese közötti viszonyban használjuk. Először is a társaság vagy annak bármely akár közvetlen, akár közvetett többségi tulajdonában álló leányvállalatának egyesülése vagy konszolidációja az érdekelt részvényessel; vagy bármely más személlyel, ha az egyesülést vagy konszolidációt az

⁷¹³ Lásd New York Code, Business Corporations, Article 9, Section 912. Requirements relating to certain business combinations, (c) Elérhető: <http://codes.lp.findlaw.com/nycode/BSC/9/912>

⁷¹⁴ Lásd SROUFE, Evelyn, GELBAND, Catherine, *Business Combination Statutes: A Meaningful Opportunity for Success*, *Business Lawyer (ABA)*, Vol. 45. Issue 3. (1989-1990) 895-896. old.

⁷¹⁵ Lásd SILVERSTEIN, Bruce L., *An Analysis of the Constitutional Validity of Delaware's „Business Combination” Statute*, *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 13. (1988) 867-868. old.

⁷¹⁶ New York állam vonatkozó szabályozása például a társaság szavazati joggal rendelkező részvényei legalább 20%-ának közvetlen vagy közvetett, tényleges tulajdonlását tekinti mérvadónak az „érdekelt részvényes” meghatározáshoz. Lásd New York Code, Business Corporations, Article 9, Section 912. Requirements relating to certain business combinations, (a) (10) Elérhető: <http://codes.lp.findlaw.com/nycode/BSC/9/912>,

⁷¹⁷ Lásd SROUFE, Evelyn, GELBAND, Catherine, *Business Combination Statutes: A Meaningful Opportunity for Success*, *Business Lawyer (ABA)*, Vol. 45. Issue 3. (1989-1990) 897. old.; Delaware Code, Title 8. Corporations, Chapter 1. General Corporation Law, Subchapter VI. Stock Transfers, § 203 Business combinations with interested stockholders. (c) (5). Elérhető: <http://delcode.delaware.gov/title8/c001/sc06/index.shtml>,

érdekelte részvényes okozta.⁷¹⁸ Továbbá a társaság vagy annak bármely akár közvetlen, akár közvetett többségi tulajdonában álló bármely leányvállalatának eszközeinek bármilyen olyan értékesítése, bérbeadása, elcserélése, záloggal való megterhelése, biztosítékként való felajánlása, átruházása, vagy a vele más módon való rendelkezés (egyetlen ügylet keretében vagy akár ügyletek sorozataként) az érdekelt részvényes irányába vagy vele együttműködésben (történjen az a társaság végelszámolása során, vagy más esetben), mely eszközöknek az összesített piaci értéke eléri vagy meghaladja a társaság összes eszközének összesített piaci értékének, vagy a társaság összes részvényének összesített piaci értékének 10%-át.⁷¹⁹ Ide tartozik még bármilyen olyan tranzakció, mely azt eredményezi, hogy a társaság, illetve akár közvetlen, akár közvetett többségi tulajdonában álló leányvállalatának részvénykibocsátása vagy az általuk történő részvény-átruházás eredményeként e társaság vagy ilyen leányvállalatának részvényeit az érdekelt részvényes szerzi meg (a szabályozás alkalmaz ez alól kivételeket).⁷²⁰ Továbbá ide sorolja a törvény a társasággal illetve bármely, akár közvetlen, akár közvetett többségi tulajdonában álló leányvállalatával lezajlott olyan ügyleteket, melyek közvetlenül vagy közvetetten olyan hatással bírnak, hogy emelik az érdekelt részvényesnek a társaság vagy bármely ilyen leányvállalata bármely részvényosztályában vagy részvénytársaságában fennálló arányos részesedését, vagy az olyan értékpapírban fennálló részesedését, mely ezekre átváltoztatható (bizonyos kivételeket ebben az esetben is alkalmaz a törvény).⁷²¹ Ide tartozik még bármely, a társaság, illetve akár közvetlen, akár közvetett többségi tulajdonában álló leányvállalata által vagy azon keresztül nyújtott bármilyen kölcsönből, előlegből, garanciából, biztosítékdásból vagy más pénzügyi előnyből (kivéve, amelyeket a törvény kifejezetten engedélyez) származó előny közvetlen vagy közvetett megszerzése az érdekelt részvényes által (kivéve, melyhez a társaság részvényeseként, arányosan jut hozzá).⁷²² A fogalom-meghatározást követően indokolt rátérnünk *Delaware* állam üzleti kombinációs törvényének főbb rendelkezéseire. Ez alapján

⁷¹⁸ Lásd Delaware Code, Title 8. Corporations, Chapter 1. General Corporation Law, Subchapter VI. Stock Transfers, § 203 Business combinations with interested stockholders. (c) (3) (i). Elérhető: <http://delcode.delaware.gov/title8/c001/sc06/index.shtml>.

⁷¹⁹ Lásd Delaware Code, Title 8. Corporations, Chapter 1. General Corporation Law, Subchapter VI. Stock Transfers, § 203 Business combinations with interested stockholders. (c) (3) (ii). Elérhető: <http://delcode.delaware.gov/title8/c001/sc06/index.shtml>.

⁷²⁰ Lásd Delaware Code, Title 8. Corporations, Chapter 1. General Corporation Law, Subchapter VI. Stock Transfers, § 203 Business combinations with interested stockholders. (c) (3) (iii). Elérhető: <http://delcode.delaware.gov/title8/c001/sc06/index.shtml>.

⁷²¹ Lásd Delaware Code, Title 8. Corporations, Chapter 1. General Corporation Law, Subchapter VI. Stock Transfers, § 203 Business combinations with interested stockholders. (c) (3) (iv). Elérhető: <http://delcode.delaware.gov/title8/c001/sc06/index.shtml>.

⁷²² Lásd Delaware Code, Title 8. Corporations, Chapter 1. General Corporation Law, Subchapter VI. Stock Transfers, § 203 Business combinations with interested stockholders. (c) (3) (v). Elérhető: <http://delcode.delaware.gov/title8/c001/sc06/index.shtml>.

egy társaság nem vehet részt semmilyen üzleti kombinációban semelyik érdekelt részvényesével, három éves időtartamon keresztül azt követően, hogy a részvényes érdekelt részvényessé vált. Három kivételt is nevesít azonban a törvény ez alól. Először is, ha a részvényes érdekelt részvényessé válását megelőzően a társaság igazgatótanácsa jóváhagyta az üzleti kombinációt, vagy a részvényes érdekelt részvényessé válását eredményező tranzakciót („barátságos felvásárlás”).⁷²³ Másodikként ilyen kivételt jelent, ha az érdekelt részvényes azzal az ügylettel, mellyel érdekelt részvényessé vált, megszerezte a társaságnak a tranzakció időpontjában meglévő szavazati joggal rendelkező részvényeinek legalább 85%-át. Ennek megítéléséhez figyelmen kívül kell hagyni azokat a részvényeket (az érdekelt részvényes tulajdonában lévő részvényeket kivéve), melyek a társaságban igazgatói és egyúttal tisztségviselői pozíciót betöltő személyek tulajdonában állnak, illetve olyan munkavállalói részvénytulajdonosi programhoz kapcsolódnak, melyben a részt vevő munkavállalóknak nincsen lehetőségük bizalmas körülmények között eldönteni, hogy a program tárgyát képező részvények fel legyenek-e ajánlva egy vételi ajánlat vagy részvénycseré-ajánlat során.⁷²⁴ Harmadik esetként akkor is lehetséges egy üzleti kombináció végrehajtása, ha egy részvényes érdekelt részvényessé válásakor vagy azt követően az igazgatótanács jóváhagyja az üzleti kombináció végrehajtását, és erre felhatalmazást biztosít a részvényesek éves vagy rendkívüli közgyűlése a szavazati joggal rendelkező részvények minősített többségének (kétharmadának) igenlő szavazatával (az érdekelt részvényes részesedését figyelmen kívül hagyva).⁷²⁵

Látható, hogy *Delaware* állam ezzel a szabályozással bizonyos teret enged a részvényesi beleszólásnak, és így a részvényesek szempontjából előnyös vállalatfelvásárlási ajánlatok megjelenésének. A részvényesi beleszólás ilyen jellegű engedélyezése az érdekelt részvényessel folytatott üzleti kombinációk elfogadásában azonban nem jellemző. Jól mutatja ezt például New York és New Jersey állam szabályozása. Az üzleti kombinációk elfogadásának lehetőségét New York állam kizárólag a hivatalban lévő igazgatótanács kezébe helyezte, akiknek kizárólagos hatáskör van biztosítva annak eldöntésére, hogy egy ajánlattevőnek lehetősége lesz-e a társaság tényleges irányítására a vállalatfelvásárlási ajánlat

⁷²³ Lásd Delaware Code, Title 8. Corporations, Chapter 1. General Corporation Law, Subchapter VI. Stock Transfers, § 203 Business combinations with interested stockholders. (a) (1) Elérhető: <http://delcode.delaware.gov/title8/c001/sc06/index.shtml>,

⁷²⁴ Lásd Delaware Code, Title 8. Corporations, Chapter 1. General Corporation Law, Subchapter VI. Stock Transfers, § 203 Business combinations with interested stockholders. (a) (2) Elérhető: <http://delcode.delaware.gov/title8/c001/sc06/index.shtml>,

⁷²⁵ Lásd Delaware Code, Title 8. Corporations, Chapter 1. General Corporation Law, Subchapter VI. Stock Transfers, § 203 Business combinations with interested stockholders. (a) (3) Elérhető: <http://delcode.delaware.gov/title8/c001/sc06/index.shtml>,

végrehajtását követően. Az igazgatótanács erről szóló döntése pedig öt évig megmásíthatatlan.⁷²⁶ New Jersey állam szabályozása szintén megtiltja honos vállalatai számára az érdekelt részvényesekkel bármilyen üzleti kombináció létrehozását a részvényes érdekelt részvényessé válását követő öt éven belül, hacsak az üzleti kombinációt nem hagyta jóvá a társaság igazgatótanácsa még az előtt, hogy a részvényes érdekelt részvényessé vált volna.⁷²⁷ Egy további lehetőség New Jersey állam szabályozása szerint, ha a részvényes érdekelt részvényessé válását okozó ügyletet vagy azok sorozatát elfogadta a társaság igazgatótanácsa még az érdekelt részvényessé válást jelentő részvénytulajdonosi megelődözé, és ezzel az érdekelt részvényessé létrejövő bármilyen későbbi üzleti kombinációt jóváhagy a társaság igazgatótanácsa, amennyiben bármilyen ilyen későbbi üzleti kombináció jóváhagyása az igazgatótanács vagy az igazgatótanács bizottsága által oly módon történik meg, hogy abban csak az érdekelt részvényestől független tagok (akik nem az érdekelt részvényes munkavállalói, tisztségviselői, igazgatói, részvényesei,...) vesznek részt, és egy erre a célra összehívott közgyűlésen az érdekelt részvényes birtokában lévő részvények figyelmen kívül hagyásával a szavazati joggal rendelkező részvényesek szavazattöbbséggel azt elfogadják.⁷²⁸ Delaware állam különlegesnek mondható szabályozási megoldásának az a célja, hogy növelje a részvényesi beleszólást a vállalatfelvásárlási tevékenységbe, és így elejét vegye, hogy a vállalat vezetése esetleg megfossza a részvényeseket egy előnyös lehetőségtől. Ugyanakkor a szabályozásból látható, hogy az igazgatótanács döntésének „megkerülését” csak meglehetősen szűk esetkörben teszi lehetővé a *Delaware* szabályozás a részvényesek számára (vagy másként fogalmazva, ennek komoly garanciális feltételei vannak). Meglehetősen ritkán áll elő ugyanis olyan helyzet, mikor egy ellenséges vállalatfelvásárlási ajánlat vonzónak bizonyul a céltársaság részvényeinek 85%-át birtokló részvényesek számára (leszámítva az igazgatói,

⁷²⁶ Lásd SILVERSTEIN, Bruce L., *An Analysis of the Constitutional Validity of Delaware's „Business Combination” Statute*, Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 13. (1988) 869. old., New York Code, Business Corporations, Article 9, Section 912. Requirements relating to certain business combinations, (b) Elérhető: <http://codes.lp.findlaw.com/nycode/BSC/9/912>. Sőt, New York állam az érdekelt részvényesekkel az üzleti kombinációk létrejöttét egyébként (tehát az öt éves időtartam leteltét követően) is az igazgatótanács, vagy a részvényesek többségének (leszámítva természetesen az érdekelt részvényes és a hozzá köthető személyek részesezését) hozzájárulásához, vagy bizonyos tisztességes árat előíró követelmények teljesüléséhez köti. New York Code, Business Corporations, Article 9, Section 912. Requirements relating to certain business combinations, (c) Elérhető: <http://codes.lp.findlaw.com/nycode/BSC/9/912>

⁷²⁷ New Jersey Statutes - Title 14A Corporations, General - 14A:10A-4 Five-year restriction; exceptions. 4. a. Elérhető: <http://law.onecle.com/new-jersey/14a-corporations-general/10a-4.html>

⁷²⁸ New Jersey Statutes - Title 14A Corporations, General - 14A:10A-4 Five-year restriction; exceptions. 4. b. Elérhető: <http://law.onecle.com/new-jersey/14a-corporations-general/10a-4.html>

vállalatvezetői részesedést); vagy hogy a társaság részvényesei kétharmados minősített többséggel elfogadjanak egy „üzleti kombinációt” az „érdekelt részvényessel”.⁷²⁹

Delaware állam bizonyos esetekben mentesíti a társaságokat a szabályozás hatálya alól, melyek közül a teljesség igénye nélkül néhányat bemutatok. Ilyen eset például, amikor a társaság eredeti bejegyzési dokumentuma kifejezetten tartalmazta, hogy nem kíván e rendelkezés hatálya alá tartozni.⁷³⁰ Szintén ilyen eset, ha a társaság az igazgatótanácsa által e jogszabály hatályba lépését (1988. február 2-át) követő 90 napon belül olyan módosítást fogad el a társaság szabályzataihoz, hogy nem terjed ki rá az üzleti kombinációs törvény hatálya. Ez ugyanakkor már a továbbiakban nem lesz módosítható az igazgatótanács által.⁷³¹ A társaság részvényesei továbbá a közgyűlésen többségi szavazással dönthetnek arról, hogy a társaság kikerüljön az üzleti kombinációs törvény rendelkezéseinek hatálya alól.⁷³² Szintén nem terjed ki a szabályozás hatálya azokra a társaságokra, melyek nem rendelkeznek nemzeti értéktőzsdére bevezetett részvényosztállyal, vagy olyan részvényosztállyal, mely kétezernél több részvényes kezében van (hacsak ezen állapotok nem egy érdekelt részvényes közvetlen vagy közvetett tevékenységének eredményeként jöttek létre, vagy abból az ügyletből kifolyólag, amelyben egy személy érdekelt részvényessé vált).⁷³³ Mentesül a szabályozás hatálya alól az üzleti kombináció, ha egy részvényes nem szándékosan válik érdekelt részvényessé, és amilyen gyorsan lehetséges, olyan mennyiségű részvénytulajdontól válik meg, hogy megszűnik a továbbiakban érdekelt részvényes lenni; és a társaság és ezen részvényes között létrejövő üzleti kombinációt megelőző három év bármely időpontjában nem minősült volna érdekelt részvényesnek, csak e nem szándékos tulajdonszerzés esetében.⁷³⁴

Fentiek alapján az ún. üzleti kombinációs törvények lehetővé teszik a vállalat feletti irányítás megváltozásának akadálytalan lezajlását. Ugyanakkor a céltársaság és részvényesei szempontjából káros ajánlattételi technikák alkalmazásának azáltal szabnak gátat, hogy

⁷²⁹ Lásd SILVERSTEIN, Bruce L., *An Analysis of the Constitutional Validity of Delaware's „Business Combination” Statute*, Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 13. (1988) 869-870. old.

⁷³⁰ Lásd Delaware Code, Title 8. Corporations, Chapter 1. General Corporation Law, Subchapter VI. Stock Transfers, § 203 Business combinations with interested stockholders. (b) (1) Elérhető: <http://delcode.delaware.gov/title8/c001/sc06/index.shtml>,

⁷³¹ Lásd Delaware Code, Title 8. Corporations, Chapter 1. General Corporation Law, Subchapter VI. Stock Transfers, § 203 Business combinations with interested stockholders. (b) (2) Elérhető: <http://delcode.delaware.gov/title8/c001/sc06/index.shtml>,

⁷³² Lásd Delaware Code, Title 8. Corporations, Chapter 1. General Corporation Law, Subchapter VI. Stock Transfers, § 203 Business combinations with interested stockholders. (b) (3) Elérhető: <http://delcode.delaware.gov/title8/c001/sc06/index.shtml>,

⁷³³ Lásd Delaware Code, Title 8. Corporations, Chapter 1. General Corporation Law, Subchapter VI. Stock Transfers, § 203 Business combinations with interested stockholders. (b) (4) Elérhető: <http://delcode.delaware.gov/title8/c001/sc06/index.shtml>,

⁷³⁴ Lásd Delaware Code, Title 8. Corporations, Chapter 1. General Corporation Law, Subchapter VI. Stock Transfers, § 203 Business combinations with interested stockholders. (b) (5) Elérhető: <http://delcode.delaware.gov/title8/c001/sc06/index.shtml>,

korlátozzák az új tulajdonos hozzáférését a céltársaság eszközeihez, megakadályozva az üzemek vagy más eszközök eladását. Így az ajánlattevő nem tudja ezek segítségével törleszteni a vállalat feletti irányítás megszerzése érdekében felvett hitelét.⁷³⁵ Így szabályozza az ajánlattevő – ide vonatkozó rendelkezések hiányában – szabad hozzáférését a céltársaság megszerzett eszközeihez, mely a nagyarányú hitelfelvétellel megvalósuló vállalatfelvásárlások esetében megakadályozza a hitelek eszközértékesítésből való visszafizetését. Így elejét veszi az ilyen vállalatfelvásárlási technikák alkalmazásának. Szintén látható, hogy a céltársaságokat irányító menedzsment kezébe jelentős döntési lehetőséget helyez egy vállalatfelvásárlási ajánlattal kapcsolatban ez a szabályozási megoldás. Ugyanis míg az irányítást biztosító részesedés-megszerzési törvények a döntési jogkört alapvetően a céltársaság részvényeseire telepítik, addig az üzleti kombinációs törvények általában a céltársaság igazgatótanácsának adnak lehetőséget a szabályozás alóli mentesítés megadására, még mielőtt az ajánlattevő érdekelt részvényessé vált volna.⁷³⁶ E törvények az ajánlattevőket „ösztönözni” szándékoznak arra, hogy még az irányító részesedés megszerzését megelőzően elnyerjék a céltársaság igazgatótanácsának jóváhagyását a részesedés megszerzését szolgáló ügylethez. Ez pedig a törvény elfogadásának alapját képező megközelítés szerint lehetővé teszi a céltársaság igazgatótanácsának, hogy a kisebbségi részvényeseket védő rendelkezéseket tárgyaljon ki.⁷³⁷

3.3.6. Az egyesülésekre vonatkozó további különös szabályok

Az Egyesült Államokban a vállalatok feletti irányítás megszerzésének megszokott módját jelentik az egyesülések is. A készpénz ellenértékért zajló vállalatfelvásárlási ajánlatokkal és az értékpapírokat ellenértékként felajánló ajánlatokkal (*exchange bid*) ellentétben az egyesülések nem tartoznak az 1934-es *Securities and Exchange Act Rule 14d-10* hatálya alá, így nem terjed ki rájuk az „*all holders/best price*” szabály.⁷³⁸

⁷³⁵ Lásd SUGGS, Robert E., *Business Combination Antitakeover Statutes: The Unintended Repudiation of the Internal Affairs Doctrine and Constitutional Constraints on Choice of Law*, Ohio State Law Journal, Vol. 56. Issue 4. (1995) 1097-1098. old.

⁷³⁶ Lásd SUGGS, Robert E., *Business Combination Antitakeover Statutes: The Unintended Repudiation of the Internal Affairs Doctrine and Constitutional Constraints on Choice of Law*, Ohio State Law Journal, Vol. 56. Issue 4. (1995) 1100. old.

⁷³⁷ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 110. old. Elérhető: (2014. november 5.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁷³⁸ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 174. old. Elérhető: (2014. november 7.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

Az amerikában „egy lépésben megvalósuló egyesülésnek” nevezett beolvadás (*statutory merger*) során az ajánlattevő és a céltársaság egyesülési megállapodást köt, melyhez szükséges a részvényesek többségének (vagy amennyiben az adott tagállam jogi szabályozása, esetlegesen a céltársaság alapszabálya ezt előírja, minősített többségének) jóváhagyása. A *Rule 14d-10* hatálya nem terjed ki az egyesülésekre. Viszont ha a kisebbségi részvényesek szerint a tranzakció során felajánlott ellenérték nem éri el a részvények méltányos árát, ugyanakkor a részvényesek többsége mindezek ellenére elfogadja az ajánlatot és az egyesülésre sor kerül, a tagállamok egyesülésekre vonatkozó jogi szabályozása gyakran biztosít a kisebbségi részvényesek (akiket gyakran *disszenter-nek* hívnak) számára jogot kereset indítására a bíróság előtt. Ennek célja, - hogy amennyiben indokolt – a bíróság állapítsa meg részvényeik méltányos árát. A bíróság által megállapított árak ugyanakkor nem kell megfelelnie a többségi részvényesek által fizetett legmagasabb árak.⁷³⁹

Mint a korábbiakban elemeztük, egy kétlépcsős vállalatfelvásárlási ajánlat során az ajánlattevő felvásárlási ajánlatot tesz a céltársaság irányításához szükséges mértékű szavazati jogot megtestesítő részvények megszerzésére. A második szakaszban (lépésben) pedig az irányítást biztosító részesedéssel úgy szavaz a közgyűlésen, hogy megszerezze az egyesüléshez a hozzájárulást. Ilyen esetben tipikusan magasabb ellenszolgáltatást fog kapni a céltársaság részvényese a részvényeiért az első szakaszban (vállalatfelvásárlási ajánlat), mint a másodikban (egyesülés). Ez az a forgatókönyv, melynek megakadályozását tulajdonképpen a vállalatfelvásárlási irányelv 5. cikkében szereplő kötelező vételi szolgálja.⁷⁴⁰

Delaware állam és a legtöbb amerikai tagállam társasági jogi szabályozása továbbá azt is engedélyezi a többségi részvényeseknek, hogy kizorító egyesülést (*squeeze-out merger*) alkalmazzanak a kisebbségi részvényesek jóváhagyása nélkül, bizonyos feltételek teljesülése esetén. A kiváltó oka a második szakaszban megvalósuló kizorító egyesülésnek, hogy az ajánlattevő legalább 90%-át birtokolja a céltársaság szavazati jogot megtestesítő részvényeinek egy vállalatfelvásárlási ajánlatot, vagy egyéb részvényt szerzési programot követően.⁷⁴¹

Bár az Egyesült Államokban nincs jelen az Európai Unióban alkalmazott kötelező vételi ajánlattételi szabály, mégis rendelkezésre állnak egyéb, vállalatfelvásárlás-ellenes intézkedések a részvényesek védelmében. Ezeket felhasználhatja a társaság a kétlépcsős

⁷³⁹ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 174. old. Elérhető: (2014. november 7.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁷⁴⁰ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 174. old. Elérhető: (2014. november 7.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁷⁴¹ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 174. old. Elérhető: (2014. november 7.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

vállalatfelvásárlási ajánlatok leküzdéséhez. Így például a társaság beépíthet tisztességes/méltányos árat vagy minősített többséget előíró rendelkezéseket az alapszabályába. A méltányos árat előíró alapszabály-módosítás azt jelenti, hogy az ajánlattevőnek méltányos árat kell fizetnie a céltársaság valamennyi, általa megvásárolt részvényéért (ugyanakkor ez a méltányos ár nem feltétlenül jelenti az ajánlattevő társaság által kifizetett legmagasabb árat). A minősített többséget előíró alapszabály-módosítás megnöveli egy akvizíció vagy egyesülés elfogadásához szükséges többség mértékét a szavazatok feléről a kétharmadára.⁷⁴²

3.3.7. Az ún. értékelési jog

A tagállami jogtól függően, a céltársaságban a készpénz ellenértékért megvalósuló ajánlatot el nem fogadó, illetve az egyesülést szavazatukkal nem támogató részvényeseknek ún. értékelési joguk lehet. Az értékelési jog a részvényeikért a bíróság által megállapított, az ajánlattevő által kifizetett készpénz ellenértékre jogosítja fel az ilyen részvényeseket. Meg szükséges jegyezni, hogy a bíróság az eredeti vállalatfelvásárlási ajánlatban fizetettnél alacsonyabb ellenértéket is meghatározhat, így még az értékelési joggal felruházva sem garantált, hogy a kisebbségi részvényesek az eredeti vállalatfelvásárlási ajánlatban kifizetett ellenértékkel azonos árat fognak kapni papírjaikért. Az értékelési jogokat ritkán gyakorolják az Egyesült Államokban.⁷⁴³

A *Model Business Corporations Act* rendelkezéseket tartalmaz arra vonatkozóan, hogy milyen feltételekkel lehet magasabb szavazati arányhoz, minősített többséghez kötni egyes közgyűlési döntések elfogadását. Az *MBCA* kimondja, hogy az alapszabály magasabb határozatképességhez szükséges legkisebb létszámot (*quorum*) vagy szavazati követelményeket szabhat meg a részvényesek (vagy részvényesi csoportok) számára, mint amelyet az *MBCA* alapvetően meghatároz. Szintén rögzíti, hogy azon alapszabály-módosításnak, mely magasabb határozatképességhez szükséges legkisebb létszámot (*quorum*) vagy magasabb szavazati követelményeket határoz meg, változtat meg vagy töröl el, ugyanazon határozatképességhez szükséges létszámnak kell megfelelnie és ugyanazon részvényesi (vagy részvényesek szavazati csoportját érintő) szavazati aránnyal kell elfogadni,

⁷⁴² The Takeover Bids Directive Assessment Report, 174. old. Elérhető: (2014. november 7.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁷⁴³ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 174. old. Elérhető: (2014. november 7.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

mint amilyen határozatképességre vagy szavazati arányra vonatkozó követelmény akkor hatályban van, vagy amit elfogadni terveznek, attól függően, hogy melyik a magasabb.⁷⁴⁴

A *Model Business Corporations Act* külön fejezetet szentel az *Értékelési jogoknak (appraisal right)*. A *Chapter 13.* tulajdonképpen ezzel a részvényesek számára biztosított joggal foglalkozik négy alfejezetében. Ennek keretében szabályozza az értékelési jogok természetét⁷⁴⁵, illetve a jog gyakorlásáról a tájékoztatás megadását⁷⁴⁶. Részletezi e jog igénybevételeének eljárásrendjét⁷⁴⁷, illetve a részvények bírósági értékelését^{748 749}.

⁷⁴⁴ Lásd: Model Business Corporations Act, Chapter 7. Shareholders Subchapter B Voting § 7.27. Greater quorum or voting requirements. Elérhető (2014. november 7.): <http://apps.americanbar.org/dch/committee.cfm?com=CL270000>,

⁷⁴⁵ A részvényes jogosult az értékelési jogok gyakorlására, és ez alapján hozzájutni a részvényeiért fizetendő tisztességes árhoz meghatározott társasági intézkedések esetén. Ilyen például egy egyesülés lebonyolítása, melyben a társaság félként szerepel, ha az egyesülés jóváhagyásához részvényesi hozzájárulás szükséges (kivételet képeznek ebben az esetben az egyesülési tranzakcióban nem érintett részvényosztályok, részvénytársaságok). Szintén gyakorolhatóak e jogok egy olyan részvénycsere-ügylet esetében, melyben a társaság azon félként szerepel, amelynek megszerzik a részvényeit (kivéve azon részvényosztályok vagy részvénytársaságok esetében, melyek nem kerülnek becserélésre). Lásd: Model Business Corporations Act, Chapter 13, Subchapter A – Right to appraisal and payment for shares, § 13.02. (a) (1), (2) Elérhető (2014. november 16.): <http://apps.americanbar.org/dch/committee.cfm?com=CL270000>,

⁷⁴⁶ Az értékelési jogok gyakorlását elősegítendő, a társaságnak a közgyűlési szavazás tárgyát képező meghatározott körbe tartozó határozati javaslatok kapcsán megküldött tájékoztatóban jeleznie kell, hogy a társaság álláspontja szerint az adott döntés esetében a részvényesek jogosultak, nem jogosultak, vagy jogosultak lehetnek az értékelési jog gyakorlására. Amennyiben a társaság arra a következtetésre jut, hogy a részvényesek jogosultak vagy jogosultak lehetnek az értékelési jog gyakorlására, akkor az érintett részvényesek számára szükséges megküldeniük az e jog gyakorlására vonatkozó szabályozás másolatát (Model Business Corporations Act Chapter 13). Lásd: Model Business Corporations Act, Chapter 13, Subchapter B., Procedure for Exercise Of Appraisal Rights, § 13.20. Notice of Appraisal Rights, (a). Elérhető (2014. november 16.): <http://apps.americanbar.org/dch/committee.cfm?com=CL270000>,

⁷⁴⁷ Amennyiben a Model Business Corporations Act alapján az értékelési jogok gyakorlását megalapozó társasági intézkedést szavazásra nyújtanak be a részvényesek közgyűlésére, akkor az e jogokat bármely részvényosztály vagy sorozat tekintetében gyakorolni szándékozó részvényesnek a következők szerint kell eljárnia. Először is írásbeli értesítést kell küldenie a társaságnak a közgyűlési szavazás megtartását megelőzően arra a szándékára vonatkozóan, hogy kifizetést igényel, amennyiben a javasolt intézkedés végrehajtásra kerül. Továbbá nem szabad bármely, azon részvényosztályba vagy sorozatba tartozó részvényt a javasolt intézkedés elfogadására szavaznia, vagy engedélyeznie az arra való szavazást. Amennyiben a Model Business Corporations Act szerint az értékelési jogok gyakorlásának alapjául szolgáló társasági intézkedést (teljesen egyhangú döntéshozatalt nem igénylő) írásbeli hozzájárulással kell elfogadni, akkor a valamely részvényosztályba vagy sorozatba tartozó részvényt az értékelési jogot igénybe venni kívánó részvényes nem adhatja meg írásbeli hozzájárulását az adott részvényosztályba vagy sorozatba tartozó részvények kapcsán. Azon részvényes, mely nem tesz eleget a fenti követelményeknek, nem igényelheti a kifizetést. Lásd: Model Business Corporations Act, Chapter 13, Subchapter B., Procedure for Exercise Of Appraisal Rights, § 13.21. Notice of Intent to Demand Payment and Consequences of Voting or Consenting. Elérhető (2014. november 16.): <http://apps.americanbar.org/dch/committee.cfm?com=CL270000>,

Amennyiben a Model Business Corporations Act szerinti, az értékelési jogok gyakorlásának alapjául szolgáló társasági intézkedés hatályba lép, akkor a társaságnak az értékelési jogok gyakorlásáról szóló írásbeli értesítést, illetve az értékelési jog gyakorlásához szükséges űrlapot meg kell küldenie azon részvényeseknek, akik megfelelnek az általunk leírt feltételeknek. Az értesítést legkorábban a társasági intézkedés hatálybalépésekor, legkésőbb a hatálybalépést követő 10 napon belül kell eljuttatni a részvényeseknek. A részvényesi igazolásokat az értékelési jogot gyakorolni kívánó részvényesnek letétbe kell helyeznie. Az értesítésnek meg kell jelölnie az értékelési jogok gyakorlására vonatkozó űrlap visszaküldésének helyét, a részvényesi igazolásokat letétbe helyezésének helyét, és a letétbe helyezés legkésőbbi időpontját. Meghatározza továbbá azt az időpontot, ameddig a társaság számára az értékelési jog gyakorlására vonatkozó (korábban megküldött) űrlapot vissza kell küldenie a részvényesnek. Ez az időpont az értékelési jogok gyakorlásáról szóló írásbeli értesítés kiküldésétől számítva nem lehet kevesebb, mint negyven nap, és nem lehet több mint hatvan nap. Szintén figyelmeztetni kell

arra a részvényest, hogy amennyiben a társaság nem kapja meg a meghatározott határidőn belül az űrlapot, akkor a részvényes az értékelési jog gyakorlásáról ezzel lemond. Meg kell küldeni továbbá a részvényes számára a társaságnak a részvények tisztességes áráról kialakított becslését. Fel kell hívni a figyelmet arra, hogy amennyiben a részvényes ezt írásban kéri, akkor a társaság az értékelési jog gyakorlására vonatkozó űrlapok visszaküldésére nyitva álló határidő lejártát követő 10 napon belül megküldi a részvényesnek az űrlapot visszaküldő részvényesek számáról, és a hozzájuk tartozó részvények mennyiségéről szóló tájékoztatását. Meg kell jelölni továbbá a jog gyakorlására vonatkozó nyilatkozat esetleges visszavonása esetére a visszavonó nyilatkozat benyújtásának határidejét. Ez nem lehet későbbi, mint az értékelési jog gyakorlására vonatkozó űrlap visszaküldésére megállapított határidő lejártát követő húsz nap. A értékelési jog gyakorlására vonatkozó űrlap tekintetében is megfogalmaz tartalmi követelményeket a Model Business Corporations Act. Meg kell határozni ugyanis (amennyiben történt ilyen) annak a részvényeseknek szóló társasági bejelentésnek az idejét, amely a javasolt tranzakció jóváhagyását megelőzően annak alapvető feltételeit bemutatta. Ha történt ilyen bejelentés, akkor az értékelési jogot gyakorolni szándékozó részvényestől megkívánja annak bemutatását, hogy az értékelési jogot a részvényes olyan részvények esetében kívánja gyakorolni, melyek a bejelentést megelőző időpontban kerültek tényleges tulajdonába. Az értékelési jogot gyakorolni kívánó részvényesnek szintén igazolnia kell, hogy nem szavazott a javaslat elfogadására, illetve nem adta hozzá hozzájárulását. Lásd Model Business Corporations Act, Chapter 13, Subchapter B., Procedure for Exercise Of Appraisal Rights, § 13.22. Appraisal Form and Notice, Elérhető (2014. november 16.): <http://apps.americanbar.org/dch/committee.cfm?com=CL270000>.

Az értékelési jogát gyakorolni kívánó részvényesnek a társaság által megküldött űrlapot – a fent bemutatott tartalmi elemekkel – aláírva vissza kell küldenie. Amennyiben az értékelési jog gyakorlásáról szóló értesítés megjelöl ilyen, fontos annak igazolása, hogy a részvényes részvényeit ezen időpont előtt szerezte. Amennyiben ezt elmulasztja igazolni, a társaság úgy tekintheti, hogy részvényeit a meghatározott határidő (tehát a társasági intézkedés bejelentését követően) szerezte, és visszatarthatja a kapcsolódó kifizetést. Szintén letétbe kell helyeznie az értesítésben megjelölt módon és határidőben részvényesi igazolásait, amennyiben rendelkezik ilyennel. Ezen intézkedések megtételét követően a részvényes a továbbiakban nem gyakorolhatja részvényesi jogait. A részvényes ugyanakkor dönthet úgy, hogy mégsem kívánja gyakorolni az értékelési jogokat. Ebben az esetben visszaléphet az értékelési folyamatból, amennyiben az értékelési jog gyakorlásáról szóló értesítésben megjelölt határidőn belül erről írásban értesíti a társaságot. A határidő lejártát követően erre már csak a társaság írásbeli hozzájárulása esetén van lehetőség. Azon részvényes, mely nem írja alá és juttatja vissza az űrlapot (illetve nem helyezi letétbe a részvényesi igazolásait, amennyiben ilyennel rendelkezik) az értékelési jog gyakorlásáról szóló értesítésben megjelölt határidőn belül, nem lesz jogosult az értékelési jog alapján történő kifizetésre. Lásd Model Business Corporations Act, Chapter 13, Subchapter B., Procedure for Exercise Of Appraisal Rights, § 13.23. Perfection of Rights, Right to Withdraw. Elérhető (2014. november 16.): <http://apps.americanbar.org/dch/committee.cfm?com=CL270000>.

Általános szabályként az űrlap leadására nyitva álló határidő lejártát követő 30 napon belül (ez alól kivételt képeznek az értékelési jogok gyakorlásáról szóló írásbeli értesítésben előre meghatározott időpontot követően megszerzett részvények) kell készpénzben kifizetnie a társaságnak az arra jogosult részvényesek számára azt az összeget, melyet a társaság részvényeik tisztességes (*fair*) értékének tekint, továbbá a kapcsolódó kamatozatokat. A kifizetésekhez továbbá csatolni szükséges az értékelést végző társaság éves pénzügyi beszámolóit, melyek nem régebbiek a kifizetést megelőző 16 hónapnál (amennyiben ez nem áll rendelkezésre, ezzel egyenértékű pénzügyi információt), továbbá a társaság legutóbbi negyedéves pénzügyi beszámolóját. Szintén csatolni szükséges a társaság nyilatkozatát a részvények tisztességes értéke tekintetében végzett becsléséről. Illetve egy nyilatkozatot is el kell juttatni arra vonatkozóan, hogy a részvényesnek jog van további kifizetést igényelni a § 13.26 alapján. Amennyiben viszont a részvényes nem él ezzel a lehetőséggel az erre megállapított határidőn belül, akkor úgy kell tekinteni, hogy a részvényes a kifizetést a társaság értékelési jog alapján fennálló kötelezettségeinek teljes kiegyenlítéseként fogadta el. Lásd: Model Business Corporations Act, Chapter 13, Subchapter B., Procedure for Exercise Of Appraisal Rights, § 13.24. Payment. Elérhető (2014. november 16.): <http://apps.americanbar.org/dch/committee.cfm?com=CL270000>.

A Model Business Corporations Act lehetőséget biztosít a kifizetés visszatartására azon részvényestől, aki nem tudja igazolni, hogy az értékelési jog gyakorlásával érintett részvényei az értékelési jogok gyakorlásáról szóló írásbeli értesítésben megjelölt dátum előtt kerültek ténylegesen birtokába. Lásd: Model Business Corporations Act, Chapter 13, Subchapter B., Procedure for Exercise Of Appraisal Rights, § 13.25. After-Acquired Shares. Elérhető (2014. november 16.): <http://apps.americanbar.org/dch/committee.cfm?com=CL270000>.

Azon részvényesnek, aki nem elégedett a társaság által nyújtott kifizetéssel, értesítenie kell a társaságot a részvényei általa megalapozottnak tartott tisztességes értékéről, és kérnie kell ennek az összegnek és kamatainak kifizetését (illetve a korábban kifizetésre került összeg különbözetét). Azon részvényes, aki a társaság által nyújtott kifizetéstől, vagy a kifizetés felajánlásától számított 30 napon belül nem jelzi írásban azon igényét, hogy az általa becsült tisztességes érték (és kamat) kerüljön megfizetésre számára, lemond erre vonatkozó jogáról. Így csak a társaság által nyújtott kifizetésre lesz jogosult. Lásd Model Business Corporations Act, Chapter 13,

Delaware államban a *Delaware Code – Chapter 1. General Corporation Law* tartalmaz rendelkezéseket az értékelési jog kapcsán. A Subchapter IX. Merger, Consolidation, Conversion tartalmazza 262. szakaszában az értékelési jogra 2009. augusztus 1-et követően irányadó rendelkezéseket. Ez alapján bárki, aki egy egyesülés vagy konszolidáció időpontjában részvényekkel rendelkezik egy Delaware társaságban, megfelel a törvény által meghatározott külön követelményeknek, és nem szavazott az egyesülés vagy konszolidáció elfogadására, továbbá nem adta ehhez írásbeli hozzájárulását sem, jogosult arra, hogy a Delaware Court of Chancery felbecsülje részvényei tisztességes ellenértékét.⁷⁵⁰

Subchapter B., Procedure for Exercise Of Appraisal Rights, § 13.26. Procedure if Shareholder Dissatisfied with Payment or Offer, Elérhető (2014. november 16.): <http://apps.americanbar.org/dch/committee.cfm?com=CL270000>,

⁷⁴⁸ Ha a részvényes az általa megalapozottnak tartott tisztességes érték kifizetését igényli a társaságtól, és ez nem kerül rendezésre, akkor a Model Business Corporations Act § 13.30. a) alapján a társaságnak a kifizetési igénylés kézhezvételétől számított 60 napon belül bírósági eljárást kell kezdeményeznie, melyben kérelemmel fordul a bírósághoz a részvények tisztességes árának (és a kapcsolódó kamatoknak) megállapítására. Ha a társaság 60 napon belül nem kezdeményezi ezt a bírósági eljárást, akkor minden részvényesnek készpénzben kell kifizetnie a részvényes által igényelt összeget (továbbá a kapcsolódó kamatokat). Az ügyben a társaság székhelye (vezető tisztségviselők székhelye) szerinti bíróság illetékes. A bírósági eljárásban minden, nem rendezett igénnyel rendelkező részvényes félként szerepel, és ennek kapcsán a társaságnak el kell juttatnia számukra a bíróságnak benyújtott keresetet. A fenti bíróság joghatósága teljes és kizárólagos. A bíróság az eljárás lefolytatása során kijelölhet egy vagy több személyt a felbecslés elvégzésére. Ők bizonyítékot nyújthatnak, illetve döntési javaslatot tehetnek a tisztességes érték kérdésében. A becslők az őket kijelölő bírói utasításban, illetve bármely módosításában szereplő hatáskörökkel rendelkeznek. Az értékelési jogokkal élő részvényeseket ugyanazok a bizonyítási lehetőségek illetik meg, mint az egyéb polgári eljárásokban szereplő feleket. Esküdtbíróság előtti tárgyalásnak ezen ügyekben nincs helye. Minden, az eljárásban félként szereplő részvényesnek joga van egyrészt azon összeghez, amilyen mértékben a bíróság által a részvények tisztességes értékeként meghatározott összeg, továbbá kamatai meghaladják a társaság által e részvényeseknek már kifizetett összeget, ha ez a helyzet áll elő. Azon részvények tekintetében pedig, melyek kapcsán a társaság a kifizetés visszatartása mellett döntött, a bíróság által megállapított tisztességes értékre és kamatokra lesz jogosult a részvényes. Model Business Corporations Act, Chapter 13, Subchapter C – Judicial Appraisal of Shares, § 13.30. Court Action. Elérhető (2014. november 16.): <http://apps.americanbar.org/dch/committee.cfm?com=CL270000>,

⁷⁴⁹ Lásd: Subchapter A – Right to appraisal and payment for shares, Subchapter B – Procedure for Exercise of Appraisal Rights, Subchapter C – Judicial Appraisal of Shares, Subchapter D – other remedies. Elérhető (2014. november 7.): <http://apps.americanbar.org/dch/committee.cfm?com=CL270000>,

⁷⁵⁰ Az értékelési jog gyakorlására egy egyesülésben vagy konszolidációban résztvevő társaság bármely részvényosztályába vagy részvénytársaságba tartozó részvénye után van lehetőség. Ugyanakkor az értékelési jog nem gyakorolható olyan részvényosztályokba tartozó részvények kapcsán, melyek az egyesülés vagy konszolidáció kérdésében tartott közgyűlési szavazáson résztvevő részvényesek megállapítására kitűzött határnapon nem voltak bevezetve egy nemzeti értéktőzsdére, vagy nem voltak legalább 2000 részvénybirtokos kezén. Szintén nem gyakorolhatóak az értékelési jogok az ügyletben résztvevő társaság bármely részvénye tekintetében, ha az egyesülés elfogadásához nem volt szükséges a jogutód társaság részvényesinek szavazatára. Lásd Delaware Code – Chapter 1. General Corporation Law, Subchapter IX. Merger, Consolidation, Conversion, § 262. a), b) Elérhető (2014. november 16.): <http://delcode.delaware.gov/title8/c001/sc09/index.shtml>, Az értékelési jogok gyakorlása alapvetően a következőképpen történik Delaware államban. Amikor egy társaságban egy olyan egyesülési vagy konszolidációs tranzakciót nyújtanak be a részvényesek közgyűlésének elfogadására, melynek kapcsán az értékelési jogok gyakorlásának helye van, a társaságnak e közgyűlés megtartása előtt legalább 20 nappal értesítenie kell azon részvényeseket, akiknek a társaságban az értékelési jog gyakorlását lehetővé tevő részvényük van, hogy az értékelési jogok gyakorlásának helye van a résztvevő társaság egyes részvényei vagy összes részvénye tekintetében. Ehhez az értesítéshez mellékelni kell a Delaware General Corporation Law vonatkozó rendelkezéseit. Az értékelési jog gyakorlását választó valamennyi részvényesnek az egyesülési vagy konszolidációs tranzakcióról történő közgyűlési szavazást megelőzően el kell juttatnia a társaság

Miután a bíróság – vita felmerülése esetén – megállapította az értékelésre jogosultak körét, az értékelési eljárást a Court of Chancery irányadó eljárási szabályai alapján kell lefolytatni, ide értve az értékelési/becslési eljárásokat szabályozó bármilyen speciális szabályt. Ezen eljárás során a bíróság meghatározza a részvények tisztességes értékét, nem számítva bármely olyan értékelemet, mely az egyesülési vagy konszolidációs tranzakció végrehajtásából, illetve azzal kapcsolatos várakozásból származik. Szintén meghatározza a részvények megállapított tisztességes értéke kapcsán fizetendő kamatot, amennyiben szükséges. A részvények tisztességes értékének meghatározása során a bíróságnak minden releváns körülményt figyelembe kell venni. Amennyiben a bíróság mérlegelési jogkörében eljárva alapos okkal másként nem dönt, az egyesülés időpontjától az ítélet alapján járó kifizetés idejéig számítva a fizetendő kamat mértéke negyedévenként számítva a Federal Reserve által alkalmazott diszkontráta + 5%. A tisztességes érték kifizetését (beleértve a kapcsolódó kamatokét) a bíróságnak a jogutód társaság számára kell előírnia a részvényesek számára. A bíróság döntése ugyanúgy végrehajtható, mint a *Court of Chancery* bármely más döntése, tekintet nélkül arra, hogy a jogutód társaság Delaware államban, vagy bármely más államban honos. Szintén ki kell emelni, hogy az egyesülési vagy konszolidációs tranzakció végrehajtásának napjától számítva az értékelési jogával élni kívánó részvényes nem jogosult az értékelési jog

részére egy írásbeli igényt ezen részvények értékelésére vonatkozóan. Az ilyen igény akkor tekinthető megfelelőnek, ha ésszerűen informálja a társaságot az értékelést jogot gyakorló személyről, és arról, hogy a részvényes meghatározott részvények tekintetében azok értékelését kéri. Az egyesülési vagy konszolidációs tranzakció elleni szavazás vagy szavazati meghatalmazás nem képezheti ezen igény részét. Amennyiben a részvényes ilyen intézkedést szeretne megtenni, akkor ezt egy külön írásos igényben teheti meg. Tíz nappal az egyesülési vagy konszolidációs tranzakció végrehajtásától számítva a jogutód társaság értesíti a tranzakció végrehajtásának dátumáról a tranzakcióban részt vett társaságok esetében az értékelési jogok gyakorlására jogosult valamennyi olyan részvényest, aki nem szavazott a közgyűlésen az egyesülési vagy konszolidációs tranzakció mellett, vagy nem fogadta el azt. Lásd Delaware Code – Chapter 1. General Corporation Law, Subchapter IX. Merger, Consolidation, Conversion, § 262. d) (1) Elérhető (2014. november 16.): <http://delcode.delaware.gov/title8/c001/sc09/index.shtml>, Az egyesülési vagy konszolidációs tranzakció létrejöttének napjától számított 120 napon belül a jogutód társaság, vagy a fenti rendelkezések értelmében az értékelési jog gyakorlására jogosult bármely személy kezdeményezheti értékelési eljárás megindítását azáltal, hogy keresetet nyújt be a *Court of Chancery* bírósághoz, és kéri valamennyi ilyen részvényes részvényeinek értékének megállapítását. A fentiek mellett továbbá az egyesülési vagy konszolidációs tranzakció végrehajtásától számított 60 napon belül bármely olyan részvényes, aki nem indított értékelési eljárást, vagy nem csatlakozott egy ilyen eljáráshoz, mint nevesített fél, jogosult visszavonni ezen részvényes értékelési igényét, és elfogadni az egyesülés vagy konszolidáció kapcsán felajánlott feltételeket. Az egyesülési vagy konszolidációs tranzakció lezárását követő százhusz napon belül az értékelési jog gyakorlására jogosult részvényes írásbeli kérésére jogosult a jogutód társaságtól egy nyilatkozatra. Ezen nyilatkozat tartalmazza azoknak a részvényeknek az összesített számát, melyekkel nem szavaztak a részvényesek az egyesülési vagy konszolidációs tranzakció elfogadására, illetve amelyekkel kapcsolatban az értékelési jog gyakorlására vonatkozó igény érkezett, illetve az ilyen részvényeket birtokló részvényesek számát. A nyilatkozatot a részvényes erre vonatkozó írásbeli igényének társaság által történt kézhezvételét követő tíz napon belül kell megküldeni. Lásd Delaware Code – Chapter 1. General Corporation Law, Subchapter IX. Merger, Consolidation, Conversion, § 262. e) Elérhető (2014. november 16.): <http://delcode.delaware.gov/title8/c001/sc09/index.shtml>, Vitás esetben a bíróság jogosult dönteni arról, hogy ki gyakorolhatja az értékelési jogát a társaság részvényeivel kapcsolatban. Lásd Delaware Code – Chapter 1. General Corporation Law, Subchapter IX. Merger, Consolidation, Conversion, § 262. g) Elérhető (2014. november 16.): <http://delcode.delaware.gov/title8/c001/sc09/index.shtml>.

gyakorlásával érintett részvényével bármely kérdésben a szavazati jog gyakorlására, vagy osztalék felvételére vagy a részvényhez kapcsolódó egyéb kifizetésre (kivéve, ha a részvényesnek járó osztalék vagy egyéb kifizetés már az az egyesülési vagy konszolidációs tranzakció végrehajtásának napja előtt esedékessé vált). Kivétel a fentiek alól, ha a részvényes az erre nyitva álló határidőn belül és szabályok szerint visszavonja az értékelési jog gyakorlására bejelentett igényét.⁷⁵¹

3.3.8. Kiszorítás és eladási jog az Egyesült Államokban

Az Egyesült Államokban nincs jelen sem a kiszorítás sem (általános jelleggel) az eladási jog. Ugyanakkor – bár az Egyesült Államokban nincs kötelező ajánlattételi mechanizmus – az ajánlattevők a kisebbségi részesedéssel rendelkezők kivásárlására általában egy kiszorító egyesületet alkalmaznak (a vállalatfelvásárlás második fázisaként).⁷⁵² Az eladási joggal kapcsolatban azonban még indokolt árnyalnunk a fenti, általános jelleggel tett megállapításunkat. A legtöbb esetben valóban igaz, hogy ha az ajánlattevő jelentős részesedést szerez egy céltársaságban, ugyanakkor nem áll szándékában a kisebbségi részvényesek fennmaradó részesedésének megszerzése, akkor nem is köteles erre. Ugyanakkor egyes államok kivételt képeznek ez alól a megállapítás alól. Ezek az államok ún. *“control share cash-out”* rendelkezést, tehát a vállalat feletti irányítás megszerzése esetére a vállalatból való kiszállás lehetőségét biztosító rendelkezést építettek be társasági jogukba. Ez lehetővé teszi, ha egy ajánlattevő megszerzi a céltársaság szavazati joggal rendelkező részvényeinek meghatározott százalékát, akkor a többi részvényes igényelheti, hogy az ajánlattevő tisztességes áron, készpénz ellenértéket fizetve vegye meg részvényeit. Ilyen szabályozás van jelen Maine, Pennsylvania és Észak-Dakota államokban. Az eladási jog gyakorlását kiváltó eseménynek az tekinthető, amikor az ajánlattevő legalább egy meghatározott küszöbértéket elérő mértékben szerzi meg a céltársaság szavazati joggal

⁷⁵¹ <http://delcode.delaware.gov/title8/c001/sc09/index.shtml>

⁷⁵² The Takeover Bids Directive Assessment Report, 240-241. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

rendelkező részvényeit. Ez a küszöbérték Pennsylvania államban 20%⁷⁵³, Maine államban 25%⁷⁵⁴, Dél-Dakotában pedig 50%+1 szavazati jogot biztosító részvény.⁷⁵⁵

Az Egyesült Államok szabályozása továbbá bizonyos tranzakciók esetében előírja a céltársaság részére, hogy nyilvánosságra hozza a tranzakcióról eltérő véleményt alkotó igazgatók véleményét. A vonatkozó szabályozást az ún. Regulation M-A (egyesülésre és vállalatfelvásárlásra vonatkozó szabályozás) tartalmazza az Item 1014-ben. Ez a szabályozás a Securities and Exchange Act of 1934 Rule 13e-3 hatálya alá tartozó „going private”, „zártkörűvé válás” (zártkörűen működő társasággá alakulás), azaz tőzsdéről való kivezetést jelentő tranzakciókra terjed ki.⁷⁵⁶ A Securities and Exchange Commission Rule §229.1014 (Item 1014) ugyanis a tőzsdei kivezetés (zártkörűen működő részvénytársasággá alakulás) méltányosságának megítélésével foglalkozik. Egy ilyen tranzakció kapcsán nyilatkoznia kell a tranzakció tárgyát képező vállalatnak, hogy a tőzsdéről való kivezetést méltányosnak vagy nem méltányosnak tekinti a társaságban jelenlévő elfogulatlan részvényesek szempontjából. Ha bármely igazgató eltérő véleményen volt, vagy tartózkodott a szavazástól a zártkörűen működő társasággá alakulást jelentő tranzakció esetében, meg kell nevezni ezt az igazgatót. Ésszerű érdeklődést követően, amennyiben ismert, szintén meg kell jelölni a véleményeltérés vagy tartózkodás indokát. Az ügylet méltányosságának megítélését illetően indokolt részletességgel ki kell fejteni azon lényeges tényezőket, amiken az ügylet méltányosságának megítélése alapul. Szintén meg kell jelölni, hogy milyen súllyal esnek ezek a tényezők latba. Ki kell fejteni továbbá, hogy a zártkörűvé válást jelentő tranzakció kapcsán szükséges-e a részvényesek hozzájárulása. Be kell mutatni azt is, hogy a társasággal munkavégzésre irányuló jogviszonyban nem álló igazgatók választottak-e maguk közül egy olyan megbízottat, kinek feladata, hogy kizárólag az elfogulatlan részvényesek érdekében tárgyaljon a tranzakció feltételeiről, és/vagy hogy jelentést készítsenek a tranzakció méltányosságáról. Szintén közzé kell tenni, hogy a zártkörűvé válást jelentő ügylet a társasággal munkavégzésre irányuló jogviszonyban nem álló igazgatók többsége által elfogadásra került-e. Ezen felül még a tranzakció során felajánlott ellenérték

⁷⁵³ Pennsylvania Consolidated Statutes, Title 15. Corporations and Unincorporated Associations, Part II. Corporations, Subpart B. Business Corporations, Article C. Domestic Business Corporation Ancillaries, [Chapter 25. Registered Corporations](http://www.legis.state.pa.us/WU01/LI/LI/CT/HTM/15/15.HTM), Subchapter E. Control Transactions, § 2541-2548. Elérhető: <http://www.legis.state.pa.us/WU01/LI/LI/CT/HTM/15/15.HTM>,

⁷⁵⁴ Maine Revised Statutes, Title 13-C: Maine Business Corporation Act, Chapter 11. Mergers and Share Exchanges, §1110. Right of shareholders to receive payment for shares following control transaction. Elérhető: <http://legislature.maine.gov/statutes/13-C/title13-Csec1110.html>

⁷⁵⁵ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 174. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

⁷⁵⁶ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 241. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

méltányosságának megítéléséhez figyelemmel lehet lenni olyan tényezőkre, mint az aktuális piaci árfolyam, az árfolyam-történet, a nettó könyv szerinti érték, a vállalkozás piaci értéke, likvidációs értéke, stb.⁷⁵⁷

4. A céltársaság részvényesei és menedzsmentje között jelentkező érdekellentét vállalatfelvásárlási helyzetekben

4.1. Az érdekellentéttel kapcsolatos elméleti megközelítések

4.1.1. Általános gondolatok az érdekellentét megjelenéséről

A vállalatfelvásárlások lehetőséget biztosíthatnak a céltársaság részvényeseinek jelentős felár megszerzésére részvényeik értékesítése esetén. Ezzel párhuzamosan egy vállalat társaságirányítási rendszerében egy vállalatfelvásárlási helyzet számos érdekellentétet hozhat felszínre, vagy éppen nagyíthat fel. Ezek közül az egyik legfontosabb, és a vállalatfelvásárlás eredményét leginkább befolyásoló a céltársaság ügyvezető/irányító testülete és a céltársaság részvényesei között bontakozik ki.⁷⁵⁸

Ezt a kérdéskört a *megbízó-megbízott elmélet* szemszögéből érdemes megvizsgálnunk. Mint arra már kitértünk, az elmélet alapjait *Adolf A. Berle* és *Gardiner C. Means* rakta le a napjainkban is korszakalkotó jelentőségűnek elismert *The Modern Corporation and Private Property* című művében. Ez alapján a tulajdonlás és a vállalat feletti irányítás szétválasztása a modern társaságokban érdekkonfliktust hoz létre a tulajdonos részvényesek és a vállalat vezetésével megbízott menedzsment között.⁷⁵⁹ A vállalatot vezető menedzsereket ugyanis a részvényesek „ügynökeinek” lehet tekinteni. Ahogy *Michael C. Jensen*⁷⁶⁰ és *William H. Meckling*⁷⁶¹ egy 1976-ban megjelent tanulmányában megfogalmazta, „*az ügynökség-viszony egy szerződés, mely alapján egy vagy több személy (a megbízók) arra szerződtenek egy másik személyt (ügynök), hogy bizonyos szolgálatot lásson el az ő érdekükben, mely magában foglalja bizonyos döntéshozatali jogköröknek az ügynökre való delegálását is.*” A szerzők

⁷⁵⁷ Electronic Code of Federal Regulations, Title 17: Commodity and Securities Exchanges, Part 229 §229.1014 (Item 1014) Fairness of the going-private transaction. Elérhető: http://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?node=17:3.0.1.1.11&rgn=div5#se17.3.229_11004.

⁷⁵⁸ Lásd BERGLÖF, Erik, & BURKART, Mike: *European Takeover Regulation*, Economic Policy, Vol. 18. Issue 36. (2003.) 196-198. old.; GOERGEN, Marc, MARTYNOVA, Marina, RENNEBOOG, Luc (European Corporate Governance Institute): *Corporate Governance Convergence: Evidence From Takeover Regulation* (2005. április) Elérhető (2010. június 25): http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=709023, 7. old.; EASTERBROOK, Frank H., FISCHER, Daniel R., *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, Harvard Law Review, Vol. 94. Issue 6. (1981) 1174-1175.

⁷⁵⁹ Lásd MAGNUSON, William, *Takeover Regulation in the United States and Europe: an Institutional Approach*, Pace International Law Review, Vol. 21. Issue 1. (2009) 210. old.

⁷⁶⁰ Michael C. Jensen a Harvard Business School professzor emeritusa.

⁷⁶¹ William H. Meckling, élt 1922-1998-ig. A University of Rochester emeritus dékánja.

ügy folytatják a gondolatmenetet, hogy amennyiben az ebben a kapcsolatban szereplő mindkét fél maximalizálni törekszik hasznát, alapos okunk van feltételezni, hogy az ügynök nem mindig a megbízó legjobb érdekében fog eljárni. Ez alapján ügynökség-probléma keletkezik minden alkalommal, amikor a vállalati menedzserek a saját érdekeiket követik a részvényesek rovására.⁷⁶² És éppen ebből következik érdekellentétük. A céltársaság igazgatói, vezető menedzserei ugyanis gyakran nem számíthatnak állásuk megtartására a vállalatfelvásárlást követően,⁷⁶³ ezért – nagy valószínűséggel – minden rendelkezésükre álló eszközzel inkább megakadályozzák azt.⁷⁶⁴ A menedzsment így elsősorban nem a részvényesi jólét azonnali emelését szolgáló esélyként tekint a vállalatfelvásárlásra, hanem inkább károsnak értékeli egy ilyen ügyletet.⁷⁶⁵ Ez komolyan megnehezítheti a nyilvános részvénytársaságokban az irányító befolyás megszerzését, ugyanakkor jelentős hátrányokat okozhat a céltársaság részvényeseinek, illetve – egyes elméleti megközelítések szerint – maguknak a céltársaságoknak is. A megbízó részvényesek érdeke ugyanis a vállalat felvásárlása esetén, hogy részvényeik magas árfolyamot érjenek el, azt kellő haszonnal tudják értékesíteni az ajánlattevőnek. A megbízott igazgatóság – a fentiekből kiindulva – ugyanakkor állása megtartásában érdekelt, ami a vételi ajánlat megakadályozására készíti. Ha azonban a részvényesek kellően attraktív ajánlatot kapnak, feltehetően nem szándékoznak támogatni az ennek megakadályozását vagy hátráltatását célzó ellenintézkedéseket. Őket ugyanis nem fűzi olyan személyes kapcsolat a társasághoz, mint a vállalat vezetését.⁷⁶⁶ A menedzsment hivatalban maradásban testet öltő érdeke erőteljes ösztönzést jelent számára a vállalatfelvásárlással szembeni védekezésre, tekintet nélkül az ügylet részvényesek számára

⁷⁶² Lásd CHATTERJEE, Sayan, HARRISON, Jeffrey S., BERGH, Donald D., *Failed Takeover Attempts, Corporate Governance and Refocusing*, Strategic Management Journal, Vol. 24. (2003) 88. old., JENSEN, Michael C., MECKLING, William H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, Vol. 3. (1976) 308. old.,

⁷⁶³ Ennek kapcsán érdemes elmondani, hogy ha a vállalat vezetése ki van téve a vállalatfelvásárlások veszélyének, hajlamosak magasabb javadalmazást igényelni az ebből adódó bizonytalanságra tekintettel. Érdekes megközelítést nyújt az az elmélet, hogy mely szerint egy társaság vállalatfelvásárlásokkal szembeni nyitottsága attól függ, hogy a vállalat vezetésének a megnövekedett kockázatoknak való kitettségéből adódó többletjavalmazási igénye meghaladja-e azon ügynökköltség növekedését, mely a menedzsment „bebetonozódásából” adódik. Ebből az is következik, hogy a menedzsment magatartását más, alternatív eszközökkel is lehet befolyásolni. Egyik ilyen eszköz lehet az ún. *golden parachute* (arany ejtőernyő) megállapodás. Ez a bőkezű végkielégítési csomag vállalatfelvásárlások esetén kompenzálhatja a menedzsmentet. Lásd RIBSTEIN, Larry E., *Takeover Defenses and the Corporate Contract*, The Georgetown Law Journal, Vol. 78. Issue (1989) 89-90. old.

⁷⁶⁴ Lásd HALÁSZ, Vendel-KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén (HVG-ORAC, Budapest, 2011.)* 428. old.; MCCORD, Thomas J., *Limiting Defensive Tactics in Tender Offers: A Model Act for the Protection of Shareholder Decisionmaking*, Harvard Journal on Legislation, Vol. 21. Issue 2. (1984) 491. old.

⁷⁶⁵ Lásd MCCORD, Thomas J., *Limiting Defensive Tactics in Tender Offers: A Model Act for the Protection of Shareholder Decisionmaking*, Harvard Journal on Legislation, Vol. 21. Issue 2. (1984) 491. old.

⁷⁶⁶ Lásd CHATTERJEE, Sayan, HARRISON, Jeffrey S., BERGH, Donald D., *Failed Takeover Attempts, Corporate Governance and Refocusing*, Strategic Management Journal, Vol. 24. (2003) 89. old.

nyújtott előnyeire. Így a vállalatfelvásárlás világos és nyilvánvaló érdekelletét hoz létre a menedzsment és a részvényesek között.⁷⁶⁷ Az (ellenséges) vállalatfelvásárlások során az ügynök-költség abból eredeztethető, hogy a céltársaság vezetése az ajánlat megíúsítására törekedhet, és megfoszthatja a céltársaság részvényeseit az ajánlattal kapcsolatos döntéshozatal lehetőségétől.⁷⁶⁸

A vállalatfelvásárlásokkal foglalkozó szakirodalomban alapvető törésvonal tapasztalható a vállalatfelvásárlási ajánlatokról való döntéshozatal elméletében. Kézenfekvőnek tekinthetjük, hogy vagy a vállalat vezetésének van jogosultsága dönteni ebben a kérdésben, vagy a részvényeseknek.⁷⁶⁹ Így alapvető jelentősége van a vállalatfelvásárlási jogban a menedzsment és a részvényesek közötti hatalommegosztás megfelelő szabályozásának.⁷⁷⁰

Alapvetően elmondható, hogy amennyiben ellenséges felvásárlás célpontjává válik egy tőzsdén működő társaság, a menedzsment számára három út kínálkozik. Az első megközelítés szerint az a helyénvaló, ha a céltársaság menedzsmentje az ajánlattal kapcsolatban semmilyen releváns lépést nem tesz. E nézőpont *Frank H. Easterbrook*⁷⁷¹ és *Daniel R. Fischel*⁷⁷² professzor nevéhez fűződik, akik kialakították a vállalatfelvásárlások vonatkozásában a menedzseri passzivitás szabályát. Ebben az esetben az ajánlat megítélése nyilvánvalóan a részvényesek joga. Ehhez ugyanakkor a menedzsment és (akár az általuk felkért) független szakértők állásfoglalásukkal kiindulópontot biztosíthatnak. A második – köztes – elméleti megközelítés alapján a menedzsmentnek olyan mértékű „ellenállást” szabad tanúsítania, mely csupán egy előnyösebb feltételeket (jellemzően magasabb ajánlati árat) biztosító ajánlat keresésére korlátozódik, és így alapvetően a részvényesek érdekét szolgálja. Ez a nézőpont vállalatfelvásárlási helyzetben a menedzserek szerepét mintegy árverésvezetőként képzei el. Harmadik lehetőségként az jelenik meg, hogy a menedzsment – meghatározott feltételek között – dönthet az ajánlat sorsát illetően, és ellenállhat neki. Ebben az esetben a menedzsment általában jogosult dönteni a vállalatfelvásárlásokkal kapcsolatos védekező

⁷⁶⁷ Lásd MCCORD, Thomas J., *Limiting Defensive Tactics in Tender Offers: A Model Act for the Protection of Shareholder Decisionmaking*, Harvard Journal on Legislation, Vol. 21. Issue 2. (1984) 491. old.

⁷⁶⁸ Lásd FRITZGIBBON, Tiernan, *An Analysis of the Takeover Code's Treatment of an Acquiring Company's Shareholders; Stealing From the Rich to Give to the Already Wealthy?* King's Student Law Review, Vol. 2, Issue 2, (2010) 55. old.

⁷⁶⁹ Egyes esteekben közrejátszhatnak egyéb elemek is. Például a versenyjogi szempontok érvényesítése a versenyhatóságok által egyes tranzakciók jóváhagyásának megtagadása során.

⁷⁷⁰ Lásd WACHTER, Michael L., *Takeover Defense when Financial Markets are (Only) Relative Efficient*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 151. Issue 3. (2003) 804–810. old.

⁷⁷¹ Frank H. Easterbrook a United States Court of Appeals for the Seventh Circuit bírása.

⁷⁷² Daniel R. Fischel a University of Chicago Law School professzora, 1999-2001-ig dékánja.

intézkedések elfogadásáról.⁷⁷³ E tevékenysége nyilvánvalóan a mindenkori jogszabályok és a vállalat alapszabálya által biztosított keretek között valósulhat meg.

Fentiek alapján bemutatjuk a menedzsment vállalatfelvásárlások esetén tanúsítandó magatartása kapcsán az Egyesült Államokban kialakított elméleti hátteret. Az Egyesült Államokból e témában származó tudományos eredmények azért tekinthetők mérvadónak, hiszen itt már több mint fél évszázada a tudományos kutatások homlokterébe vannak e tőkepiaci tranzakciók. A fejlett tőkepiaccal rendelkező Egyesült Államokból származó eredmények és megfigyelések pedig hatással voltak az európai szabályozás kialakítására is, miután a vállalatfelvásárlások itt is megjelentek a piacokon.⁷⁷⁴

4.1.2. A részvényesi jólét maximalizálásának elmélete a vállalati vezetők passzivitása által

A részvényesi jólét maximalizálásának elmélete a vállalat vezetésének fő feladatát a részvényesi jólét maximalizálásában látja. A részvényesi jólét pedig egyúttal a társadalmi jólét indikátorának is tekinthető álláspontjuk szerint. Ebből kiindulva a vállalatfelvásárlások kifejezetten előnyös tőkepiaci ügyletek, hiszen a részvényesi jólét emelését legalább kétféle módon is szolgálják. A vállalatfelvásárlás ugyanis elősegíti, hogy olyan menedzsment kerüljön a vállalat élére, amely maximalizálni tudja a társaság eszközeivel elérhető hozamot. Továbbá a vállalatfelvásárlások lehetősége megnöveli az aktuális menedzsment tevékenységére az árfolyamnövelés kapcsán nehezedő nyomást.⁷⁷⁵ Szintén rámutatnak az elmélet követői, hogy a vállalatfelvásárlás esetén az ajánlattevő általában feláron veszi meg a céltársaság részvényeit, így ez azonnali hozamot jelent a céltársaság részvényesinek. A vállalatfelvásárlás elleni sikeres védekezéssel a menedzsment pedig megakadályozná e haszon elérését.⁷⁷⁶ A fenti megállapításokat elfogadva csak kétféle álláspont képzelhető el a céltársaság menedzsmentjének magatartását illetően (ellenséges) vállalatfelvásárlás esetén. Egyrészt, hogy egyszerűen passzívnak kell maradnia, tehát hogy nem tesz semmilyen releváns

⁷⁷³ Lásd PRENTICE, Robert A., LANGMORE, John H., *Hostile Tender Offers and the Nancy Reagan Defense: May Target Boards Just Say No-Should They be Allowed To*; *Deleware Journal of Corporate Law*, Vol. 15. Issue 2. (1990.) 412–413. old.

⁷⁷⁴ Lásd HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 375-376. old.

⁷⁷⁵ Lásd GORDON, Jeffrey N., KORNHAUSER, Lewis A.: *Takeover Defense Tactics: A Comment on Two Models*, *The Yale Law Journal*, Vol. 96. Issue 2. (1986.) 295–296. old.; EASTERBROOK, Frank H., FISCHER, Daniel R.: *Auctions and Sunk Costs in Tender Offers*, *Stanford Law Review*, Vol. 35. Issue 1. (1983.) 1. old.

⁷⁷⁶ Lásd EASTERBROOK, Frank H., FISCHER, Daniel R.: *Auctions and Sunk Costs in Tender Offers*, *Stanford Law Review*, Vol. 35. Issue 1. (1983.) 1. old.

lépést az ajánlattal kapcsolatban. Másrészt a passzivitás feladása annyiban képzelhető el, hogy az aktuális menedzsment megfelelő versenyt biztosítson a társaság feletti irányítás megszerzésére az ajánlattevőknek⁷⁷⁷ (és így növeli a céltársaság részvényesei által elérhető hozamot).

A menedzseri passzivitás modelljének kidolgozása *Frank H. Easterbrook* és *Daniel R. Fischel* professzor nevéhez fűződik. Álláspontjuk szerint a menedzsment kötelessége az, hogy hatékonyan működjön, és így maximalizálja a részvényesi hozamot.⁷⁷⁸ A társasági jognak pedig szintén ezt a célt és a tőke hatékony allokációját kell szolgálnia. A vállalatfelvásárlásokkal foglalkozó empirikus kutatások ezzel párhuzamosan jelentős részvénytulajdonosi hozamról számolnak be ezen ügyletek kapcsán. Ebből azt a következtetést vonták le, hogy a vállalatfelvásárlások hatékony eszközt jelentenek az általános gazdasági hatékonyság elérésében. A szerzőpáros szintén kiemelte, hogy az ellenséges vállalatfelvásárlás hatékony elrettentő erőt jelent a vállalati vezetők nem hozzáértő vagy öncélú tevékenységével szemben. Egy tőzsdei nagyvállalat esetében ugyanis a társaság feletti tulajdonjog és irányítás elválasztásával fennáll az a veszély, hogy a hatékony felügyelet nélkül maradó menedzsment nem (csak) a részvényesi érdekeket részesíti előnyben tevékenysége során. Az elmélet követői az ellenséges vállalatfelvásárlásokat a menedzsment nem kellően hatékony, eredménytelen tevékenységének igen fontos (ha nem legfontosabb) felügyeleti eszközének tekintik. Úgy érvelnek, hogy a menedzsment rossz teljesítménye egy esetleges vállalatfelvásárlási ajánlat „katalizátoraként” hat: a nem kellően attraktív eredmények lenyomják a részvényárakat, ez pedig bátorítólag hat az ajánlattevőkre.⁷⁷⁹ Az ajánlattevők ugyanis folyamatosan nyomon követik a vállalatokat vezető menedzsment teljesítményét azáltal, hogy összehasonlítják a társaság potenciális értékét a részvényárfolyamában tükröződő értékével. Amikor a különbség túl nagy lesz a részvény aktuális piaci ára, illetve a más körülmények között vele elérhető részvényár között, egy külső szereplő profitálhat felvásárlásukból és a vállalat irányításának „feljavításából”.⁷⁸⁰ A felvásárlást követően a hivatalban lévő menedzsmentet leváltva, hatékony irányítás alatt ugyanis a társaság valós

⁷⁷⁷ Lásd JARRELL, Gregg A., *The Wealth Effects of Litigation by Targets: Do Interests Diverge in a Merge?*, *Journal of Law and Economics*, Vol. 28. No. 1. (1985) 151–177. old.; GORDON, Jeffrey N., KOMHAUSER, Lewis A., *Takeover Defense Tactics: A Comment on Two Models*, *The Yale Law Journal*, Vol. 96. Issue 2. (1986.) 295–296., v.ö. HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 377. old.

⁷⁷⁸ Lásd EASTERBROOK, Frank H., FISCHEL, Daniel R.: *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, *Harvard Law Review*, Vol. 94. Issue 6. (1981.) 1161, 1164, 1191. old.

⁷⁷⁹ Lásd HOWARD, Geoffrey J., *Takeover Defences: A Reappraisal*, *University of Brit Columbia Law Review*, Vol. 24. Issue 1. (1990.) 57-58. old.

⁷⁸⁰ Lásd EASTERBROOK, Frank H., FISCHEL, Daniel R., *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, *Harvard Law Review*, Vol. 94. Issue 6. (1981.) 1161, 1164, 1173-1174. old.

lehetőségeinek megfelelően fog teljesíteni.⁷⁸¹ A céltársaság részvényeseinek a vállalatfelvásárlás során juttatott prémium forrásaként az elmélet az ügynök-költség csökkenését jelöli meg. Ez azt eredményezi ugyanis, hogy az ajánlattevő kezében a társaság eszközei többet érnek, mint a korábbi vállalatvezetés alatt. A folyamatból az álláspont szerint mindenki profitál. Az ajánlatot elfogadó részvényesek piaci ár feletti felárat kapnak részvényeikért. Az ajánlattevő a társaság újonnan kialakuló értéke és a korábbi részvényeseinek kifizetett ár különbségéhez jut hozzá. Az ajánlatot el nem fogadó részvényesek pedig a társaság részvényeinek felértékelődéséből részesülnek. Sőt, a részvényesek még akkor is nyernek, ha a vállalat soha nem volt (illetve lesz) vállalatfelvásárlás célpontja. Ebben az esetben a vállalatfelvásárlások folyamatos lehetősége arra fogja ösztönözni a vállalatok menedzsmentjét, hogy csökkentsék az ügynök-költséget, és így a vállalatfelvásárlások veszélyét. Ez pedig részvényár-emelkedéshez vezet.⁷⁸² Ez alapján nem okoz meglepetést, hogy az elmélet követői negatív színben látják a vállalatfelvásárlás elleni védekezéseket. Álláspontjuk szerint ez a hivatalban lévő menedzsment elkeseredett és káros próbálkozása pozíciójának megvédésére,⁷⁸³ az arra valószínűleg lesújtó új tulajdonostól.⁷⁸⁴

Az irányzat követői szerint ideális szabályozás a teljes menedzseri passzivitás megkövetelése egy nem várt (tehát ellenséges) ajánlat esetén. Így a céltársaság vezetésének nem biztosítanának lehetőséget védekező intézkedések alkalmazására.⁷⁸⁵ Az elmélet így korlátozná a vállalatvezetők által vállalatfelvásárlási helyzetben tanúsítható magatartást, mely alapján tevékenységüknek csupán az ajánlattal kapcsolatos álláspontjuk kifejtésére, és az ajánlat megítéléséhez szükséges lényeges információk biztosítására kellene korlátozódnia. *Easterbrook* és *Fischel* professzor szerint a menedzseri passzivitás e szabályának megsértése, tehát egy vállalatfelvásárlási ajánlattal szemben a menedzsment által tanúsított ellenállás negatív hatást eredményezne. Egyrészt a védekezés költségei gyakran komoly terhet helyeznek a céltársaságokra, és e forrásokat elfecsérik a védekezés során. Másrészt a vállalatfelvásárlási ajánlatokkal szembeni ellenállás lehetősége miatt általánosan

⁷⁸¹ Lásd HOWARD, Geoffrey J., *Takeover Defences: A Reappraisal*, University of Brit Columbia Law Review, Vol. 24. Issue 1. (1990.) 58. old.

⁷⁸² Lásd EASTERBROOK, Frank H., FISCHEL, Daniel R., *The Proper Role of a Target 's Management in Responding to a Tender Offer*, Harvard Law Review, Vol. 94. Issue 6. (1981.) 1173-1174. old.

⁷⁸³ Lásd HADDOCK, David D., MACEY, Jonathan R., MCCHESENEY, Fred S.: *Property Rights in Assets and Resistance to Tender Offers*, Virginia Law Review, Vol. 73. Issue 4. (1987.) 737. old.

⁷⁸⁴ Lásd HOWARD, Geoffrey J., *Takeover Defences: A Reappraisal*, University of Brit Columbia Law Review, Vol. 24. Issue 1. (1990.) 58. old.; HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 377. old.

⁷⁸⁵ Lásd BEBCHUK, Lucian Arye, COHEN, Alma, FERREL, Allen, *Does the Evidence Favor State Competition in Corporate Law?*, California Law Review, Vol. 90. Issue 6. (2002.) 1801. old.

elbizonytalanodnának az ajánlattevők, és így csökkenne minden szavazati joggal rendelkező részvény ára a piacon.⁷⁸⁶ E második megállapítás alapját az a feltevés képezi, hogy minden részvény ára – részben – magában foglalja egy vállalatfelvásárlási ajánlat lehetőségét. Ez által tehát megjelenik a részvényárban egy esetleges vállalatfelvásárlási ajánlat során elérhető felár, az be van árazva a részvényárfolyamba. A menedzsment passzivitását előíró szabályozás így abból az okból is indokolt, mert ez képes emelni a vállalatfelvásárlási ajánlatok valószínűségét, és ez által a részvényárakat. Mivel logikusan arra a következtetésre lehet jutni, hogy egy szigorú passzivitási szabály képes emelni leginkább a vállalatfelvásárlási ajánlatok valószínűségét, és ezen keresztül általánosan a részvényárakat, ezért ezt a szabályozási megoldást látja kívánatosnak a részvényesi jólét maximalizálásából kiinduló elmélet.⁷⁸⁷

Összegezve a fent leírtakat, az *Easterbrook* és *Fischel* professzor által kimunkált elmélet szerint indokolt tilalmazni a menedzsment vállalatfelvásárlások esetén kifejtett ellenállását, így a vállalatfelvásárlási ajánlatról való döntéshozatal jogát teljesen ki kell venni a menedzsment kezéből. Tehát nem szabad számukra beavatkozási lehetőséget engedni az ajánlat elfogadásáról való döntéshozatalba.⁷⁸⁸

Easterbrook és *Fischel* professzor áttekintették azt a felvetést, mely szerint a menedzsment számára lehetőséget kellene biztosítani egy előnyösebb (jellemzően magasabb ellenértéket fizető), rivális ajánlat keresésére. Álláspontjuk szerint ugyanakkor a menedzsment „árverési” tevékenységének ugyanolyan elbírálás alá kell esnie, mint a vállalatfelvásárlások esetén meghozott bármely más intézkedésüknek. Az ugyanis szükségtelenül rombolná a felvásárlási ajánlatok hatékonyságát.⁷⁸⁹ Az aukciók (kedvezőbb ajánlatok keresése) véleményük szerint több okból sem szolgálják a befektetői közösség javát. Egyrészt a menedzsment védekező intézkedés alkalmazására nyitva álló bármely lehetősége képes csökkenteni az ajánlatok számát, mivel megdrágítja a céltársaságok felvásárlását. Ezzel párhuzamosan pedig szintén csökkenne a vállalatfelvásárlások által biztosított ellenőrző hatás. Ez pedig magasabb ügynök-költséget eredményezne a vállalatirányításban, és így csökkentené a befektetésre jutó hozamot. Másrészt a rivális ajánlat keresésének lehetősége előnytelen helyzetbe hozza a kezdeti ajánlattevőket. Ők viselik ugyanis a lehetséges céltársaságok felkutatásának költségeit, és ajánlatuk (jogi szabályozás által megkövetelt) nyilvánosságra hozatalával ez

⁷⁸⁶ Lásd EASTERBROOK, Frank H., FISCHEL, Daniel R., *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, Harvard Law Review, Vol. 94. Issue 6. (1981.) 1169–1177. old.

⁷⁸⁷ Lásd HOWARD, Geoffrey J., *Takeover Defences: A Reappraisal*, University of Brit Columbia Law Review, Vol. 24. Issue 1. (1990.) 58-59. old.

⁷⁸⁸ Lásd HADDOCK, David D., MACEY, Jonathan R., MCCHESENEY, Fred S., *Property Rights in Assets and Resistance to Tender Offers*, Virginia Law Review, Vol. 73. Issue 4. (1987.) 701-702. old.

⁷⁸⁹ Lásd EASTERBROOK, Frank H., FISCHEL, Daniel R., *Auctions and Sunk Costs in Tender Offers*, Stanford Law Review, Vol. 35. Issue 1. (1983.) 1-2. old.

nagyrészt hozzáférhető más ajánlattevők számára is. Az ajánlatok versengése esetén a későbbi ajánlattevők elkerülhetik az információs költségeket, a kezdeti ajánlattevők pedig ajánlatuk esetleges meghúzását követően elveszíthetik a megfelelő akvizíciós célpontok felkutatásába befektetett ráfordításukat. Ezért a rivális ajánlattevő keresésének lehetősége képes lehet elbizonytalanítani a kezdeti ajánlattevőket. Így bár lehetséges, hogy egyedi esetekben a rivális ajánlat keresésének engedélyezésével a részvényesek magasabb árat érhetnének el részvényeikért cserébe, összességében egy ilyen szabályozási megoldás mégsem kedvezne a befektetői közösségnek. Az elmélet képviselői szerint a céltársaság menedzsmentjének minden védekező intézkedése (beleértve a rivális ajánlat keresését is) csökkenti a részvényesi jólétet. Ezért egy általános, könnyen betartható *passzívítási* szabály mellett érvel az irányzat.⁷⁹⁰

A fenti érveléssel kapcsolatban *Martin Lipton Edward S. Herman*⁷⁹¹ professzor kutatását állította szembe, mely jelentős kétségeket ébreszt *Easterbrook* és *Fischel* professzor érveivel szemben. *Herman* professzor szerint bár felismerhető lehet egy olyan tendencia, hogy az alulértékelt társaságokat másoknál gyakrabban vásárolják fel, számos kivétel is megfigyelhető. *Ajit Singh*⁷⁹² professzor empirikus esettanulmányát említi ennek alátámasztására, mely szerint a vizsgálatba bevont 41 brit társaságból 19 esetében a céltársaság nyereségesebb volt, mint az ajánlattevő. Az Egyesült Államokból származó tapasztalatok szintén hasonlóak voltak. Az 1970-es évek vállalatfelvásárlási gyakorlatában felismerhető volt az a tendencia, hogy a nagyobb, forrás gazdag társaságok jól menedzselt és nyereséges kisebb társaságokat szemeltek ki potenciális növekedési területükön. Ez pedig rámutat a vállalatfelvásárlások egy jelentős problematikájára. Nevezetesen, hogy a kisebb társaságok erőteljesen kitétek a nagyvállalatok, mint ajánlattevők fölényének. Ezzel párhuzamosan pedig nem nyújtanak az akvizíciók bizonyítékot arra, hogy következményükként a nyereségesség javul. A menedzsment motivációja szempontjából pedig világossá teszi, hogy a vállalatfelvásárlás valószínűsége csökken a társaság méretének növekedésével. Ez pedig azt eredményezheti, hogy a nagy, ámde kevésbé vagy egyáltalán nem nyereséges cégeknek a méretük további növelése egy előnyben részesített fennmaradási stratégia lehet egy sokkal komolyabb kihívást jelentő megoldási lehetőséggel szemben.

⁷⁹⁰ Lásd EASTERBROOK, Frank H., FISCHEL, Daniel R., *Auctions and Sunk Costs in Tender Offers*, Stanford Law Review, Vol. 35. Issue 1. (1983.) 2, 7-8. old.; HOWARD, JGeoffrey J., *Takeover Defences: A Reappraisal*, University of Brit Columbia Law Review, Vol. 24. Issue 1. (1990.) 58-59. old.; HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén (HVG-ORAC, Budapest, 2011.)* 377-379. old.

⁷⁹¹ Edward S. Herman a University of Pennsylvania Wharton School of Business pénzügyek professzor emeritusa.

⁷⁹² Ajit Singh a Cambridge-i Egyetem közgazdaságtan professzor emeritusa.

Nevezetesen innentől kezdve nem a profit növelésére fognak törekedni, például működésük belső megújítása, vállalati szerkezetük átalakítása segítségével.⁷⁹³

4.1.3. A hasznok elosztását középpontba állító elmélet (distributional approach)

Ez az elmélet átmentei megközelítést jelent a *részvényesi jólét maximalizálásának elmélete* és a *hosszú távú részvényesi és társadalmi jólét elmélete* között, így tulajdonképpen egy közvetítő elmélet. Legjelentősebb képviselői *James J. Junewiscz* és *Edward F. Greene*⁷⁹⁴, illetve *Lucian A. Bebchuk* és *Ronald J. Gilson* professzorok. E szerzők elutasítják, hogy a vállalatfelvásárlási szabályozás kialakításának alapjául a vállalatfelvásárlások számának maximalizálására irányuló törekvés szolgáljon anélkül, hogy figyelemmel lennénk az ennek következtében (esetlegesen) megjelenő előnyök elosztására. Az elmélet követői szemében éppolyan fontos, hogy kik és milyen mértékben részesülnek a vállalatfelvásárlásból származó haszonból, minthogy mekkora ez a haszon, illetve hogy hányfelé oszlik tulajdonképpen. A hangsúly az elmélet szerint tehát a vállalatfelvásárlás kapcsán megjelenő, és a közgazdaságtudomány által megénekelt kölcsönös hasznok elosztásán van.⁷⁹⁵

Az elmélet hívei közül *Junewiscz* és *Greene* a részleges (tehát a céltársaság valamennyi részvényére ki nem terjedő) ajánlatokkal⁷⁹⁶ szemben fogalmazta meg kétségeit. Álláspontjuk rávilágít a vállalatfelvásárlások egy további lehetséges problémájára is. Az ajánlattevő, miután megszerezte a vállalat részvényeinek jelentős részét, úgy törekedhet a felvásárlás teljes sikerrel való lezárására, hogy a társaságban továbbra is jelen lévő kisebbségi részvényeseket a saját előnyszerzése végett kihasználja. Így véleményük szerint reális veszélyt jelent, hogy a vállalat feletti irányítást sikeresen megszerző ajánlattevők üzletpolitikájukkal önmagukat részesítik előnyben a (különösen egy részleges ajánlattétel után a társaságba „beragadó”) kisebbségi részvényesek rovására. Bár több eszköz is csökkenti ennek veszélyét (pl. az igazgatók, vállalati tisztségviselők és irányító részvényesek *fiduciárius* kötelezettsége), az aggályokat mégsem képesek ezek teljesen eloszlatni. Az ún. kétlépcsős ajánlatok továbbá jelentős nyomást képesek helyezni a részvényesekre, hogy elfogadják az ajánlatot. Alapvetően ugyanis minden olyan részvényvásárlási ajánlat, mely a piaci ár feletti

⁷⁹³ Lásd LIPTON, Martin, *Takeover Bids in the Target's Boardroom: A Response to Professors Easterbrook and Fischel*, New York University Law Review, Vol. 55. (1980) 1232-1233. old.

⁷⁹⁴ Edward F. Greene a Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP partnere.

⁷⁹⁵ Lásd HOWARD, Geoffrey J., *Takeover Defences: A Reappraisal*, University of Brit Columbia Law Review, Vol. 24. Issue 1. (1990.) 59. old.; Lásd HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 379. old.

⁷⁹⁶ Lásd BRUDNEY, Victor, CHIRELSTEIN, Marvin A., *Fair Shares in Corporate Mergers and Takeovers*, Harvard Law Review, Vol. 88. Issue 2. (1974.) 330-331. old.

prémiummal kecsegtet, nyomást helyez a részvényesekre, hogy elfogadják az ajánlatot. Ezt jól mutatja a *Radol v. Thomas* ügyben az eljáró bíróság által levont következtetés. Az eset kapcsán felismerték, hogy „minden vállalatfelvásárlási ajánlat kényszerítőnek tűnik bizonyos mértékig”, és az ilyen kényszerítő jelleg benne rejlik a vállalatfelvásárlási ajánlatok folyamatában. Ugyanakkor a kétlépcsős, részleges ajánlatok használata olyan megnövekedett nyomást helyezhet a részvényesekre, hogy azok értékesítik részvényeiket még az értékesítés előnyeinek mérlegelése előtt. Ekkor ugyanis az ajánlattevő jelentősen magasabb részvényenkénti árat fizet a vállalatfelvásárlási ajánlat első részében, mint a második részeként végbemenő egyesülés során. Ez által pedig az ajánlattevők arra ösztönzik a részvényeseket, hogy meggondolás nélkül felajánlják részvényeiket, vagy kockáztassák, hogy örökre elvesztik a magasabb kezdeti árat.⁷⁹⁷ *Junewisz* és *Greene* biztosítani szeretnék a menedzsmentnek azt a jogot, hogy kivédje a kisebbségi részvényeseket hátrányosan érintő, kizsákmányoló ajánlatokat. Álláspontjuk, és a hasznok megosztására vonatkozó elméletük alapján legitimálva látják bizonyos esetekben a menedzsment által a vállalatfelvásárlás megakadályozását célzó védekező intézkedések elfogadását.⁷⁹⁸ A differenciálás alapját nézőpontjuk szerint az ajánlatok struktúrája jelenti. Egy részleges ajánlat esetében – egyrészt – lehetőséget biztosítanak a menedzsmentnek a részvényesek érdekében egy előnyösebb ajánlat keresésére.⁷⁹⁹ Az ajánlat előnyösségének megítéléséhez akár az ajánlatban szereplő részvények hányadát, akár az ajánlati árat figyelembe lehet venni. Az igazgatótanács más érdekeket, például a társaság függetlenségének megőrzését csak a részvényesek többségének ide vonatkozó, kifejezett felhatalmazásával követhet. A (potenciálisan kizsákmányoló) részleges vállalatfelvásárlási ajánlatok tekintetében kifejtették, hogy ezek különleges aggályokat ébresztenek. Éppen ezért a vállalat vezetésének is nagyobb mozgásteret kell biztosítani az ezekre való válaszadásban. Így az előnyösebb ajánlat keresésén túlmenően, lehetőséget biztosítanak a vállalat vezetésének olyan intézkedések megtételére, amelyek mindent összevetve alkalmasak lehetnek a vállalatfelvásárlás megakadályozására. A foganatosított ellenintézkedéseknek azonban olyan üzleti szándékokon kell alapulniuk, amelyet a részvényesek előzetesen jóváhagytak, és szintén ésszerűen kapcsolódniuk kell azok megvalósításához. Az igazgatóknak tudniuk kell bizonyítani, hogy az ellenintézkedések nem

⁷⁹⁷ Lásd JUNEWISZ, James J., GREENE, Edward F., *A Reappraisal of Current Regulation of Mergers and Acquisitions*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 132. Issue 4. (1984.) 677–679. old.

⁷⁹⁸ Lásd HOWARD, J. Geoffrey, *Takeover Defences: A Reappraisal*, University of Brit Columbia Law Review, Vol. 24. Issue 1. (1990.) 59. old.; JUNEWISZ, James J., GREENE, Edward F., *A Reappraisal of Current Regulation of Mergers and Acquisitions*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 132. Number 4. (1984.) 676-678.

⁷⁹⁹ Lásd BEBCHUK, Lucian A., *The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers*, The University of Chicago Law Review, Vol. 69. Issue 3. (2002.) 1007-1009. old.

saját befolyásuk és pozíciójuk fenntartását szolgálják, és a fenti feltételeknek megfelelnek.⁸⁰⁰ Ez garantálná az *Easterbrook* és *Fischel* professzor által megfogalmazott, és a fentiekben kifejtett érdekkellentétek kiküszöbölését. Egy minden részvényre kiterjedő ajánlat esetében a menedzsment tevékenységének viszont csak egy kedvezőbb ajánlati árat felvonultató ajánlat keresésére kellene korlátozódnia⁸⁰¹ (kivéve természetesen, ha a részvényesek felhatalmazást adnak a vállalatfelvásárlás elleni védekezésre).

Junewisz és *Greene* a részleges ajánlatok kapcsán felvetették, hogy szerepüket meg kellene vizsgálnia a Kongresszusnak és a *Securities and Exchange Commission*-nak. Ezzel kapcsolatban minimálisan javasolták azoknak a kétlépcsős ajánlatoknak a tilalmazását, melyek nem ajánlanak nagyjából azonos mértékű ellenszolgáltatást mindkét részükben. Ez ki tudná küszöbölni álláspontjuk szerint ezeknek az ajánlatoknak a kényszerítő jellegét, míg megőrizné gazdasági előnyeiket.⁸⁰²

Az elmélet másik két jeles képviselője, *Bebchuk* és *Gilson*⁸⁰³ professzorok. Ők nem tesznek különbséget a teljes és a részleges ajánlatok között. Véleményük szerint a menedzsment tevékenységének minden esetben a kedvezőbb ajánlat keresésére kell korlátozódnia. Ennek során természetesen engedélyeznék egy valamennyi részvényre kiterjedő ajánlat kieszközlését egy részlegessel szemben. *Bebchuk* és *Gilson* professzorok a versengő ajánlat keresését a céltársaság részvényesei által lefolytatott, koordinált „alkudozás” pótlékának látják. Megközelítésük alapján az igazgatók, mint a részvényesek „alkuszaik” lépnek fel.⁸⁰⁴ A menedzsment által lefolytatott „alkudozás” nem követeli meg a részvényesek fellépésének koordinációjával kapcsolatos költségeket, és éppen ezért előnyös a részvényesek számára olyan helyzetekben, mikor önmaguktól nem szerveződnének.⁸⁰⁵ Szintén különösen indokolt álláspontjuk szerint, hogy a vállalat vezetése folytassa a tárgyalásokat egy előnyösebb ajánlat

⁸⁰⁰ Lásd JUNEWISZ, James J., GREENE, Edward F., *A Reappraisal of Current Regulation of Mergers and Acquisitions*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 132. Number 4. (1984.) 676-678.; 738.; HOWARD, J. Geoffrey, *Takeover Defences: A Reappraisal*, University of Brit Columbia Law Review, Vol. 24. Issue 1. (1990.) 60. old.

⁸⁰¹ Lásd HOWARD, J. Geoffrey, *Takeover Defences: A Reappraisal*, University of Brit Columbia Law Review, Vol. 24. Issue 1. (1990.) 60. old.

⁸⁰² Lásd JUNEWISZ, James J., GREENE, Edward F., *A Reappraisal of Current Regulation of Mergers and Acquisitions*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 132. Number 4. (1984.) 738. old.

⁸⁰³ *Gilson* például megjegyzi, hogy a társaság szerkezete a részvényesekre ruházza a vállalatfelvásárlásokkal kapcsolatos döntések meghozatalát. Ennek kapcsán a menedzsment megfelelő szerepe a részvényesek segítése a döntéshozatalban (megfelelő információk biztosítása), illetve a részvényesek hatékony tárgyalóképességéből adódó problémák (kollektív fellépés problémája) kiküszöbölése. Lásd GILSON, Ronald J., *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*, Stanford Law Review, Vol. 33. Issue 5. (1981.) 865-868. old.

⁸⁰⁴ Lásd HOWARD, Geoffrey J., *Takeover Defences: A Reappraisal*, University of Brit Columbia Law Review, Vol. 24. Issue 1. (1990.) 60. old.

⁸⁰⁵ Lásd GILSON, Ronald J., *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*, Stanford Law Review, Vol. 33. Issue 5. (1981.) 868. old.

érdekében. A menedzsment ugyanis teljesen birtokában van a társaságot érintő információknak. Így a vállalat vezetése képes felmérni egy ajánlat adekvát voltát, és állást foglalni erről a részvényesek felé. Amennyiben nem találják megfelelőnek az ajánlatot, az igazgatók fel vannak hatalmazva arra, hogy a részvényesek érdekében megkezdjék a tárgyalásokat egy előnyösebb ajánlat elérése érdekében. A tőzsdei társaságokban ugyanis nagyszámú részvényes van jelen, és jellemzően csak csekély tulajdoni hányaddal rendelkeznek. Így együttes fellépésük megszervezése, saját érdekeik megfelelő képviselete komoly nehézségbe ütközik számukra (*kollektív fellépés problémája*). A fellépés eredményeként *Bebchuk* és *Gilson* professzorok szerint a céltársaság menedzsmentje maximalizálja a céltársaság részvényeseinek vagyongyarapódását. A menedzsment eredményes „alkudozása” azonban nem csupán a részvényesek számára nyújtott magasabb felárban ölt testet. Ezen túlmenően további előnye a szabályozási megoldásnak, hogy a társaságok eszközeit – mintegy mellékesen – a legmagasabb ellenértéket felajánló ajánlattevő kezébe helyezi. Feltehetően pedig ez az ajánlattevő lesz az, aki a leghatékonyabban képes azokat felhasználni.⁸⁰⁶

Bebchuk professzor ezzel kapcsolatban kifejtette, hogy mind a társadalom, mind az egyes társaságok jóléte szempontjából kívánatos, hogy a céltársaság eszközei a legköltségkímélőbb módon elérjék a legnagyobb értékű felhasználójukat (aki a legnagyobb hozammal képes őket majd felhasználni, és ezért – vélhetően – a legmagasabb felárat hajlandó fizetni). Az ajánlattevők közötti verseny pedig ezt a célt szolgálja,⁸⁰⁷ tehát növeli a társaságok eszközeihez kapcsolódó allokációs hatékonyságot.⁸⁰⁸

Gilson professzor a fenti megközelítés helyessége kapcsán kiemeli, hogy ha a menedzsment tárgyalási taktikája egy másik szereplőtől érkező magasabb ellenértéket kínáló ajánlat megszerzésére korlátozódik, akkor kevés lehetősége marad a tárgyalási folyamattal való visszaélésre saját céljai érdekében. Ugyanakkor ezzel párhuzamosan a részvényesi haszon lehetősége még mindig elég magas.⁸⁰⁹

A szerzők továbbá nem látják elfogadhatónak a menedzsment által alkalmazott

⁸⁰⁶ Lásd HOWARD, Geoffrey J., *Takeover Defences: A Reappraisal*, University of Brit Columbia Law Review, Vol. 24. Issue 1. (1990.) 60. old.

⁸⁰⁷ Lásd BEBCHUK, Lucian Arye, *The Case for Facilitating Competing Tender Offers: A Reply and Extension*, Stanford Law Review, Vol. 35. Issue 1. (1983.) 39. old; EASTERBROOK, Frank H., FISCHER, Daniel R., *Auctions and Sunk Costs in Tender Offers*, Stanford Law Review, Vol. 35. Issue 1. (1983.) 2–3. old.

⁸⁰⁸ Lásd BEBCHUK, Lucian Arye, *The Case for Facilitating Competing Tender Offers: A Reply and Extension*, Stanford Law Review, Vol. 35. Issue 1. (1983.) 39, 49. old.

⁸⁰⁹ Lásd GILSON, Ronald J., *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*, Stanford Law Review, Vol. 33. Issue 5. (1981.) 869. old.

vállalatfelvásárlás-ellenes védekező intézkedéseket.⁸¹⁰ Ahogy *Bebchuk* például megjegyzi, az obstruktív védekező taktikákat tilalmazni kell. A céltársaság részvényeseinek teljesen szabadon kell biztosítani a lehetőséget, hogy elfogadják a számukra tett legjobb ajánlatot.⁸¹¹ Természetesen ennek a szabadságnak ki kell terjednie arra is, hogy a részvényes elutasítson bármely, számára tett ajánlatot. Ugyanakkor az ajánlat elfogadása tekintetében érzett nyomás (*pressure to tender*) csorbítja a céltársaság részvényesinek arra való képességét, hogy ezt a lehetőséget válasszák.⁸¹²

Az elméletről összefoglalásul elmondhatjuk, hogy hívei szerint az igazgatótanács feladata csupán az ajánlattal kapcsolatos információk ismertetése, illetve a kezdetinél kedvezőbb ajánlat keresése.⁸¹³ *Junewisz* és *Greene* megközelítése alapján a céltársaság menedzsmentje továbbá védekező intézkedéseket tehet a részleges ajánlatok ellen. *Gilson* pedig kiemelte annak fontosságát, hogy a részvényesek számára biztosítva legyen az ajánlat megítélésében való részvétel. Ez által érhető el ugyanis, hogy a vállalat hivatalban lévő menedzsmentje ne irányíthassa a saját leváltását.⁸¹⁴

A *hasznok elosztását középpontba állító elmélet* azért is különös figyelmet érdemel, mert elméleti alapot jelentett az Európai Unió vállalatfelvásárlási irányelvében a menedzsment magatartására vonatkozó szabályozás kialakítása során. Ezen keresztül pedig természetesen jelentős hatást gyakorolt az Európai Unió tagállamainak vállalatfelvásárlási jogalkotására.⁸¹⁵

4.1.4. Hosszú távú részvényesi és társadalmi jólét elmélete (*long-term shareholder and social welfare theory*)

A harmadik álláspontot jelentős részben a nem akadémiai szférában tevékenykedő szerzők képviselik. Megközelítésük szerint indokolt lenne a vállalat vezetésének nagyobb

⁸¹⁰ Lásd BEBCHUK, Lucian Arye, *The Case for Facilitating Competing Tender Offers: A Reply and Extension*, Stanford Law Review, Vol. 35. Issue 1. (1983.) 47. old.; HOWARD, Geoffrey J., *Takeover Defences: A Reappraisal*, University of Brit Columbia Law Review, Vol. 24. Issue 1. (1990.) 60. old.

⁸¹¹ Lásd BEBCHUK, Lucian Arye, *The Case for Facilitating Competing Tender Offers: A Reply and Extension*, Stanford Law Review, Vol. 35. Issue 1. (1983.) 47. old.

⁸¹² Lásd BEBCHUK, Lucian Arye, *The Case for Facilitating Competing Tender Offers: A Reply and Extension*, Stanford Law Review, Vol. 35. Issue 1. (1983.) 48. old.

⁸¹³ Lásd GILSON, Ronald J., *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*, Stanford Law Review, Vol. 33. Issue 5. (1981.) 865-868. old.

⁸¹⁴ Lásd GILSON, Ronald J., *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*, Stanford Law Review, Vol. 33. Issue 5. (1981.) 845-848. old.; HOWARD, Geoffrey J., *Takeover Defences: A Reappraisal*, University of Brit Columbia Law Review, Vol. 24. Issue 1. (1990.) 60. old.

⁸¹⁵ Lásd HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 379-381. old.

beavatkozási lehetőséget biztosítani a vállalatfelvásárlások menetébe. Az irányzat képviselői az ellenséges vállalatfelvásárláshoz kapcsolódó kérdéskört az ajánlattevő és a céltársaság összefüggésrendszerét meghaladóan, az egész gazdaságra gyakorolt hatás szempontjából világítják meg. Hangsúlyozzák, hogy a céltársaságok önálló üzleti szervezetek, melyek kapcsolatrendszerét és belső viszonyait felvásárlásukat követően nagymértékben átalakíthatják. Ezen álláspont képviselői továbbá amellezt érvelnek, hogy a vállalatfelvásárlási szabályoknak tekintetbe kell venniük a vállalattól függő érdekeltek teljes körét, így a munkavállalókat, a fogyasztókat, a beszállítókat, a hitelezőket és a közérdeket is.⁸¹⁶ Mivel a jogi szabályozás nincs kifejezetten tekintettel ezekre az érdekekre, ezért a menedzsmentnek, mint ezek védelmezőinek kellene fellépnie. Ez véleményük szerint akkor is indokolható, ha ennek következtében a részvényesek meg lesznek fosztva a vállalatfelvásárlás során kifizetett magas felártól. Az elmélet képviselői meglehetősen szkeptikusak a vállalatfelvásárlások előmozdításának előnyös hatásait illetően.⁸¹⁷ Helytelenítik a vállalatfelvásárlási tevékenység magas szintjét. Ezek az ügyletek álláspontjuk szerint a vállalati vezetők pazarló birodalomépítését szolgálják, és csak az ügyvédeket, a könyvelőket és a befektetési bankárokat gazdagítják, míg a vállalatokat magas adósságállomány terhének teszik ki. Rámutatnak továbbá arra, hogy az ellenséges vállalatfelvásárlás mindig jelen lévő veszélye arra sarkallja a menedzsmentet, hogy feláldozza a hosszú távú üzleti tervezést a rövidtávú profit érdekében. Teszi mindezt abból a célból, hogy a pillanatnyilag magasabb tőzsdei árfolyam által elbátortalanítsa az esetleges ajánlattevőket.⁸¹⁸ Az álláspont képviselői gyakran érvelnek amellezt, hogy egy társaság nyomott részvényárai nem feltétlenül mutatnak rá valós értékére, és a menedzsment teljesítményére. Ha például csak az ajánlattevő, vagy a céltársaság menedzsmentje birtokolja azt az információt, mely megemelheti a részvények árfolyamát, akkor a társaság papírjainak ára tipikusan nem tükrözi azok valós értékét.⁸¹⁹ Így az ajánlatot

⁸¹⁶ E nézet képviselői szerint a vállalatok nem csupán a részvényesek gazdasági előnyszerzését szolgálják, hanem tágabb, társadalmi céljuk is van. Lásd VEASEY, E. Norman, *Musings on the Dynamics of Corporate Governance Issues, Director Liability Concerns, Corporate Control Transactions, Ethics, and Federalism*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 152. Issue 2. (2003.) 1015. old.

⁸¹⁷ Lásd HOWARD, Geoffrey J., *Takeover Defences: A Reappraisal*, University of Brit Columbia Law Review, Vol. 24. Issue 1. (1990.) 61-62. old.; LIPTON, Martin: *Takeover Bids in the Target's Boardroom*, Business Lawyer, Vol. 35. Issue 1. (1979.) 101. old.; HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén (HVG-ORAC*, Budapest, 2011.) 381-384. old.

⁸¹⁸ Lásd HOWARD, Geoffrey J., *Takeover Defences: A Reappraisal*, University of Brit Columbia Law Review, Vol. 24. Issue 1. (1990.) 62. old.

⁸¹⁹ Ennek lehetőségét veti fel pl. Lucien A. Bebchuk. Lásd BRADFORD, Steven C.: *Stampeding Shareholders and Other Myths: Target Shareholders and Hostile Tender Offers*, Journal of Corporation Law, Vol. 15. Issue 3. (1990.) 433-435. old. Ugyanakkor Easterbrook és Fischel professzorok amellezt érvelnek, hogy kevés eséllyel birtokolhat kizárólagosan az ajánlattevő információkat a céltársaság részvényeinek alulárzottságáról. Amennyiben ilyen információ létezik, egész biztosan a céltársaság menedzsmentjének hozzáférése van ehhez. Így (általában) közzétehetik azt, és ezzel arra készíthetik az ajánlattevőt, hogy megfelelő ellenértéket fizessen a

megelőző alacsony részvényárakon alapuló felár nem minden esetben kompenzálja megfelelően a részvényeseket. Egy piac szerte tapasztalható részvényár-gyengülés hasonló következményeket okozhat. Lehetséges továbbá, hogy a részvényeseknek nyújtott felár (vagy annak egy része) más, a társaságban érdekeltséggel rendelkező szereplőktől kerül elvonásra. Így például a hitelezőktől (ha az ajánlattevő később a céltársaság vagyonelemeiből finanszírozza az ajánlatot) vagy a munkavállalóktól (leépítések, bértömegcsökkentés). Így az egyéb érdekelteket sújtó hátrányokat figyelembe véve a hatékonyságnövelésen alapuló felár pusztán csak illúzió. Az álláspont szerint éppen ezért az igazgatótanácsnak lehetőséget kell biztosítani, hogy megakadályozza az ellenséges felvásárlást, ha ez a társaság hosszú távú legjobb érdeke, vagy ha az egyéb érdekeltek védelmében ez szükségesnek tűnik. Az elmélet képviselői szerint a menedzsmentet nem szabad passzivitásra kötelezni, vagy tevékenységét pusztán az „árverési ügynök” szintjéig egyszerűsíteni. A kormányzat beavatkozása nélkül ugyanis a vállalat vezetése van a szükséges információk és hatalom birtokában, hogy képviselje a részvényesek hozamán túlmutató érdekeket. Ők képesek felbecsülni, hogy az ajánlati ár tükrözi-e a papírok valós értékét⁸²⁰, és hogy például milyen bánásmódban lesz része a dolgozóknak az új tulajdonos törekvései kapcsán. A passzív, csupán pénzügyileg motivált befektetők nem birtokolnak megfelelő információkat, és nem is áll szándékukban, hogy megfontolásuk tárgyává tegyék ezeket a tényezőket.⁸²¹

Az elmélet kiemelkedő képviselője, *Martin Lipton* megközelítése abból a kérdésfeltevésekből indult ki, hogy vajon egy nemzet társasági rendszerének és gazdaságának hosszú távú érdekeit kockáztatni lehet-e annak érdekében, hogy olyan „*spekulánsoknak*” kedvezünk, akik nem azon vállalat életképességében és folyamatos létezésében érdekeltek, melyben részvényeket vásároltak, hanem csak a részvényeik értékesítéséből származó rövid távú hozamban? Álláspontja szerint a gazdaság általános egészségét a legcsekélyebb mértékben sem szabad alárendelni bizonyos részvényesek érdekeinek, akiknek célja a vállalatfelvásárlás kapcsán a profit realizálása. *Martin Lipton* álláspontja szerint, ha csupán a gyanú merülne fel abban a

papírokért. Lásd EASTERBROOK, Frank, FISCHER, Daniel: *Takeover Bids, Defensive Tactics and Shareholder's Welfare*, Business Lawyer, Vol. 36. Issue 5. (1981.) 1734–1735. old.

⁸²⁰ „A menedzsment jobban tudja” megközelítésre jelent jó példát az Egyesült Államok vállalatfelvásárlási gyakorlatából a Pennzoil válasza az Union Pacific Resources ellenséges felvásárlási szándékára 1997 júniusában. Ebben az esetben azon tény ellenére, hogy a részvényesek 61%-a elfogadta az ajánlatot, a Pennzoil menedzsmentje visszautasította azt, mivel úgy ítélte meg, hogy „a részvényesek több előnyhöz fognak jutni a bevételekből és a jövőbeni teljesítmény javítására irányuló törekvésekből, mint ha felajánlják részvényeiket az Union Pacific Resources társaságnak.” Lásd SUBRAMANIAN, Guhan, *Bargaining in the Shadow of Takeover Defences*, Yale Law Journal, Vol. 113. Issue 3. (2003.) 633. old. 64. lbj.

⁸²¹ Lásd HOWARD, Geoffrey J., *Takeover Defences: A Reappraisal*, University of Brit Columbia Law Review, Vol. 24. Issue 1. (1990) 62. old.; v.ö. HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 381–384. old.

vonatkozásban (és nem állnának rendelkezésre valós bizonyítékok), hogy a vállalatfelvásárlás elleni védekezés megtiltása hátrányosan érintheti a társaságok hosszú távú tervezését, és ez által veszélyezteti a gazdaságot, még ebben az esetben is a gazdaság veszélyeztetésének elkerülését szolgáló stratégiai megfontolások olyan erőteljesek lennének, hogy még ez a csekély kockázat sem tűnne elfogadhatónak. Ezt a megállapítást *Lipton* fenntartaná abban az esetben is, ha nem állnának rendelkezésre empirikus bizonyítékok annak az érvelésnek a cáfolatára, mely szerint a részvényesek majdnem mindig profitálnak egy vállalatfelvásárlásból (bár *Lipton* álláspontja szerint az empirikus tapasztalatok éppen ellenkező irányba mutatnak).⁸²²

Lipton kifejtette, hogy amennyiben az igazgatótanács megítélése szerint a vállalatfelvásárlási ajánlat nem szolgálja a társaság, mint gazdasági egység legjobb érdekét, nem látja szükségét ennek kapcsán további részvényesi döntéshozatalnak.⁸²³ Szintén, az igazgatóknak nem szükséges elfogadniuk bármely olyan vállalatfelvásárlási ajánlatot sem, mely jelentős felárat nyújt a piaci árhoz képest. Az (ügyvezető) igazgatók tehát nincsenek kizárva a vállalatfelvásárlási ajánlatról szóló döntéshozatalból. Az ajánlat elfogadása vagy elutasítása kapcsán ugyanakkor olyan eljárást kell követniük, amely biztosítja az ésszerű alapon nyugvó, jóhiszemű döntéshozatalt.⁸²⁴ *Lipton* szerint az Egyesült Államokban az ún. *üzleti értékítélet szabálya* alkalmazandó az igazgatótanács magatartásának megítélésére vállalatfelvásárlási helyzetekben, mint ahogy ezt a szabályt kell alkalmazni más jelentős üzleti tranzakciók esetében is. A vállalatfelvásárlási ajánlatok ugyanis nem különböznek olyan sokban más üzleti tranzakcióktól, hogy az megalapozza az igazgatóság kivételes kiiktatását a döntéshozatali folyamatból a közvetlen részvényesi fellépés érdekében. Ezen túlmenően, egy vállalatfelvásárlási ajánlattal szembesülve az igazgatóknak nem szükséges egy nyílt „aukciót” tartaniuk, és a legmagasabb ajánlatot tevőnek értékesíteni a vállalatot. Az igazgatóknak továbbá figyelembe kell venniük a vállalatfelvásárlások munkavállalókra, fogyasztókra,

⁸²² Lásd LIPTON, Martin, *Takeover Bids in the Target's Boardroom*, Business Lawyer, Vol. 35. Issue 1. (1979.) 103-105. old.; SUBRAMANIAN, Guhan, *Bargaining in the Shadow of Takeover Defenses*, Yale Law Journal, Vol. 113. Issue 3. (2003.) 633-634. old.

⁸²³ Ennek a megközelítésnek azonban meglehetősen ellentmond az a megfigyelés, amelyet Jay Hartzell, Eli Ofek és David Yermack tett. Ez alapján ugyanis a menedzserek a vállalatfelvásárlások során az előnyösebb ajánlat keresésére kifejtett tevékenységük közben is előfordul, hogy előtérbe helyezik saját érdeküket. A CEO előnyös tárgyalási pozícióját kihasználva személyes haszonszerzésért cserébe alacsonyabb felárat is hajlandó lehet elfogadni. Ilyen személyes előny lehet például az akvizíció kapcsán számára nyújtott magasabb végkielégítés vagy az ajánlattevő társaságban vezető pozíció felajánlása. Lásd HARTZELL, Jay, OFEK, Eli és YERMACK, David, *What's in It for Me?: Personal Benefits Obtained by CEOs Whose Firms Are Acquired*, (June 2000). Presented at Tuck-JFE Contemporary Corporate Governance Conference. 21–22. old; Elérhető (2010. június 14.): http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=236094; SUBRAMANIAN, Guhan, *Bargaining in the Shadow of Takeover Defenses*, Yale Law Journal, Vol. 113. Issue 3. (2003.) 662-663. old.

⁸²⁴ Lásd LIPTON, Martin, *Takeover Bids in the Target's Boardroom*, Business Lawyer, Vol. 35. Issue 1. (1979.) 120, 124, 130-131. old.

beszállítókra és a közösségre gyakorolt hatását. A nemzet stratégiai érdekeit szintén helyénvaló fontolóra venni. Egy társaság elfogadhat továbbá olyan üzleti stratégiát, mely a független üzleti entitásként való fennmaradást célozza. Az igazgatótanács pedig ennek érdekében megteheti a szükséges lépéseket.⁸²⁵

Összefoglalásul megállapíthatjuk, hogy az amerikai gazdaságban jelen lévő jelentős vállalatfelvásárlási hullámok kritikusai szerint a céltársaság menedzsmentjének engedélyezni kell, hogy ellenálljon azon ellenséges ajánlatoknak, melyek az egyéb érdekeltekre nézve hátrányosak, vagy nem biztosítanak a társaság valós értékének megfelelő felárat a részvényeseknek.⁸²⁶

A fenti nézőponttal szembehelyezkedik *Lucian A. Bebchuk* professzor érvelése. Álláspontja szerint meggondolatlanság az egyéb érdekeltek védelmét a hivatalban lévő menedzsmentre bízni. Nem szabad elfelejteni ugyanis, hogy a vállalat vezetése és e csoportok között általában érdekellentét feszül. Ebből kifolyólag az igazgatótanácsok – legalábbis az Egyesült Államokban az igazgatótanács tagjainak kiválasztására és a testület működésére jelenleg irányadó szabályok szerint (tekintettel arra, hogy itt például nem érvényesül a munkavállalói képviselő) – nem tekinthetők az egyéb érdekelteket hatékonyan képviselő szervnek vállalatfelvásárlás esetén. Ez alapján pedig ellenzi az igazgatótanács vétójogát a vállalatfelvásárlások során. Úgy érvel, hogy vállalatfelvásárlások esetén az igazgatótanács vétójának biztosítását nem a munkavállalókat és az egyéb érdekelteket támogató védelemnek kell tekinteni, hanem inkább az igazgatótanács és a menedzsment részvényesekkel szembeni hatalom-kiterjesztéseként kell felfogni.⁸²⁷ *Martin Lipton* álláspontjának hiányossága tehát abból ered, hogy figyelmen kívül hagyja az *ügynök-költség problémát*, vagy egyszerűen azt feltételezi, hogy a menedzsment a részvényesek (és az egyéb érdekeltek) legjobb érdekében fog fellépni.⁸²⁸ Az elmélet bírálói szerint a vállalatok feletti irányítás hatékony piacának kialakítása érdekében nem indokolt engedélyezni, hogy az igazgatótanácsnak lehetősége legyen a vállalatfelvásárlás elleni védekező eszközök feletti teljes körű rendelkezésre. Ez ugyanis a vállalat feletti irányítás monopóliumával ruházná fel őket. Így a vállalat feletti irányítás megváltozására nagy valószínűséggel csak akkor kerülhetne sor, ha a menedzsment számára az ebből adódó előnyök meghaladnák az aktuális pozíciójukból származó előnyöket.

⁸²⁵ Lásd LIPTON, Martin, *Takeover Bids in the Target's Boardroom*, Business Lawyer, Vol. 35. Issue 1. (1979.) 130-131. old.

⁸²⁶ Lásd HOWARD, Geoffrey J., *Takeover Defences: A Reappraisal*, University of Brit Columbia Law Review, Vol. 24. Issue 1. (1990) 75. old.

⁸²⁷ Lásd BEBCHUK, Lucian Arye, *The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers*, The University of Chicago Law Review, Vol. 69. Issue 3. (2002.) 1025-1027., 1029. old.

⁸²⁸ Lásd KIHLMSTROM, Richard E., WACHTER, Michael L., *Corporate Policy and the Coherence of Delaware Takeover Law*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 152. Issue 2. (2003.) 533. old.

Egy ilyen megoldás pedig nem hatékony sem a részvényesek, sem a gazdaság egészének szempontjából.⁸²⁹ Kétséges továbbá az elmélet kritikusai szerint azt feltételezni, hogy a menedzsment a vállalatfelvásárlások esetén önzetlenül fogja képviselni az egyéb érdekelteket. Felhívják továbbá arra a problémára a figyelmet, hogy színlelt törődés a fent említett csoportok irányába könnyű palástolása lehet az önbebetonozó magatartásnak.⁸³⁰

A vállalatfelvásárlások elleni védekezések előnyös hatásait ugyanakkor alátámasztja például az *Institutional Shareholder Services* és a *Georgia State University* kutatása. Ennek eredménye szerint azok a vállalatok, melyek erőteljes vállalatfelvásárlás-ellenes védekező eszközökkel rendelkeznek (beleértve az ún. *poison pill* védekezési módszer alkalmazását), általánosan magasabb részvényesi hozamot, erőteljesebb nyereségességet, magasabb osztalékot és meggyőzőbb pénzügyi mutatókat tudnak felmutatni, mint azok a társaságok, amelyek nem rendelkeznek ilyen védettséggel.⁸³¹

4.2. A vállalatfelvásárlási ajánlatról való döntéshozatal szabályozása az Európai Unióban

4.2.1. Az ún. semlegességi (*neutralitási*) szabály

Mint az a fent ismertetett elméleti megközelítésekből kitűnik, a *corporate governance* tudomány vállalatfelvásárlásokkal szembeni védekezésekkel kapcsolatos vitáinak középpontjában két felfogás áll. Egyrészt az igazgatótanács védekezési lehetőségét támogató nézetek azt emelik ki, hogy egy nyilvános részvénytársaság kismérvényesei képtelenek – korlátozott tapasztalatuknak, illetve a kollektív fellépéssel kapcsolatos problémáknak⁸³² köszönhetően – arra, hogy megalapozott döntést hozzanak egy felvásárlási ajánlat megítélése vonatkozásában. Ezért a vállalatok igazgatótanácsait fel kell hatalmazni védekező intézkedések elfogadására, mivel előnyösebb helyzetben vannak a részvényesek és az egyéb

⁸²⁹ Lásd GARMS, Matthew R., *Shareholder By-Law Amendments and the Poison Pill: The Market for Corporate Control and Economic Efficiency*, *Journal of Corporation Law*, Vol. 24. Issue 2. (1999.) 448. old.

⁸³⁰ Lásd HOWARD, Geoffrey J., *Takeover Defences: A Reappraisal*, *University of Brit Columbia Law Review*, Vol. 24. Issue 1. (1990) 75. old.; Lásd HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén (HVG-ORAC*, Budapest, 2011.) 381-384. old.

⁸³¹ Lásd LIPTON, Martin, *Twenty-Five Years After Takeover Bids in the Target's Boardroom: Old Battles, New Attacks and the Continuing War*, *The Business Lawyer*, Vol. 60. Issue 4. (2005) 1373-1374. old.

⁸³² Lásd GORDON, Jeffrey N., *Ties that Bond: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice*, *California Law Review*, Vol. 76. Issue 1. (1988.) 43-47. old.; MANNE, Henry G., *Some Theoretical Aspects of Share Voting: An Essay in Honor of Adolf A. Berle*, *Columbia Law Review*, Vol. 64. Issue 8. (1964.) 1427. old.; WINTER, Ralph K. Jr., *State Law, Shareholder Protection and the Theory of the Corporation*, *The Journal of Legal Studies*, Vol. 6. Issue 2. (1977.); HUTCHISON, Harry G., *Director Primacy and Corporate Governance: Shareholder Voting Rights Captured by the Accountability/Authority Paradigm*, *Loyola University Chicago Law Review*, Vol. 36. Issue 4. (2005.) 1201. old.

érdekeltek védelmére. A részvényesek választását előnyben részesítő elméletek ezzel szemben azt fogalmazzák meg, hogy az igazgatótanácsok önérdékűek a vállalatfelvásárlásra adott válasz tekintetében, és ezért nem szabadna megengedni számukra, hogy védekező intézkedések elfogadásáról dönthessenek.⁸³³

Az Európai Unió jogi szabályozásában a nyilvánosan működő részvénytársaságokban meghatározott mértékű szavazati jog (vagy meghatározott mértékű tőkerészesedés) megszerzése bejelentési és közzétételi kötelezettséget alapoz meg. Így jelzést biztosít a részvényesek és a kibocsátó társaságok számára, hogy a társaság papírjait érintően jelentős tranzakciókat bonyolítanak le. Ez pedig lehetővé teszi a potenciális céltársaságoknak, hogy védekezési stratégiát alakítsanak ki a lehetséges ajánlattevőkkel szemben. Ebből kiindulva, a transzparencia irányelvben⁸³⁴ meghatározott bejelentési kötelezettségek jelentik a vállalatfelvásárlásokkal szembeni első „védelmi vonalat”. Az Európai Unió legtöbb tagállamában pedig számos eszköz kínálkozik a társaságok számára az ellenséges felvásárlásokkal szembeni védekezésre. A vállalatfelvásárlások elleni védekező eszközök képesek lehetnek a vállalat feletti irányítás megváltozásának megakadályozására, illetve még bonyolultabbá, költségesebbé vagy időigényesebbé tehetik azt.⁸³⁵ Szintén lehetőséget adhat a céltársaságnak magasabb ajánlati ár kitérgetésére. A védekező eszközöket – elfogadásuk időpontját tekintve – két típusba sorolhatjuk. Az egyik típust még az ajánlattételt megelőzően fogadják el (ajánlattétel előtti védekező eszközök). Ezek egyrészt korlátozhatják a céltársaságban való részvényszerzést (pl. az alapszabályba beépített részvény-átruházási korlátozás), vagy különleges szabályozást tartalmazhatnak a közgyűlésen való szavazati joggyakorlásra (szavazati jogot érintő korlátozások az alapszabályban, többszörös szavazati joggal rendelkező, illetve szavazati joggal nem rendelkező részvényosztályok kialakítása).⁸³⁶

⁸³³ Lásd BEBCHUK, Lucian Arye, *The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers*, *The University of Chicago Law Review*, Vol. 69. Issue 3. (2002.) 1027. old.; v.ö. HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 375-376., 461-462. old., 437-438. old.

⁸³⁴ Európai Parlament és a Tanács 2004/109/EK irányelve a szabályozott piacra bevezetett értékpapírok kibocsátóival kapcsolatos információkra vonatkozó átláthatósági követelmények harmonizációjáról és a 2001/34/EK irányelv módosításáról

⁸³⁵ Lásd SJAFJELL, Beate, *Political Path Dependency in Practice: the Takeover Directive*, *Yearbook of European Law*, Vol. 27. (2008.) 389–390. old.; *The Takeover Bids Directive Assessment Report*, 185. old. Elérhető (2014. október 17.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁸³⁶ Ilyen ajánlattétel előtti védekező eszközök például a következők: többszörös szavazati jogot biztosító részvények, szavazati joggal nem rendelkező részvények, szavazati joggal nem rendelkező elsőbbségi részvények, közvetett tulajdonosi (piramis) struktúrák, szavazati joggyakorlás korlátozása, részvények megszerzésének korlátozása, minősített többséget előíró alapszabályi rendelkezések, aranyrészvények, részvény-kereszttulajdonlás, részvényesi megállapodások. Lásd *The Takeover Bids Directive Assessment Report*, 185-186. old. Elérhető (2014. október 17.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

A másik típust pedig akkor fogadják el, amikor már megtörtént az ajánlattétel. Ezek az ún. ajánlattétel utáni védekező eszközök.⁸³⁷

Az Európai Unióban a vállalatfelvásárlások esetében a menedzsment által tanúsítandó megfelelő magatartás szabályozásának kialakítása során az szolgált kiindulópontnak, hogy ezek a tőkepiaci tranzakciók összességében pozitív jelenségek. Ez a megközelítés ismerhető fel a Winter-Bizottság vállalatfelvásárlási ajánlatokról készült jelentésében is.⁸³⁸ A Winter-Bizottság jelentésének alapelveit az az elképzelés határozta meg, hogy a szabályozásnak elő kell mozdítania a vállalatfelvásárlási ajánlatokat. Ez mellett ugyanakkor védenie kell a részvényesek azon lehetőségét, hogy megfelelő fennhatóságot gyakoroljanak, mikor az ajánlat értékének, előnyösségének megítéléséről döntenek.⁸³⁹

Tekintettel arra, hogy az Európai Unióban a tagállamok hagyományosan alapjaiban eltérő megközelítést követnek a vállalatfelvásárlások elleni védekezés tekintetében, ezért az ezzel kapcsolatos szabályozásban való megállapodás kulcsfontosságú volt a vállalatfelvásárlási irányelv elfogadásához. A végső kompromisszum magában foglalta az igazgatótanács semlegességét előíró szabályt (ez alkalmazandó az ajánlattételt követően a menedzsment magatartására) és az ún. áttörési szabályt (mely az ajánlattétel előtti védekező eszközök tekintetében tartalmaz szabályozást). Ugyanakkor az irányelv szabályozása lehetővé teszi a tagállamoknak annak eldöntését, hogy alkalmazzák-e ezt a két szabályt. Mindazonáltal, ha valamely tagállam nem teszi kötelezővé e szabályok alkalmazását, akkor sem tilthatja meg honos vállalatainak, hogy önkéntes alapon így tegyenek. A szabályok önkéntes alkalmazásról

⁸³⁷ Ilyen ajánlattétel utáni védekező eszközök például a következők: white knight (azaz rivális ajánlattevő) keresése, white squire (menedzsment szempontjából baráti befektető, aki jelentős részesedést vásárol a céltársaságban), tőkeemelés, adósságszint-növelés, saját részvényszerzés, eszközvásárlás (beleértve más vállalat felvásárlása), eszközértékesítés (beleértve az ún. „crown jewels” védekezési módszert is), osztalékfizetés, saját részvények értékesítése (lehetőség szerint baráti befektetőnek), ún. pac-man védekezés (ellenajánlat tétele), más társaság felvásárlása vagy egyesülés más társasággal, warrantok, részvény-opciók kibocsátása (ide értve például az ún. „poison pill” védekezési módszert). Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 185-187. old. Elérhető (2014. október 17.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf; v.ö. HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, Társaságok a tőzsdén (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 439. old.

⁸³⁸ „A rendelkezésre álló gazdasági bizonyíték fényében a Csoport azon állásponton van, hogy egy vállalatfelvásárlási ajánlattételi mechanizmus hozzáférhetősége alapvetően előnyös. A vállalatfelvásárlások az értékteremtés eszközei például a szinergiák kihasználásával illetve a szórt tulajdonosi szerkezettel működő tőzsdén jegyzett részvénytársaságok menedzsmentjének fegyvelmezésével, ez pedig hosszú távon minden érdekelt és a társadalom egészének érdekében áll.” Ez a nézet a vállalatfelvásárlási irányelv alapját is képezi. Ugyanakkor azt a Winter-Csoport szerint sem lehet kijelenteni, hogy a vállalatfelvásárlási ajánlatok mindig minden érintett félnek (vagy akár bármely érintett félnek) előnyösek. Lásd WINTER, Jaap, SCHANS CHRISTENSEN, Jan, GARRIDO GARCIA, José Maria, HOPT, Klaus J., RICKFORD, Jonathan, ROSSI, Guido, SIMON, Joëlle, *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids*, Brussels, 10 January 2002, 2., 19-20. old. Elérhető (2014. október 17.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf,

⁸³⁹ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 188. old. Elérhető (2014. október 17.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

szóló döntést a részvényeseknek a közgyűlésen kell elfogadniuk, és ugyanilyen módon vissza is vonható. Az ún. reciprocitási kivételt (kölcsonösségi szabályt) szintén tekintetbe kell venni a semlegességi szabály alkalmazása kapcsán. Ugyanis az irányelv lehetőséget biztosít arra, hogy a tagállamok (a nemzeti jog által meghatározott feltételekkel összhangban) felhatalmazzák a semlegességi (és az áttörési) szabályt alkalmazó vállalataikat, hogy függesszék fel e szabályok alkalmazását egy olyan ajánlattevővel szemben, mely nem alkalmazza e szabályokat (vagy egy olyan ajánlattevővel szemben, amelyet egy ilyen társaság társaság közvetlenül vagy közvetetten irányít).⁸⁴⁰

Az Európai Unióban a vállalatfelvásárlási helyzetek megítélése tekintetében a céltársaság menedzsmentje és részvényesei közötti hatáskörmegosztást az irányelv 9. cikk (2), (3) bekezdésében található semlegességi szabály rendezi. Ez pedig úgy rendelkezik, hogy az ajánlattételről szóló döntésről (vagy az ajánlattételi szándékról) való tudomásszerzés és az ajánlat lezárása (vagy az ajánlat hatálytalanná válása) között a céltársaság igazgatótanácsának (üzgyviteli vagy irányító szervének) meg kell szereznie a részvényesek közgyűlésének kizárólag e célból adott előzetes felhatalmazását⁸⁴¹, bármely olyan intézkedés – más ajánlatok keresése kivételével – előtt, ami az ajánlattételi eljárás megzavarását eredményezheti.⁸⁴² A felhatalmazás megszerzéséig pedig semlegességre van kötelezve (a versengő ajánlatok keresését leszámítva).⁸⁴³ Így minden védekező intézkedéshez (az irányelv külön kiemeli az új részvények kibocsátását ebben a vonatkozásban, amely tartósan megakadályozhatja az ajánlattevőt a céltársaság irányításának megszerzésében) szükséges a részvényesek előzetes felhatalmazása, jóváhagyása, beleegyezése. Az ajánlattételről szóló döntésről (vagy az ajánlattételi szándékról) való tudomásszerzés előtt meghozott, részben vagy egészben még nem végrehajtott döntések tekintetében a részvényesek közgyűlésének kell jóváhagynia vagy megerősítenie minden olyan döntést, amely nem képezi részét a társaság rendes üzletvitelének, és amelyek végrehajtása az ajánlattételi eljárás megzavarását

⁸⁴⁰ Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 188. old. Accessible at (24 February 2013.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁸⁴¹ Felhatalmazással kell rendelkezni legalább attól az időponttól kezdődően, hogy a céltársaság tudomást szerez az ajánlattételről szóló döntésről, addig, amíg az ajánlat eredményét közzé nem teszi, vagy az ajánlat hatályát nem veszti. A tagállamok megkövetelhetik, hogy a felhatalmazás megszerzésére korábban kerüljön sor, például amint a céltársaság üzgyviteli vagy irányító szerve értesül az ajánlattételre irányuló szándékról. Lásd 2004/25/EK irányelv 9. cikk (2) második albekezdés.

⁸⁴² Lásd ZINSER, Alexander: *Einer neuer Anlauf: der jüngste Vorschlag einer Übernahmerichtlinie vom 2.10.2002*, Europäisches Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, Vol. 14. Issue 1. (2003.)

⁸⁴³ Lásd ZINSER, Alexander: *Einer neuer Anlauf: der jüngste Vorschlag einer Übernahmerichtlinie vom 2.10.2002*, Europäisches Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, Vol. 14. Issue 1. (2003.); MENJUCQ, Michel: *The European Regime on Takeovers*, European Company and Financial Law Review, Vol. 3. Issue 2. (2006.) 229–230. old.; EDWARDS, Vanessa: *The Directive on Takeover Bids*, European Company and Financial Law Review Vol. 1. (2004.) 435–436. old.; 2004/25/EK irányelv 9. cikk (2)

eredményezheti.⁸⁴⁴ Így ebben az időszakban a menedzsment tevékenységének csak a társaság rendes üzemvitelének részét képező tevékenységre vagy egy rivális ajánlat keresésére kell korlátozódnia. Ez összhangban van az irányelv azon általános elvével, mely szerint a céltársaság ügyviteli vagy irányító szervének a társaság, mint egész érdekében kell eljárnia, és nem tagadhatja meg az értékpapírok birtokosaitól az ajánlat érdemi megítélésének lehetőségét.⁸⁴⁵ Ez a szabályozási megoldás (nevezetesen csupán azoknak a védekező intézkedéseknek a hozzáférhetősége, melyek alkalmazásához az ajánlattételről vagy ajánlattételi szándékról való értesülést követően a részvényesek előzetesen hozzájárultak) jelentősen gyengíti az igazgatótanácsok lehetőségét a vállalatfelvásárlások elleni sikeres védekezésre.⁸⁴⁶ Az igazgatótanács semlegességét előíró szabály az irányelvben abból a célból lett kialakítva, hogy alapvetően egyszerűbbé tegye a felvásárlásokat, és így előmozdíthassa a vállalatfelvásárlási tevékenységet azáltal, hogy korlátozza az igazgatótanács hatalmát a vállalatfelvásárlások megakadályozása tekintetében.⁸⁴⁷ Ugyanis az ún. *ajánlattétel utáni védekező intézkedések* alkalmazásának gátat szab, azt a részvényesek előzetes hozzájárulásához köti. Ilyen védekező intézkedés például a részvény-visszavásárlás illetve az új részvények kibocsátása. A semlegességi szabály a közgyűlés felhatalmazásának hiányában ezek alkalmazását nem teszi lehetővé.⁸⁴⁸ kérdés, hogy a védekező intézkedések alkalmazásával kapcsolatos részvényesi hozzájárulás előírása egyáltalán rendelkezik-e bármilyen relevanciával, tekintetbe véve a védekezés hatásait a részvényesi és pakettulajdonosi érdekekre.⁸⁴⁹

Az irányelv semlegességi szabályának esetleges negatív hatásait vizsgálva azt emelhetjük ki, hogy az akkor ad felmentést a menedzsmentnek a semlegességi szabály alól, ha a céltársaság

⁸⁴⁴ 2004/25/EK irányelv 9. cikk (3)

⁸⁴⁵ Lásd EDWARDS, Vanessa: *The Directive on Takeover Bids*, European Company and Financial Law Review, Vol. 1. (2004.) 432. old.; MENJUCQ, Michel, *The European Regime on Takeovers*, European Company and Financial Law Review, Vol. 3. Issue 2. (2006.) 228. old.; 2004/25/EK irányelv 3. cikk (1) bek. c) pont.; HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 438. old.

⁸⁴⁶ A részvényesi felhatalmazás védekező intézkedések alkalmazásához való megkövetelésének hatása az, hogy az ajánlat sikere jelentős részben azon a kérdésem múlik, hogy a céltársaság részvényesei hisznek-e abban, hogy a hivatalban lévő igazgatótanács (a védekezés segítségével) tud javítani az ajánlati áron. Ez történhet egy magasabb ár kifizetésével vagy a céltársaság nyereségességét javító lépésekkel. Ez utóbbi ugyanakkor nem bizonyítható be az ajánlattételi időszakban. Lásd WHITE, Barbara, *Conflicts in the Regulation of Hostile Business Takeovers in the United States and the European Union*, Ius Gentium, Vol. 9, (2003). 161-195. old.; The Takeover Bids Directive Assessment Report, 194. old. Elérhető (2014. október 18.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁸⁴⁷ Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 190. old. Elérhető (2014. október 18.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁸⁴⁸ Az ajánlattételt megelőzően elfogadott védekező intézkedéseket a 2004/25/EK irányelv a 11. cikkében található ún. áttörési szabályokkal törekedett korlátozni. Ez ugyanakkor – mint később kifejtjük – csak nagyon korlátozott hatást ért el.

⁸⁴⁹ Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 190. old. Elérhető (2014. október 18.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

részvényesei hozzájárulnak a védekező eszközök alkalmazásához az ajánlattételi időszakban. Ez a megközelítés azonban kevésbé tűnik alkalmasnak a befektetők teljes körének, illetve szándékaiknak és indítékaiknak figyelembe vételére. A részvényesek ugyanis nem egységes csoportként jelennek meg, köztük számos eltérő szándékú és célkitűzésű befektető lehet jelen. Ilyen csoportok lehetnek például az aktivista részvényesek (öntudatos, szavazati jogokkal aktív szerepet vállaló részvényesek), a magántőke-alapok, *hedge fund*-ok, és ehhez hasonló befektetők. Például a *hedge fund*-ok gyakran vásárolnak jelentős részvénytömböket a vállalatokban, hogy gyakorolják az ezekhez kapcsolódó jelentős szavazati jogot. Mindazonáltal, hosszú távú érdekeltséget nem kívánnak fenntartani a társaságokban.⁸⁵⁰ Ilyen körülmények között felmerülhet olyan helyzet, hogy a semlegességi szabály egyáltalán nem védené a kisebbségi részvényesek érdekeit. Csupán lehetőséget biztosítana egy ajánlat és ajánlattevő-párti pakettulajdonosnak (például egy *hedge fund*-nak), hogy meggátolja a védekező intézkedéseket. Ez esetlegesen a kisméretű részvényesek hátrányára is megvalósulhat. Ebben az esetben például a *hedge fund*-ok, mint döntőbírók lennének jelen egy vállalatfelveszárlási helyzetben. Szerepvállalásukkal vélhetően az ajánlattevőt fogják támogatni, és törekedni fognak az ajánlat sikerének biztosítására, hogy megszerezzék az ebből adódó gyors hozamot. A szórt részvényesi struktúrával rendelkező vállalatok esetében így az erőegyensúly még inkább eltolódik a céltársaságtól az ajánlattevő társaság irányába abból a tényből adódóan, hogy a részvényeseknek (különösen a kisméretű részvényeseknek) nincsen meg a kollektív akaratuk, hogy kiálljanak egy aktív pakettulajdonos szavazata ellen.⁸⁵¹

A közösségi szabályozásnak a vállalat ügyviteli, irányító szervének (igazgatótanácsának) magatartására vonatkozó rendelkezéseit az Egyesült Államokban kialakított elméleti megközelítésekkel összehasonlítva megállapíthatjuk, hogy az leginkább az ott közvetítő elméletnek számító ún. *hasznok elosztását középpontba állító elmélet (distributional approach)* nézőpontjával feleltethető meg.⁸⁵²

⁸⁵⁰ Lásd WYMEERSCH, Eddy O, *The Takeover Bid Directive, Light and Darkness*, Financial Law Institute Working Paper No. 2008-01 (January 2008), Elérhető (2014. október 18.): SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1086987>.

⁸⁵¹ Ez a helyzet úgy lenne feloldható, ha a védekező intézkedésekről szavazó közgyűlésen felfüggesztenék azoknak a részvényeseknek a szavazati jogát, akik részesedésüket már az ajánlat bejelentését követően szerezték meg. Ez a kizárás tehát orvosolni tudná a fenti problémát. Ez a megoldás kizárná például azon *hedge fund*okat az ajánlat sorsáról való döntéshozatalból, melyek már az ajánlattételt követően fektetnek be a társaságokba, vélhetően a vállalatfelveszárlás során kecsesgető jelentős rövid távú hozam reményében. Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 193. old. Elérhető (2014. október 18.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁸⁵² Legjelentősebb képviselői James J. Junewicz és Edward F. Greene, illetve Lucian Arye Bebchuk és Ronald J. Gilson. Lásd például JUNEWICZ, James J., GREENE, Edward F., *A Reappraisal of Current Regulation of Mergers and Acquisitions*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 132. No. 4. (1984); BEBCHUK, Lucian A., *The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers*, The University of Chicago Law Review, Vol. 69. Issue

4.2.2. Az ún. semlegességi szabály érvényesülése az Európai Unió tagállamaiban

Tekintettel arra, hogy a semlegességi szabály alkalmazása nem kötelező az irányelv alapján a tagállamok számára, ezért meg kell vizsgálnunk annak érvényesülését. Az irányelv 12. cikkének (*Választható szabályozások*) (1) bekezdése alapján ugyanis a tagállamok jogosultak arra, hogy az irányelv hatálya alá tartozó azon vállalatokat, amelyeknek létesítő okirat szerinti székhelye a területükön van, mentesítsék a semlegességi szabály⁸⁵³ alkalmazása alól.⁸⁵⁴ Amennyiben a tagállamok élnek ezzel a jogukkal, biztosítaniuk kell a lehetőséget azon társaságok számára, amelyeknek létesítő okirat szerinti székhelye a területükön van, hogy alkalmazzák az irányelv semlegességi szabályát, valamint azt a lehetőséget, hogy a társaságok később e döntésüket megváltoztassák. A társaság döntését a részvényesek közgyűlésén hozza meg, azon tagállam jogával összhangban, amelyben a társaság létesítő okirat szerinti székhelye van, az alapszabály módosítására alkalmazandó szabályokkal összhangban. A döntést közlik azon tagállam felügyeleti hatóságával, amelyben a társaság létesítő okirat szerinti székhelye található, valamint minden olyan tagállam felügyeleti hatóságával, amelyek szabályozott piacán az értékpapírok bevezetése megtörtént, illetve ahol ilyen bevezetésre irányuló kérelmet előterjesztették.⁸⁵⁵ ⁸⁵⁶ A tagállamoknak biztosítaniuk kell továbbá, hogy az egyes társaságokra vonatkozó rendelkezéseket késedelem nélkül közzéteszik.⁸⁵⁷

Ezzel a felhatalmazással élve a vizsgált huszonkét tagállamból hét nem alkalmazza kötelező jelleggel az irányelv semlegességi szabályát (tehát kiserződött abból). Ezek a tagállamok Belgium, Dánia, Németország, Magyarország, Luxemburg, Hollandia és Lengyelország.⁸⁵⁸ Érdemes kiemelni, hogy az irányelv átültetése előtt a fenti tagállamok közül egyik sem alkalmazta jogrendszerében szigorúan véve a semlegességi szabályt a menedzsment magatartására. E tagállamok közül például Németország jelenleg egy ún. módosított „*passzivitási*” szabállyal rendelkezik, mely már az irányelv átültetése előtt is jelen volt

3. (2002); BEBCHUK, Lucian A., *The Case for Facilitating Competing Tender Offers: A Reply and Extension*, Stanford Law Review, Vol. 35. Issue 1. (1982); v.ö. HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 381. old.

⁸⁵³ A semlegességi szabály, tehát az irányelv 9. cikk (2), (3) bekezdése alkalmazása alól.

⁸⁵⁴ Ugyanez a mentesítés adható meg az ún. áttörési szabály alkalmazása alól, mely az irányelv 11. cikkében található.

⁸⁵⁵ Ez a szabályozás kiterjed az irányelv 11. cikkében található ún. áttörési szabályra is.

⁸⁵⁶ Lásd 2004/25/EK irányelv 12. cikk (2)

⁸⁵⁷ Lásd 2004/25/EK irányelv 12. cikk (4); v.ö. HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 444-445. old.

⁸⁵⁸ Lásd *The Takeover Bids Directive Assesment Report*, 190. old. Elérhető (2014. október 18.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

jogrendszerében. Ez a szabályozás az irányelvvel összehasonlítva nagyobb eltérést enged az igazgatótanács számára a semlegesség kötelezettsége alól. Így például a felügyelőbizottság hozzájárulását megszerzve védekezhet a céltársaság menedzsmentje a vállalatfelvásárlások ellen, vagy megtehet olyan intézkedéseket, melyeket egy nem vállalatfelvásárlási helyzetben lévő vállalat prudens menedzsere is megtenne.⁸⁵⁹ A semlegességi szabály hatálya alól kiszereződött tagállamok közül az összes tagállam létrehozta azt a beszerzési alternatívát (*opt-in*) biztosító eljárását, mely lehetővé teszi honos vállalatának a semlegességi szabály alkalmazását. A rendelkezésre álló információk alapján a társaságok ugyanakkor nem törekednek alkalmazni a semlegességi szabályt önkéntes alapon, és nem is tűnik valószínűnek, hogy a jövőben így tennének.⁸⁶⁰

Huszonkét tagállamból tizenöt viszont alkalmazza az igazgatótanács semlegességét előíró szabályt, így Ausztria, Ciprus, Csehország, Észtország, Finnország,⁸⁶¹ Franciaország, Görögország, Írország, Olaszország, Portugália, Románia⁸⁶², Szlovákia, Spanyolország és az Egyesült Királyság.⁸⁶³ A fentiek közül tizenegy tagállamban a semlegességi szabály alkalmazása már megelőzte az irányelv elfogadását, így Ausztria, Csehország, Észtország, Franciaország, Írország, Olaszország⁸⁶⁴, Portugália, Románia, Szlovákia, Spanyolország, és az Egyesült Királyság esetében az jelen volt már korábban is a vállalatfelvásárlási szabályozásban. Három tagállamban viszont újdonságot jelentett a semlegességi szabály bevezetése, így Cipruson, Finnországban és Görögországban.⁸⁶⁵

A semlegességi (és áttörési) szabály hatásának megítélése kapcsán ki kell fejteni, hogy a tagállamoknak lehetőségük van az irányelv 12. cikkének alapján egy ún. kölcsönösségi szabály bevezetésére. A kölcsönösségi szabály (*reciprocitási* szabály) alkalmazása lehetővé teszi a tagállamok számára, hogy az irányelv semlegességi szabályát (illetve áttörési szabályát) akár a nemzeti jog előírása, akár saját közgyűlésének döntése folytán alkalmazó

⁸⁵⁹ Lásd The Takeover Bids Directive Assesment Report, 190. old. Elérhető (2014. október 18.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁸⁶⁰ Lásd The Takeover Bids Directive Assesment Report, 190. old. Elérhető (2014. október 18.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁸⁶¹ A semlegességi szabályt nem kötelező erejű jogi szabályozásban vette át.

⁸⁶² A semlegességi szabályt csak az önkéntes vételi ajánlatokra kötelező alkalmazni, a kötelező vételi ajánlatokra nem terjed ki.

⁸⁶³ Lásd The Takeover Bids Directive Assesment Report, 191. old. Elérhető (2014. október 18.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁸⁶⁴ Érdekes Olaszország jogi szabályozása, mely egy eltérő rendszert jelent más tagállamokéhoz képest. Az olasz jogi szabályozás alapján az olasz vállalatok számára kötelező a semlegességi szabály alkalmazása, hacsak az alapszabály ettől kifejezetten eltérő rendelkezést nem tartalmaz. Lásd The Takeover Bids Directive Assesment Report, 190. old. Elérhető (2014. október 18.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁸⁶⁵ Lásd The Takeover Bids Directive Assesment Report, 191. old. Elérhető (2014. október 18.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

vállalataikat – a nemzeti jogban meghatározott feltételekkel – mentesíthetik a semlegességi (illetve áttörési) szabály alkalmazásának kötelezettsége alól, ha vételi ajánlatot intéz hozzájuk egy olyan társaság, amely ezt a szabályt (szabályokat) nem alkalmazza, vagy egy olyan társaság, amelyet az előbbi társaság közvetlenül vagy közvetetten irányít.⁸⁶⁶ A kölcsönösségi szabály alkalmazásához ugyanakkor szükséges a céltársaság részvényesei közgyűlésének felhatalmazása, amely legkorábban az ajánlat közzététele előtt 18 hónappal adható meg.⁸⁶⁷ Az erre vonatkozó információkat szintén haladéktalanul közzé kell tenni.⁸⁶⁸ A kölcsönösségi szabály alkalmazásának lehetősége megadásra került a semlegességi szabályt kötelezően előíró államok közül Franciaország, Olaszország, Portugália és Spanyolország⁸⁶⁹ esetében.⁸⁷⁰ A *The Takeover Bids Directive Assessment Report* által vizsgált két tagállamban ugyanakkor az irányelv átültetését követően került sor a korábban érvényesülő semlegességi szabály jogrendszerből való eltávolítására illetve a szabály érvényesülésének gyengítésére. Erről lehet beszámolni Olaszország és Magyarország esetében. Olaszország 2007-ben, az irányelv átültetésével párhuzamosan gyengítette a jogrendszerében szereplő semlegességi szabályt. Elmozdult ugyanis az átültetés előtt jelenlévő abszolút semlegességet megkövetelő szabálytól a hatályát a kölcsönösségi szabállyal gyengítő semlegességi szabály irányába.⁸⁷¹

4.2.3. A semlegességi szabály hatásainak értékelése

A semlegességi szabály általános hasznossága és értelme tekintetében elmondható, hogy annak logikai alapja erőteljesebb abban az esetben, amikor a társaság részvénytőkéje számos részvényes között oszlik meg. A vállalatok feletti irányítást ugyanis sokkal nehezebb megszerezni, ha egy erőteljes pakett-tulajdonos (vagy részvényesi csoport) a részvények jelentős hányadát tartja kézben (legalábbis abban az esetben, ha a pakett-tulajdonos nem támogatja az ajánlatot). A kontinentális Európában jelentős növekedés volt megfigyelhető a szórt részvényesi struktúrával rendelkező vállalatok arányában 1996 és 2006 között. Az Egyesült Királyságban pedig már történelmileg is szórt tulajdonosi szerkezet érvényesült a

⁸⁶⁶ Lásd 2004/25/EK irányelv 12. cikk (3)

⁸⁶⁷ Lásd 2004/25/EK irányelv 12. cikk (5)

⁸⁶⁸ Lásd 2004/25/EK irányelv 12. cikk (4), Lásd továbbá EDWARDS, Vanessa, *The Directive on Takeover Bids*, *European Company and Financial Law Review*, Vol. 1. (2004.) 432. old; MENJUCQ, Michel, *The European Regime on Takeovers*, *European Company and Financial Law Review*, Vol. 3. Issue 2. (2006.) 232-233. old.; v.ö. HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 446-448. old.

⁸⁶⁹ Spanyolország esetében csak nem spanyol társaságokkal szemben érvényesíthető a kölcsönösségi szabály.

⁸⁷⁰ Lásd *The Takeover Bids Directive Assessment Report*, 191. old. Elérhető (2014. október 18.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁸⁷¹ *The Takeover Bids Directive Assessment Report*, 191. old. Elérhető (2014. október 18.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

tőzsdén jegyzett társaságok 90%-ában. Németországban ez az arány a fenti időszakban 26%-ról 48%-ra, Franciaországban 21%-ról 37%-ra, míg Olaszországban 3%-ról 22%-ra növekedett. Ez alapján pedig a semlegességi szabály megerősítésének minden korábbinál nagyobb létjogosultsága lenne az Európai Unióban a *Takeover Bids Directive Assessment Report* megfigyelése szerint.⁸⁷²

Az Európai Unióban a semlegességi szabály (és az áttörési szabály kapcsán) a *Takeover Bids Directive Assessment Report* által végzett felmérésből az derül ki, hogy a tagállami jogalkotásban megnyilvánuló különbségek a megkérdezett érdekeltek szerint csak néha (a megkérdezett érdekeltek 41%-a osztja ezt az álláspontot), illetve ritkán (a megkérdezett érdekeltek 35%-a osztja ezt az álláspontot) gördítenek akadályokat a vállalatfelvásárlások elé. Ezzel párhuzamosan úgy vélekednek a megkérdezett érdekeltek, hogy elegendő mozgástér áll az igazgatótanácsok rendelkezésére védekező intézkedések elfogadására (a megkérdezettek 79%-a látja így). A megkérdezett érdekeltek nagy többsége, mintegy 82%-a szintén úgy véli, hogy elegendő lehetőség kínálkozik áttörni a meglévő védekező eszközökön. Ezek a válaszok igazak mindhárom érdekelti kör, így mind a kibocsátók, mind a befektetők, mind pedig a közvetítők figyelembe vételével. Így a felmérés alapján az állapítható meg, hogy megfelelő egyensúlyt sikerült kialakítani a céltársaság igazgatótanácsa részére védekező intézkedések elfogadására, és az ajánlattevő részére a meglévő védekező intézkedések eltávolítása tekintetében. Ezt az egyensúlyt pedig nem veszélyeztetik a tagállamok jogi szabályozásában megjelenő különbségek.⁸⁷³

4.3. A menedzsment magatartására vállalatfelvásárlási helyzetben irányadó szabályok az Egyesült Államokban

4.3.1. A menedzsment magatartására vállalatfelvásárlási helyzetben irányadó szabályok szempontjából releváns jogforrások

Az Egyesült Államokban a szövetségi törvényhozás csak csekély hányadát szabályozta a vállalatfelvásárlások során felmerülő kérdéseknek. Így bizonyos helyzeteket érintően az állásfoglalás a bírói gyakorlatra maradt. Az Egyesült Államokban a vállalatfelvásárlások szabályozásáról szóló szövetségi szintű jogalkotás (a *Williams Act* rendelkezései, mely a *Securities and Exchange Act* módosításának, kiegészítésének tekinthető) nem tartalmaz

⁸⁷² The Takeover Bids Directive Assessment Report, 191. old. Elérhető (2014. október 18.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁸⁷³ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 211. old. Elérhető (2014. október 18.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

lényeges rendelkezéseket az igazgatótanács vállalatfelvásárlások esetén követendő magatartásáról (leszámítva bizonyos információk biztosításának kötelezettségét a részvényesek irányába). A bírósági eljárással érintett vállalatfelvásárlási ügyek legnagyobb hányada és az így kialakult bírói gyakorlat ugyanakkor az igazgatótanács vállalatfelvásárlások esetén tanúsítandó magatartását és kötelezettségeit érinti, jelentős mértékben az ún. *bizalmi kötelezettségre* alapozva.⁸⁷⁴ A társaságok igazgatóit a felmerülő felelősséggel szemben a szokásos, mindennapi üzleti döntéshozatal során az Egyesült Államok társasági joga alapján jelentős mértékben védi az ún. *business judgement rule*. Ezzel szemben a kialakult bírói gyakorlat értelmében magasabb szintű kívánalmaknak való megfelelés szempontjából vizsgálják felül az ellenséges vállalatfelvásárlási ajánlat fenyegetésében a védekező intézkedések alkalmazására meghozott döntéseket.⁸⁷⁵ Az ún. *business judgement rule* lényegét a következőképpen foglalhatjuk össze: amíg az igazgatók „1) *informált alapon*, 2) *jóhiszeműen*, 3) *abban az őszinte meggyőződésben, hogy az intézkedés a társaság legjobb érdekét szolgálta*”⁸⁷⁶ hozzák meg döntésüket, nem vonhatóak felelősségre azokért a döntésekért, amelyek – mindenek ellenére – végső soron kárt okoznak a társaságnak. Hatását tekintve a *business judgement rule* egy erőteljes vélelmet hoz létre a társaság igazgatótanácsának kedvezve. Ez pedig lehetővé teszi, hogy ezek az igazgatók kockázatot vállaljanak e mentesítés eredményeként a perektől való folyamatos félelem nélkül.⁸⁷⁷

Az Egyesült Államokban a bíróságok ugyanakkor magasabb szintű követelményeket látnak szükségesnek alkalmazni vállalatfelvásárlások esetén az igazgatók magatartásának megítélésére. Mivel pedig a tagállamok különböző társasági jogi rezsimmal és saját bírósági

⁸⁷⁴ Lásd MAGNUSON, William: *Takeover Regulation in the United States and Europe: an Institutional Approach*, Pace International Law Review, Vol. 21. Issue 1. (2009.) 213-214. old., v.ö. HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén (HVG-ORAC, Budapest, 2011.)* 394-395. old.

⁸⁷⁵ The Takeover Bids Directive Assesment Report, 202. old. Elérhető (2014. október 20.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁸⁷⁶ Az igazgatók tevékenységére vonatkozó *business judgement rule* a Model Business Corporations Act rendelkezései között a CHAPTER 8. DIRECTORS AND OFFICERS Subchapter C – Directors § 8.30 Standards of Conduct for Directors címszó alatt szerepel. Elérhető (2014. október 20.): <https://users.wfu.edu/palmitar/ICBCorporations-Companion/Conexus/ModelBusinessCorporationAct.pdf>,

Delaware állam társasági jogában (Delaware General Corporation Law) a *business judgement rule* alapvetően a CHAPTER 1. GENERAL CORPORATION LAW Subchapter IV. Directors and Officers § 141 e) pont alatt olvasható. Ez alapján az igazgatótanács tagja, vagy az igazgatótanács által létrehozott bármely bizottság tagja, a tagságból fakadó kötelezettségeiknek teljesítése során teljesen védve vannak, amennyiben jóhiszeműen támaszkodnak a társaság jelentéseire, illetve az olyan információkra, véleményekre, jelentésekre vagy állásfoglalásokra, melyet a társaságnak a társaság bármely tisztségviselője vagy munkavállalója, vagy az igazgatótanács bizottsága nyújtott, vagy bármely más olyan személy, melyről a tag ésszerűen hiszi, hogy az adott téma ennek a személynek a szakmai vagy szakértői kompetenciájába tartozik, és aki megfelelő gondossággal került kiválasztásra a társaság által, vagy a társaság megbízásából. Elérhető (2014. október 20.): <http://delcode.delaware.gov/title8/c001/sc04/index.shtml>,

⁸⁷⁷ The Takeover Bids Directive Assesment Report, 202. old. Elérhető (2014. október 20.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

rendszerrel rendelkeznek, ezért gyakorlatilag ötven különböző joghatóságot és jogforrási rendszert lenne indokolt vizsgálat alá vonnunk. Szerencsénkre azonban az amerikai társasági jog fejlődését jelentős mértékben befolyásolja *Delaware* állam⁸⁷⁸ jogrendszere és a bíróságai által kialakított gyakorlat.⁸⁷⁹ A *Delaware* állambeli *Court of Chancery*⁸⁸⁰ szakértelme és rugalmassága is arra készítette a meghatározó tőzsdei társaságok egy jelentős hányadát, hogy *Delaware* államban jegyeztessék be magukat. E tagállam jogrendszere és bírói gyakorlata az Egyesült Államok határain belül és azon túl is érezteti hatását (lásd *Delaware-effektus*).⁸⁸¹ Az 1980-as évek elején megélénkült vállalatfelvásárlási aktivitás (és a kreatív ajánlattételi illetve védekezési technikák elterjedése) következtében *Delaware* állam bíróságai elé egyre gyakrabban kerültek olyan esetek, melyekben kulcsszerepet játszott az igazgatótanács vállalatfelvásárlások során tanúsított magatartásának megítélése, és annak határainak kijelölése. Az első jelentős eset ebben a sorban az *Unocal Corporation v. Mesa Petroleum* volt.⁸⁸²

4.3.2. Az *Unocal Corporation v. Mesa Petroleum* eset

Az eset háttéréről, és fontosabb körülményeiről érdemes néhány gondolat erejéig megemlékeznünk. Az ügyben érintett egyik társaság a *Mesa Petroleum Company*. Ezt 1956-ban alapította az amerikai vállalatfelvásárlások egyik emblematikus szereplője, *T. Boone*

⁸⁷⁸ Delaware állam az Egyesült Államokban nemcsak területileg az egyik legjelentéktelenebbnek tűnő tagállam, hanem az ipari termelés és a külföldi beruházások szempontjából is. Mégis a *New York Stock Exchange*-re bevezetett társaságok 40%-a, illetve a legjelentősebb 500 társaság (Fortune 500) 52%-a ebben az államban van bejegyezve. Ezt pedig nem kis részben a vállalatokra nézve kedvező jogi szabályozásának köszönheti. Lásd HALÁSZ, Vendel, *A részvényszerzés összehasonlító kereskedelmi jogi elemzése* in *Studia Iuvenum Iurisperitorum* (Szerk.: Drinóczi Tímea, Pécs, 2008) 41. old.; HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 394-395. old.

⁸⁷⁹ Lásd MAGNUSON, William: *Takeover Regulation in the United States and Europe: an Institutional Approach*, *Pace International Law Review*, Vol. 21. Issue 1. (2009.) 214. old.

⁸⁸⁰ A *Court of Chancery* az elsőfokú bíróság szerepét látja el jelentős részben vállalati ügyekben, felelősségi kérdésekben, földvásárlással és ingatlan-tulajdonjoggal kapcsolatos kérdésekben valamint kereskedelmi és szerződéses ügyekben. A *Court of Chancery* bíróságnak nemzeti szinten komoly reputációja van az üzleti világban, és felelős a vállalati jogot érintő elvi jelentőségű határozatok rendszerének fejlesztéséért Delaware államban. Határozatai ellen a *Delaware Supreme Court*-ra lehet fellebbezni. A *Delaware Supreme Court* az állam fellebbviteli bírósága, mely közvetlenül kap fellebbezéseket például a *Court of Chancery*-től. Elérhető (2014. október 20.): <http://courts.delaware.gov/overview.stm>.

⁸⁸¹ Lásd HALÁSZ, Vendel, *A részvényszerzés összehasonlító kereskedelmi jogi elemzése* in *Studia Iuvenum Iurisperitorum* (Szerk.: Drinóczi Tímea, Pécs, 2008) 41. old.; BEBCHUK, Lucian Arye, COHEN, Alma & FERREL, Allen, *Does the Evidence Favor State Competition in Corporate Law?*, *California Law Review*, Vol. 90. Issue 6. (2002.) 1786–1787. old.; MAGNUSON, William: *Takeover Regulation in the United States and Europe: an Institutional Approach*, *Pace International Law Review*, Vol. 21. Issue 1. (2009.) 214. old.;

⁸⁸² Lásd KIHLMSTROM, Richard E., WACHTER, Michael L., *Corporate Policy and the Coherence of Delaware Takeover Law*, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 152. Issue 2. (2003.) 557. old.; v.ö. HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 394-395. old.

Pickens.⁸⁸³ A számunkra releváns időpontban, a vállalatban ő töltötte be az igazgatótanács elnökének pozícióját is. *Pickens* a *Mesa Petroleum Company* társaságon és az irányítása alá tartozó egyéb jogi személyeken keresztül (hívjuk ezeket összefoglalóan *Mesa*-nak) az *Unocal* vállalat részvényeinek 13%-át birtokolta nyílt piaci részvényvásárlások következtében. 1985. április 8-án a *Mesa* egy erőteljes, ún. kényszerítő jelleggel bíró felvásárlási ajánlatot tett az *Unocal* részvényeinek körülbelül 37%-ra 54 dolláros részvényenkénti áron. A vételi ajánlat sikere esetén így a *Mesa* az *Unocal* vállalatban pontosan 50%-nál nagyobb részesedéssel rendelkezhetett volna, mely így a *Mesa* számára biztosította volna a vállalat feletti irányítást. Ez adja tulajdonképpen a vállalatfelvásárlás kényszerítő jellegét. A (kis)részvényesek vagy (egymással versengve) elfogadják az ajánlatot, vagy „csapdába esnek” egy olyan vállalatban, melyet egyértelműen irányítása alatt tart egy meghatározó részvényes. Ez pedig akár számukra hátrányos ügyleteket is képes lehet elfogadni a közgyűlésen. Az előbb elmondottak alapján nem tűnik véletlennek, hogy az ajánlattétel kapcsán több aggályos körülmény is felmerült. Először is a *Mesa* elmulasztotta annak megfelelő közzétételét, hogy mi fog pontosan történni az *Unocal* fennmaradó részvényeseivel, ha a felvásárlási ajánlat segítségével megszerezte az *Unocal* feletti irányítást. Ezzel kapcsolatban csupán annyi derült ki az ajánlatból, hogy egy értékpapír-csere ügylet keretében szerezne meg részesedésüket, mely nagyjából 54 dolláros részvényenkénti árat jelentene a fennmaradó részvények tulajdonosainak. Egy szövetségi bíróság Kaliforniában ebben a tekintetben részletesebb közzétételt írt elő. Ez alapján a *Mesa* 1985. április 26-án és május 3-án közzétette, hogy ebben a második tranzakcióban az *Unocal* részvényesei erőteljesen hátrасorolt értékpapírokat, tehát úgynevezett „bóvli” (*junk bond*) kapnának. Ez alapján pedig az *Unocal* tőkeszerkezete jelentősen megváltozna. Az *Unocal* álláspontja szerint ezek a bóvli kötvények gyakorlatilag értéktelenek voltak.⁸⁸⁴

Az 1985. április 13-tól április 15-ig tartó időszakban lezajlott tanácskozásán az *Unocal* igazgatótanácsa (mely főként külső igazgatótanácsi tagokból állt) arra a következtetésre jutott, hogy a *Mesa* 54 dolláros ajánlata nem megfelelő, és így egyhangúan döntött annak visszautasításáról. Ezen túlmenően arra való tekintettel, hogy részvényeseinek legalább 49%-át érintő kérdésről volt szó, az *Unocal* igazgatótanácsa további lépéseket látott szükségesnek. Álláspontja szerint ugyanis a részvényesek felé fennálló *fiduciárius kötelezettsége* a

⁸⁸³ T. Boone Pickens, azaz Thomas Boone Pickens, Jr. 1928-ban született amerikai pénzügyes. A BP Capital Management hedge fund alapítója, sokáig CEO-ja, jelenleg elnöke. Az 1980-as évek vállalatfelvásárlásainak legendás szereplője az Egyesült Államokban. Bővebb információért lásd: <https://www.bpcap.net/team>

⁸⁸⁴ Lásd MOORE, Andrew G. T., *The Birth of Unocal – a Brief History*, Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 31. Issue 3. (2006) 872-873.; SCHUBERT, David J., *Unocal Corp v Mesa Petroleum Co.: A New Era of Fiduciary Duty*, Baylor Law Review, Vol. 38. (1986) 700.

kisebbségi részvényesek védelmében intézkedéseket kívánt meg. Így ennek keretében az *Unocal* igazgatótanácsa határozatot fogadott el arra vonatkozóan, hogy ha a *Mesa* megszerzi a társaság részvényeinek 51%-át (64 millió részvény), akkor az *Unocal* megveszi a részvények fennmaradó 49%-át 72 dolláros részvényenkénti áron. Ez tulajdonképpen egy tisztességes árat nyújtó alternatíva a *Mesa* „bóvli kötvényekből” finanszírozott ajánlatával szemben. Azonban a saját részvényekre adott ajánlat egy fontos korlátozást tartalmazott. Kizárásra kerültek belőle ugyanis a *Mesa* részvényei (melyek a társaság papírjainak 51%-át tették volna ki, ha a saját részvénytörzs szerzési terv hatályba lépett volna). Az *Unocal* saját részvény-vásárlási ajánlata 1985. április 17-én került bejelentésre. Ezt követően ugyanakkor a közreműködő befektetési bankárok tanácsát követve az *Unocal* lemondott a saját részvénytörzs szerzés tekintetében arról a feltételről, hogy a *Mesa* megszerezze a vállalat feletti irányítást. Így április 22-én azonnali hatállyal vételi ajánlatot tett saját részvényei 29%-ára, melyből továbbra is kizárta a *Mesa* által birtokolt vagy megszerzett részvényeket. Az ajánlat ellenértékét hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok képezték részvényenként összesen 72 dolláros értékben. Ez azt jelentette, hogy az *Unocal* összesen mintegy 6 milliárd dolláros adósságterhet volt kénytelen viselni. Ennek szükségszerű következménye a vállalat kutatási-fűrészi tevékenységének visszavágása volt. Az igazgatótanács ugyanakkor a közreműködő tanácsadóktól azt az állásfoglalást kapta, hogy a vállalat még életképes marad az ügylet végrehajtását követően is. Az *Unocal* saját részvény-vásárlási ajánlata 1985. május 17-ig állt nyitva. Ez a csereügylet ugyanakkor nem csak kizáró, de diszkriminatív is volt az *Unocal* legnagyobb részvényese, a *Mesa* tekintetében. Ez alapján pedig úgy tűnhetett, hogy az *Unocal* megsértette a *Delaware fiduciárius jog* egy alapelvét, mely szerint a társaságnak tilos diszkriminatívan eljárnia egy részvényesével szemben.⁸⁸⁵ Az *Unocal* indoka a *Mesa* kizárására azonban nyilvánvaló volt. Ennek hiányában (tehát ha a *Mesa* is fel tudná ajánlani részvényeit megvételre) tulajdonképpen az *Unocal* finanszírozná a *Mesa* részvényenkénti 54 dolláros, nem megfelelőnek minősített ajánlatát. A csereajánlatot később a miatt is kritikával illették, hogy az kényszerítő jellegű. Erre az nyújtotta az alapot, hogy következtében az *Unocal* részvények piaci ára a későbbiekben valószínűleg jóval a 72 dolláros ajánlati ár alá esne. Ezen túlmenően az *Unocal* tőkeszerkezetét további 4 milliárd dolláros (összesen pedig mintegy 6 milliárd

⁸⁸⁵ Lásd ezzel kapcsolatban a Delaware General Corporation Law Subchapter V. Stock and Dividends § 151 Classes and series of stock; redemption; rights (f) Elérhető: <http://delcode.delaware.gov/title8/c001/sc05/index.shtml>

dolláros) adósság terhelte volna meg. Az ügylet hatására a *Mesa* tulajdonában lévő, az ajánlatból kizárt *Unocal* részvényeket jelentős értékcsökkenés sújtotta volna.⁸⁸⁶

A *Mesa* 1985. április 17-én keresetet nyújtott be a *Delaware Court of Chancery* bírósághoz. Ebben kérte, hogy az *Unocal*-t tiltsák el a kizáró saját részvény-vásárlási ügylettől. Eddig az időpontig még egyetlen bíróság sem vizsgálta hasonló esetet. A bíróság április 26-án hallgatta meg a *Mesa* kérelmét. Ezt követően három nappal pedig ideiglenes intézkedésként eltiltotta az *Unocal*-t a kizáró saját részvény-vásárlási ügylettől, kivéve, ha a *Mesa* papírjaira is kiterjed az. Ezzel kapcsolatban 1985. május 1-én az *Unocal* fellebbezést nyújtott be a *Delaware Supreme Court* bírósághoz.⁸⁸⁷ A *Delaware Supreme Court* a helyzet kapcsán először is tisztázta, hogy az igazgatótanácsnak joga van a társaság ügyeinek intézésére, ide értve a saját részvényekkel folytatott ügyletet is, így visszavásárolhatta a társaság részvényeit. Ennek a felhatalmazásnak a birtokában a *Delaware* vállalatok igazgatótanácsainak tagjai szelektíven bánhatnak a részvényesekkel, ha egyedüli vagy elsődleges céljuk nem pusztán a hivatalban maradás.⁸⁸⁸ Továbbá az igazgatótanács kötelessége a vállalat megóvása az ésszerűen észlelt ártalomtól, tekintet nélkül annak forrására. Ezek a megfontolások meggyőzték arról a bíróságot, hogy az igazgatótanács nem pusztán egy passzív közreműködő, és hogy felhatalmazással rendelkezik a védekező célú, saját részvényekre vonatkozó ajánlat megtételére.⁸⁸⁹

A *Delaware Supreme Court* hangsúlyozta azt az elvet (hivatkozva a *Pogostin v. Rice* esetre)⁸⁹⁰, hogy a *business judgment rule* alkalmazandó a vállalatfelvásárlások viszonyában. Ezzel kapcsolatban megjegyezte, hogy e szabály abból a feltételezésből indul ki, mely szerint az igazgatók a vállalat legjobb érdekében hozzák meg döntésüket. Ezért egy bíróság nem fogja felcserélni megítélésével az igazgatótanácsét, amíg ez utóbbi döntése bármilyen

⁸⁸⁶ Lásd MOORE, Andrew G. T., *The Birth of Unocal – a Brief History*, Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 31. Issue 3. (2006) 873-874.; SCHUBERT, David J., *Unocal Corp v Mesa Petroleum Co.: A New Era of Fiduciary Duty*, Baylor Law Review, Vol. 38. (1986.) 700-701.

⁸⁸⁷ Lásd MOORE, Andrew G. T., *The Birth of Unocal – a Brief History*, Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 31. Issue 3. (2006) 874-875.

⁸⁸⁸ Lásd BAINBRIDGE, Stephen M., *UNOCAL at 20: Director Primacy in Corporate Takeovers*, Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 31. Issue 3. (2006.) 798. old.; SINGLETON, David R., *NOTES – Corporation Law – Corporations May Exclude Raiders from Defensive Self-Tender Offers in Warding Off Hostile Takeovers - Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985), Florida State University Law Review, Vol. 14. Issue 2. (1986) 309-310. old.

⁸⁸⁹ Lásd SINGLETON, David R., *NOTES – Corporation Law – Corporations May Exclude Raiders from Defensive Self-Tender Offers in Warding Off Hostile Takeovers - Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985), Florida State University Law Review, Vol. 14. Issue 2. (1986) 309-310. old., BAINBRIDGE, Stephen M., *UNOCAL at 20: Director Primacy in Corporate Takeovers*, Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 31. Issue 3. (2006) 796-797-799. old.

⁸⁹⁰ Lásd SINGLETON, David R., *NOTES – Corporation Law – Corporations May Exclude Raiders from Defensive Self-Tender Offers in Warding Off Hostile Takeovers - Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985), Florida State University Law Review, Vol. 14. Issue 2. (1986) 305., 309-310. old.,

racionális üzleti szándéknak tulajdonítható. Illetve a bíróságok nem fognak beavatkozni az igazgatótanács döntéseibe, hacsak nem hiányzik az annak alapjául szolgáló bármilyen rationális üzleti szándék.⁸⁹¹

Ezzel párhuzamosan a *Delaware Supreme Court* felismerte, hogy vállalatfelvásárlási helyzetekben „*az igazgatók szükségszerűen érdekkonfliktussal érintettek*” mivel az „*ajánlattevő társaság valószínűleg lecseréli az igazgatótanácsot.*”⁸⁹² Így az igazgatótanács részvényesekkel szembeni potenciális érdekkonfliktusára tekintettel a bírói felülvizsgálatnak bizonyos mértékben „*tolakodóbbnak*” kell lennie, mint a hagyományos *business judgement rule* alapján. A *Delaware* bíróság ezt a következőképpen fogalmazta meg: *Azon mindenütt jelenlevő „kísértetnél” fogva, mely szerint az igazgatótanács elsődlegesen saját érdekében léphet fel, inkább mintsem a társaság és részvényesei érdekében, jelentkezik egy kiterjesztett kötelezettség, mely bírósági vizsgálatot kíván meg, még mielőtt a business judgement rule által kínált védelemet tárgyalnánk.*⁸⁹³

A bíróság ezért létrehozott egy két részből álló vizsgálati módszert annak megállapítására, hogy az igazgatók elfogadhatnak-e adott esetben vállalatfelvásárlás-ellenes védekező intézkedéseket. A kezdeti bizonyítási teher ebben az esetben az igazgatótanácsra van, - ellentétben a *business judgement rule* hagyományos alkalmazásával.⁸⁹⁴ A teszt első része alapján az igazgatóknak ésszerű indokkal kell rendelkezniük arra vonatkozóan, hogy a vállalatfelvásárlás veszélyt jelent a vállalat által képviselt stratégiára és hatékonyságra nézve.⁸⁹⁵ Másrészt az elfogadott védekező intézkedéseknek meg kell felelniük az ésszerűség mércéjének⁸⁹⁶ a vállalatfelvásárlás által esetlegesen jelentett veszélyhez képest.⁸⁹⁷ Az igazgatók úgy bizonyíthatják ezen ésszerű indokok meglétét, hogy „*jóhiszeműen járnak el és megfelelő mértékű vizsgálatot folytatnak.*”⁸⁹⁸ A bíróság nem kívánt meg részvényesi

⁸⁹¹ Lásd SINGLETON, David R., *NOTES – Corporation Law – Corporations May Exclude Raiders from Defensive Self-Tender Offers in Warding Off Hostile Takeovers - Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985), Florida State University Law Review, Vol. 14. (1986) 309-310. old.

⁸⁹² Lásd MAGNUSON, William, *Takeover Regulation in the United States and Europe: an Institutional Approach*, Pace International Law Review, Vol. 21. Issue 1. (2009.) 214-215. old.

⁸⁹³ Lásd BAINBRIDGE, Stephen M., *UNOCAL at 20: Director Primacy in Corporate Takeovers*, Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 31. Issue 3. (2006.) 799. old.

⁸⁹⁴ Lásd BAINBRIDGE, Stephen M., *UNOCAL at 20: Director Primacy in Corporate Takeovers*, Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 31. Issue 3. (2006.) 799. old.

⁸⁹⁵ Lásd GORDON, Jeffrey N., „*Just Say Never?*” *Poison Pills, Deadhand Pills, and Shareholder-Adopted Bylaws: An Essay for Warren Buffett*, Cardozo Law Review, Vol. 19. Issues 1-2. (1997.) 523., 539.

⁸⁹⁶ Lásd OESTERLE, Dale A., *The Negotiation Model of Tender Offer Defenses and the Delaware Supreme Court*, Cornell Law Review, Vol. 72. Issue 1. (1986.) 117-118. old.

⁸⁹⁷ Lásd BALOTTI, Franklin, TRAVIS, Laster J., *Professor Coates Is Right Now Please Study Stockholder Voting*, University of Miami Law Review, Vol. 54. Issue 4. (2000.) 823. old.

⁸⁹⁸ Lásd KURP, Melissa M., *Corporate Takeover Defenses After QVC: Can Target Boards Prevent Hostile Tender Offers Without Breaching Their Fiduciary Duties?* Loyola University of Chicago Law Journal, Vol. 26.

beleegyezést az igazgatók által megtett védekező intézkedésekhez. A bíróság határozata alapvetően megerősítette az igazgatótanácsnak az angolszász vállalati jogban játszott hagyományos döntési elsőségét. Ez magában foglalja az igazgatótanácsnak azt a kötelezettségét, hogy megítélje, hogy egy ellenséges felvásárlási ajánlat a részvényesek érdekében áll-e.⁸⁹⁹

A *Delaware Supreme Court* az *Unocal* ügyben a fentiek alapján arra az álláspontra helyezkedett, hogy egy társaság az ellenséges felvásárlással versengő saját részvény visszavásárlási ajánlatából kizárhatja az ajánlattevő részvényeit. A bíróság szintén úgy vélte, hogy az igazgatótanács alárendelheti a spekulánsok érdekeit a „hosszabb távon” befektető részvényesekének. Érdemes még megemlíteni, hogy a bíróság jelentős kritikát kapott a kizáró jellegű csereajánlat (melyet *reverse greenmail*-ként is ismernek) elfogadása miatt. Ez pedig a *Securities and Exchange Commission*-t arra készítette, hogy a kérdésben új szabályozást alakítson ki. Az új szabályozás 1986. július 17-én lépett hatályba. Ez az általunk már bemutatott, ún. *all holders/best price* szabály.⁹⁰⁰

4.3.3. *Moran v. Household International Inc.* eset – az ún. *poison pill* védekezési módszer megítélése *Delaware* állam joggyakorlatában

Az „*Unocal*-teszt”⁹⁰¹ alapján *Delaware* államban a bíróság elfogadta az ún. *poison pill* módszerrel való védekezés lehetőségét⁹⁰² a *Moran v. Household International Inc.* esetben.⁹⁰³

Issue 1. (1994.) 34, 36-37. old.; MAGNUSON, William, *Takeover Regulation in the United States and Europe: an Institutional Approach*, Pace International Law Review, Vol. 21. Issue 1. (2009.) 214-215. old.

⁸⁹⁹ Lásd BAINBRIDGE, Stephen M., *UNOCAL at 20: Director Primacy in Corporate Takeovers*, Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 31. Issue 3. (2006.) 796–798. old., MAGNUSON, William, *Takeover Regulation in the United States and Europe: an Institutional Approach*, Pace International Law Review, Vol. 21. Issue 1. (2009.) 214-215. old.; HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 395. old.

⁹⁰⁰ Lásd OESTERLE, Dale A., *The Negotiation Modell of Tender Offer Defenses and the Delaware Supreme Court*, Cornell Law Review, Vol. 72. Issue 1. (1986.) 142-143. old.

⁹⁰¹ Az *Unocal*-teszt alkalmazására jelent jó példát a *Moore Corporation v. Wallace Computer Services, Inc.* eset. Ebben az ajánlattevő *Moore Corporation* javaslatot tett a céltársaságnak egy esetleges egyesüléssel kapcsolatban, mely visszautasításra került. Ekkor nyilvános vételi ajánlatot jelentett be 56 dolláros részvényenkénti áron a *Wallace Computer Services, Inc* társaságra. A *Moore* szintén szavazást kezdeményezett a céltársaság menedzsmentjének leváltására és az érvényben lévő *poison pill* visszavonására. Az 56 dolláros ár 27%-os felárat jelentett az ajánlatot megelőző piaci árhoz képest. A *Wallace* felkérte a *Goldman Sachs* befektetési bankházat az ajánlati ár objektív értékelésére. Megállapításuk szerint az ajánlati ár nem volt adekvát. Ennek megfelelően a *Wallace* 60 dollárra emelte az ajánlati árat, de a *Goldman Sachs* ezt is nem kellően adekvát ajánlatként értékelte. Az ügyben az eljáró bíróság megállapította, hogy a céltársaság igazgatótanácsa által alkalmazott intézkedések védekező jellegűek voltak, ezért alkalmazandó azok megítélésére az *Unocal*-teszt. A bíróság ezen továbblépve megállapította, hogy a *Moore Corporation* tevékenysége veszélyt jelentett, ugyanis az ajánlati ár nem volt megfelelőnek tekinthető az adott körülmények között. Ezért a *Wallace* igazgatótanácsának az a döntése, hogy nem vonja vissza a társaságban érvényes *poison pillt*, arányos volt, és ezért megfelel az *Unocal*-teszt követelményeinek. Így ebben az esetben is a *poison pill*-ek alkalmazásának lehetősége mellett tette le

Az ügy háttérét az képezte, hogy a *Household International* (mely egy diverzifikált holding vállalat volt) menedzsmentjét 1984 februárjában aggodalommal töltötte el a társaság esetleges vállalatfelvásárlási ajánlatokkal szembeni kitettsége. Úgy tűnt ugyanis, hogy a társaság papírjait likvidációs értékükhöz képest a piac jelentősen alulárázta. A *Household* jogi és pénzügyi tanácsadói ezt követően különböző alapszabály-módosításokat fogalmaztak meg, és egy *elsőbbségi részvény-szerzési jogról* szóló programot vázoltak fel az ellenséges ajánlatok (különösen egy ún. *kétlépcsős ajánlat*) eltántorítására. Az igazgatótanács 1984. augusztus 14-én tartott ülésén az igazgatók két órát szenteltek a javasolt alapszabály-módosítások és az *elsőbbségi részvény-szerzési jogra* vonatkozó program megtárgyalására, mielőtt megszavazták azok elfogadását. Érdeemes kiemelni, hogy nem volt folyamatban ellenséges felvásárlási tevékenység, mikor a *Household* igazgatótanácsa elfogadta a vállalatfelvásárlás elleni védekező eszközöket. Az igazgatótanács augusztusi ülésén az ún. *business judgement rule*-al támasztotta alá az elfogadás indokoltságát.⁹⁰⁴

Az *elsőbbségi részvény-szerzési jogra* vonatkozó program meglehetősen komplex volt. Először is minden részvényes egy jogot szerzett minden általa birtokolt törzsrészvény után. Ez tíz éves időszakra vonatkozóan azt tette lehetővé birtokosának, hogy megszerezze egy újonnan kibocsátott elsőbbségi részvénytartozó részvény esetében annak egy századát 100 dolláros, míg egy részvényt 10 000 dolláros áron. Ez olyan magas ár volt, melyet a részvények piaci árára tekintettel nem fizetne meg semelyik racionálisan eljáró személy sem (így a részvény-szerzési jog ebben az időszakban nem is rendelkezett konkrét értékkel). Ugyanakkor bizonyos kiváltó események hatására (amennyiben egy személy megszerzi a *Household* törzsrészvényeinek 20%-át, illetve jogot szerez azok megvételére vagy 20%-os szavazati jog gyakorlására, vagy egy 20%-os részesedéssel rendelkező csoport megalakítását jelenti be) az *elsőbbségi részvény-szerzési jogra* vonatkozó program átalakul. Ekkor a *részvény-szerzési jog* különválik, és be lehet cserélni a vételár megfizetése után elsőbbségi részvényre. A kiváltó események valamelyikének bekövetkezésének hiányában

voksát Delaware állam bírósága. Így bár a részvényesek 73,4%-a élt volna a *Moore* ajánlata által nyújtott lehetőséggel, a *Wallace* menedzsmentje számára engedélyezve lett, hogy nemet mondjon az ajánlatra a *poison pill* hatályban tartásával. Lásd THOMPSON, Samuel C., Jr., *Change of Control Board: Federal Preemption of the Law Governing a Target's Directors*, Mississippi Law Journal, Vol. 70. Issue 1. (2000.) 55. old.;

⁹⁰² Lásd BEBCHUK, Lucian Arye, COHEN, Alma & FERREL, Allen, *Does the Evidence Favor State Competition in Corporate Law?*, California Law Review, Vol. 90. Number 6. (2002.) 1803. old.

⁹⁰³ Lásd MAGNUSON, William, *Takeover Regulation in the United States and Europe: an Institutional Approach*, Pace International Law Review, Vol. 21. Issue 1. (2009.) 215. old.; KURP, Melissa M., *Corporate Takeover Defenses After QVC: Can Target Boards Prevent Hostile Tender Offers Without Breaching Their Fiduciary Duties?* Loyola University of Chicago Law Review, Vol. 26. Issue 1. (1994.) 37–38. old.; HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén (HVG-ORAC)*, Budapest, 2011.) 396. old.

⁹⁰⁴ Lásd WARREN, Gordon H., *Comments - "Poison Pill" Warrants and the Business Judgment Rule: Moran v. Household International, Inc.*, Oregon Law Review, Vol. 66. Issue 2. (1987) 379. old.

ugyanakkor e részvényszerzési jog kereskedelme a törzsrészvénnyel együtt történik anélkül, hogy befolyásolná annak értékét. A részvényszerzési jog vállalatfelvásárlásokat akadályozó hatását, azaz ún. méregpirula (*poison pill*) jellegét az adja meg, ha egy személy vételi vagy csereajánlatot jelent be a *Household* részvényeinek 30%-ára (kiváltó esemény). Ekkor ugyanis a jog átalakul (*flip over poison pill*), és lehetővé teszi a részvényeseknek, hogy 100 dollárért megvásárolják az ajánlattevő 200 dollárnyi törzsrészvényét, amennyiben az sikeresen megszerezte a *Household* társaságot. A társaság egyenként 50 cent ellenében visszavonhatta e jogot a 20%-os befolyásszerzés, mint kiváltó esemény bekövetkezése előtt. A részvények 30%-ára vonatkozó vételi ajánlatot, mint második kiváltó eseményt követően is lehetséges e jog visszavonása, ha az igazgatótanács hozzájárulását adja a vállalatfelvásárláshoz.⁹⁰⁵ Amennyiben a *Household* részvényeinek 30%-ára bejelentett vételi ajánlatot, mint kiváltó eseményt követően a részvényesek gyakorolják e jogot, ennek a *Delaware Court of Chancery* helytálló megfigyelése alapján azonnali és elsöprő erejű részvényfelhígító hatás lenne a következménye az ajánlattevő tőkéje tekintetében.⁹⁰⁶

A *Household* egyes részvényesei keresetet indítottak a *poison pill* érvénytelenítése érdekében. A *Delaware Court of Chancery* ugyanakkor úgy találta, hogy az *elsőbbségi részvény-szerzési jogra vonatkozó program* elfogadása a menedzseri döntéshozatal helyénvaló gyakorlása volt a *business judgement rule* alapján, továbbá a döntés az alperes *Household* érdekében született meg.⁹⁰⁷ A *Delaware Court of Chancery* egyetértett azzal az érveléssel, hogy az *elsőbbségi részvény-szerzési jogra vonatkozó program* elbizonytalaníthatja a vállalatfelvásárlási ajánlatokat. Kiemelte ugyanakkor, hogy a részvényeseknek nem volt szerződésen alapuló joga arra, hogy vállalatfelvásárlási ajánlatokat kapjanak, és így nem fosztották meg őket egy várható gazdasági lehetőségtől. Az igazgatótanács vállalatfelvásárlási ajánlatoknak való ellenállási képességét a jóhiszemű üzleti megítélés mérsékli a védekező intézkedések kidolgozása során.⁹⁰⁸ A keresetet benyújtó részvényesek fellebbeztek a *Supreme Court of Delaware* bíróságra. Az pedig megerősítette a döntést. Úgy találta, hogy az *elsőbbségi részvény-szerzési jogra vonatkozó program* elfogadása a *Household* igazgatótanácsának

⁹⁰⁵ Lásd WARREN, Gordon H., *Comments - "Poison Pill" Warrants and the Business Judgment Rule: Moran v. Household International, Inc.*, Oregon Law Review, Vol. 66. Issue 2. (1987) 380. old.

⁹⁰⁶ Lásd WARREN, Gordon H., *Comments - "Poison Pill" Warrants and the Business Judgment Rule: Moran v. Household International, Inc.*, Oregon Law Review, Vol. 66. Issue 2. (1987.) 379-381. old.; SCHERER, Steven J., *Delaware Supreme Court Ingests a Bitter Pill: Moran v. Household International, Inc.*, 500 A.2d 1346 (Del. 1985), Cincinnati Law Review, Vol. 55. Issue 3. (1987.) 873-874. old

⁹⁰⁷ Lásd SCHERER, Steven J., *Delaware Supreme Court Ingests a Bitter Pill: Moran v. Household International, Inc.*, 500 A.2d 1346 (Del. 1985), Cincinnati Law Review, Vol. 55. Issue 3. (1987.) 874. old.

⁹⁰⁸ Lásd WARREN, Gordon H., *Comments - "Poison Pill" Warrants and the Business Judgment Rule: Moran v. Household International, Inc.*, Oregon Law Review, Vol. 66. Issue 2. (1987) 379-381. old.

hatáskörébe tartozott, és az igazgatótanács megfelelt az ún. *business judgement rule* követelményének. A *részvény-szerzési jogra vonatkozó program* elfogadása ugyanis az üzleti döntéshozatal legitim gyakorlása volt.⁹⁰⁹ A *Delaware Supreme Court* határozata elsőként érintette az addigra már komoly népszerűsége szert tett vállalatfelvásárlás ellenes védekező eszköz, az ún. *poison pill* alkalmazásának lehetőségét. Elemzésében a *Delaware Supreme Court* elsősorban arra helyezte a hangsúlyt, hogy vajon a *Household* igazgatótanácsa rendelkezett-e felhatalmazással a *poison pill* elfogadására az *elsőbbségi részvény-szerzési jogra vonatkozó program* keretében. A felperesek azt állították, hogy *Delaware* állam társasági jogának (*Delaware General Corporation Law*) egyetlen rendelkezése sem ad felhatalmazást az igazgatótanácsnak ebben a tekintetben. Az alperes (*Household*) ezzel párhuzamosan arra hivatkozott, hogy *Delaware* állam társasági jogának (*Delaware General Corporation Law*) 8. címében szereplő 151 (g) és 157. szakasz biztosítja az erre vonatkozó felhatalmazást.⁹¹⁰

Az eljáró bíróság a hatályos szabályozást és a felek érveit megvizsgálva arra a következtetésre jutott, hogy az igazgatótanácsnak megfelelő jogi alapja volt az *elsőbbségi részvény-szerzési jogra vonatkozó program* elfogadására, és ez csak minimális hatással volt a részvényesek vállalatfelvásárlási ajánlatokhoz való jogára. Ez alapján a bíróságnak döntenie kellett azon norma tekintetében, mely alapján a *Household* igazgatótanácsának magatartását indokolt megítélni. Ezzel kapcsolatban a bíróság a legfontosabb kérdésnek azt tekintette, hogy a *részvény-szerzési jogra vonatkozó program* elfogadását az ún. *business judgement rule* alapján kell-e megítélni. A *Delaware Supreme Court*-nak az *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.* ügyben eljáró bírái úgy foglaltak állást, hogy a *business judgement rule* alkalmazandó azokban az esetekben, amikor a társaság szándéka a vállalatfelvásárlási helyzetek megakadályozása. Ez alapján pedig a *Moran v. Household International Inc.* esetben eljáró bíróság álláspontja szerint még inkább alkalmazandó a *Household* *elsőbbségi részvény-szerzési jogra vonatkozó programja* kapcsán. A *Moran v. Household International Inc.* esetben a bíróság egyértelműen elkülönítette a *Household* igazgatótanácsának egy előre megtervezett védekezési stratégia kialakítására vonatkozó tevékenységét azoktól az esetektől, melyben a társaság vezetése egy már jelenlévő, konkrét veszélyre válaszolt. A bíróság megítélése alapján ebben az esetben sem vesztette el az igazgatótanács a *business judgement*

⁹⁰⁹ Lásd SCHERER, Steven J., *Delaware Supreme Court Ingests a Bitter Pill: Moran v. Household International, Inc.*, 500 A.2d 1346 (Del. 1985), Cincinnati Law Review, Vol. 55. Issue 3. (1987.) 874. old.

⁹¹⁰ Lásd SCHERER, Steven J., *Delaware Supreme Court Ingests a Bitter Pill: Moran v. Household International, Inc.*, 500 A.2d 1346 (Del. 1985), Cincinnati Law Review, Vol. 55. Issue 3. (1987.) 879. old.

rule által nyújtott védelmet. Sőt, ebben a helyzetben még indokoltabbnak látta a *business judgement rule* alkalmazását.⁹¹¹

Miután a bíróság alkalmazandónak találta a *Moran v. Household International Inc.* esetben a *business judgement rule* szabályát, következő lépésben annak pontos, jelen helyzetben érvényes definícióját kellett meghatároznia. A bíróság ezt egy vélelemként értelmezte arra vonatkozóan, hogy egy társaság igazgatói az üzleti döntések meghozatala során informált alapon és jóhiszeműen jártak el, abban az őszinte meggyőződésben, hogy a megtett intézkedés a társaság legjobb érdekét szolgálta. A védekező intézkedések alkalmazásának tekintetében pedig hivatkozott a bíróság az *Unocal* döntésre, mely szerint a bizonyítási teher az igazgatótanácson van, amennyiben védekező intézkedések képezik az eljárás tárgyát. Az igazgatók úgy tudnak megfelelni a bizonyítási tehernek, ha „jóhiszeműen járnak el és ésszerű mértékű vizsgálatot folytatnak”. Az igazgatóknak szintén be kell tudniuk mutatni, hogy a védekező intézkedések indokoltak voltak a fenyegető veszélyhez viszonyítva.⁹¹²

A konkrét ügyben a fentieket figyelembe véve a *Delaware Supreme Court* arra a következtetésre jutott, hogy a *részvénytörvény-jogra vonatkozó program* elfogadása kapcsán nem tapasztalható rosszhiszeműsége utaló jel, mely az igazgatótanács saját pozíciójának megőrzését szolgáló intézkedéseire utalna. Az *ésszerű mértékű vizsgálat* meglétének megítélése a bíróságnak már komolyabb fejtörést okozott, ugyanakkor a *Smith v. Van Gorkom* ügyben alkalmazott normát segítségül hívva megállapította, hogy az igazgatótanács magatartása kapcsán nem állapítható meg vétkes gondatlanság, és megfelelő gondossággal járt el. Végezetül a *Delaware Supreme Court* azt vizsgálta meg, hogy az alkalmazott védekező intézkedések alkalmazása, így a *részvénytörvény-jogra vonatkozó program* elfogadása ésszerűnek minősíthető-e a megjelenő fenyegetéshez képest. Ennek kapcsán a bíróság a *Household* által észlelt veszélyt röviden megtárgyalta. Ez alapján arra a következtetésre jutott, hogy az alkalmazott *részvénytörvény-jogra vonatkozó program* ésszerű védekező intézkedés volt a társaság védelmében a piacon alkalmazott kényszerítő jellegű felvásárlási technikákkal szemben. A bíróság véleményét egy kikötéssel zárta a *részvénytörvény-jogra vonatkozó program* alkalmazása tekintetében. A *részvénytörvény-jogra vonatkozó program* elfogadásával kapcsolatban a *Delaware Supreme Court* arra a következtetésre jutott, hogy az a *business judgement rule* által nyújtott védelmben részesül. Viszont a *részvénytörvény-jogra vonatkozó program* igazgatók általi végrehajtását csak akkor

⁹¹¹ Lásd SCHERER, Steven J., *Delaware Supreme Court Ingests a Bitter Pill: Moran v. Household International, Inc.*, 500 A.2d 1346 (Del. 1985), Cincinnati Law Review, Vol. 55. Issue 3. (1987.) 883. old.

⁹¹² Lásd SCHERER, Steven J., *Delaware Supreme Court Ingests a Bitter Pill: Moran v. Household International, Inc.*, 500 A.2d 1346 (Del. 1985), Cincinnati Law Review, Vol. 55. Issue 3. (1987.) 883-884. old.

lehet értékelni a bíróság véleménye szerint, amikor egy konkrét vállalatfelvásárlási ajánlat megjelenik.⁹¹³ Ebben az esetben tehát a bíróság úgy foglalt állást, hogy egy vállalatfelvásárlás elleni védekező intézkedés alkalmazásának jogosságát csak egy konkrét vállalatfelvásárlási ajánlat tükrében lehet megítélni.

Ez az elv érvényesült például a *City Capital Associates v. Interco, Inc.* esetben. A *Delaware Chancery Court* az *Unocal*-teszt alapján 1988-ban a *City Capital Associates v. Interco, Inc.* eset kapcsán hozott határozatában ugyanis úgy érvelt, hogy a részvényesek számára valóban létezett veszély, és az *Interco* igazgatótanácsa indokoltan vélhette úgy, hogy az először tett nyilvános vételi ajánlat ajánlati ára nem volt megfelelő.⁹¹⁴ A nem megfelelő ellenértékben a részvényesek számára megnyilvánuló veszélyt ugyanakkor jelentősen csökkentette az *Interco* saját szerkezetátalakítási terve és az ajánlattevő által tett magasabb árajánlat. Így ezt követően a *poison pill* fenntartása már aránytalan mértékű védekezési intézkedés az esetlegesen fennmaradt veszélyhez képest.⁹¹⁵

4.3.4. A *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.* eset – az igazgatótanács helyes magatartása a vállalat értékesítése során

Az *Unocal* eset után egy évvel a *Delaware Supreme Court* számára a *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.* esetben lehetőség kínálkozott arra, hogy még pontosabban körülhatárolja az igazgatótanács intézkedési szabadságát vállalatfelvásárlási

⁹¹³ Lásd SCHERER, Steven J., *Delaware Supreme Court Ingests a Bitter Pill: Moran v. Household International, Inc.*, 500 A.2d 1346 (Del. 1985), *Cincinnati Law Review*, Vol. 55. Issue 3. (1987.) 884. old.

⁹¹⁴ Ebben az esetben a vállalatfelvásárlási ajánlat célpontja az *Interco* vállalatkonglomerátum volt, mely számos független, önálló irányítás alatt lévő, eltérő tevékenységű divízióból állt. Ezek jelentették a vállalatfelvásárlások legkedveltebb célpontjait az 1980-as években. Az *Interco* részvényei 40 dollár körüli értéken forogtak a tőzsdén, amikor a *Rales testvérek* (Mitchell P. és Steven M. Rales) 64 dolláros, majd gyorsan 70 dollárra emelt, teljesen készpénzben fizetendő ajánlatukat megtették. Miután az *Interco* igazgatótanácsa visszautasította az ajánlatot, tovább emelték az ajánlati árat részvényenként 72 dollárra. A céltársaság igazgatótanácsa a vállalat pénzügyi átstrukturálásával szándékozott védekezni az ajánlat ellen. Ez magában foglalta nagy összegű készpénzben fizetendő osztalék nyújtását, egy üzletág eladását és nagyarányú hitelfelvételt. Az *Interco* az átstrukturálás következtében a társaság részvényárfolyamát 76 dollár körül tartotta reálisnak, mely leképezte volna a nagymértékű osztalékfizetés ígértét, illetve a társaság magas eladósodottsági szinttel rendelkező maradványának értékét. A piac azonban ezt követően sem értékelte 70 dollár fölé a társaság papírjait, míg a *Rales testvérek* 74 dolláros ajánlatot tettek, és pert indítottak az *Interco* vezetése ellen a felvásárlást akadályozó *poison pill* védekezés visszavonásáért és a társaság feltökésítését célzó intézkedések nem megengedett védekező intézkedéssé minősítéséért. Lásd KIHLSSTROM, Richard E., WACHTER, Michael L., *Corporate Policy and the Coherence of Delaware Takeover Law*, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 152. Issue 2. (2003) 559. old.

⁹¹⁵ Lásd KIHLSSTROM, Richard E., WACHTER, Michael L.: *Corporate Policy and the Coherence of Delaware Takeover Law*, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 152. Issue 2. (2003) 559–560. old., HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 396. old.

helyzetekben.⁹¹⁶ Eszerint, ha egy társaság eladása már folyamatban van, akkor az igazgatótanács kötelessége a társaság védelméről és fenntartásáról megváltozik a „legmagasabb ár elérésére a részvényesek javára.” Ennek értelmében az igazgatók mintegy „árverésvezetőként” funkcionálnak. Feladatuk annak biztosítása, hogy a részvények eladása a legmagasabb ajánlatot tevőnek történjen meg, és ne próbáljanak megghiúsítani egy ilyen ajánlatot.⁹¹⁷ A konkrét ügyben megállapította a bíróság, hogy amikor a *Revlon* igazgatótanácsa a társaság eladása mellett döntött, akkor kötelessége lett volna biztosítani minden ajánlattevő számára, hogy egyenlő esélyekkel vegyenek részt a tárgyalásokban.⁹¹⁸

A *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, ügyben a *Delaware Supreme Court* a céltársaság igazgatóinak azon kötelezettségére helyezte a hangsúlyt, mely szerint független „árverésvezetőként” kell eljárniuk a társaság vagy annak eszközeinek értékesítése során. Ez alapján egy aktív „aukciót” folytatnak le a céltársaság tekintetében, miáltal a legjobb ár és feltételek realizálhatóak. Ez pedig nagyobb lehetőséget biztosít a részvényesek számára, hogy végső soron a lehető legjobb árat kapják részvényeikért. Értelmezve a bíróság döntését, annak egyenes következménye, hogy a céltársaság lehetséges ajánlattevőinek (vevőinek) joguk van „versengeni” a céltársaság akvizíciója során.

1985 augusztusában (egy baráti felvásárlásra irányuló próbálkozást követően) a *Pantry Pride* ellenséges felvásárlási ajánlatot jelentett be a *Revlon* részvényeire azzal a szándékkal, hogy az ajánlat költségeit a vállalat későbbi értékesítésével finanszírozza. A *Revlon* igazgatótanácsa augusztus 19-i ülésén vizsgálta meg és értékelte az ajánlatot, és döntött a válaszról. Az igazgatótanácsnak nyújtott állásfoglalásában a tanácsadóként felkért befektetési bank úgy értékelte, hogy az ajánlatban szereplő 45 dolláros részvényenkénti ár túl alacsony. A tanácsadó úgy vélte, hogy a *Pantry Pride* ún. *bóvli-kötvényekből* fogja finanszírozni ajánlatát, melyet a *Revlon* társaság részenkénti értékesítése követ majd. Ez pedig részvényenként akár 60-70 dollárt is jelenthet. Másrészt a *Revlon* egészben történő értékesítése során is részvényenként az 50 dolláros ársáv közepén kellene alakulnia az ellenértéknek.⁹¹⁹

⁹¹⁶ Lásd MAGNUSON, William, *Takeover Regulation in the United States and Europe: an Institutional Approach*, Pace International Law Review, Vol. 21. Issue 1. (2009.) 215. old.

⁹¹⁷ Lásd MAGNUSON, William, *Takeover Regulation in the United States and Europe: an Institutional Approach*, Pace International Law Review, Vol. 21. Issue 1. (2009.) 215. old.

⁹¹⁸ Lásd KURP, Melissa M., *Corporate Takeover Defenses After QVC: Can Target Boards Prevent Hostile Tender Offers Without Breaching Their Fiduciary Duties?* Loyola University of Chicago Law Review, Vol. 26. Issue 1. (1994.) 40. old.

⁹¹⁹ Lásd WHITE, David S., *Auctioning the Corporate Bastion: Delaware Readjusts the Business Judgment Rule in Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, Southwestern Law Journal, Vol. 40. Issue 4. (1986) 1117. old.

Ezt követően a társaság tanácsadója azt javasolta a vállalat igazgatóinak, hogy kétszeres védekező intézkedést fogadjanak el. Egyrészt egy intenzív saját részvény-visszavásárlási ügyletet javasoltak, melynek keretében a *Revlon* visszavásárolja részvényei (több mint 33 millió részvénye) körülbelül egy hatodát. Másrészt egy különleges *poison pill* elfogadását is ajánlották. Ez minden *Revlon* részvényes számára minden részvénye mellé egy kötelezvény megszerzésére vonatkozó jogot biztosítana. A kötelezvény megszerzésére vonatkozó jog lehetővé tenné a részvénybirtokos számára, hogy elcserélje törzsrészvényét egy 65 dollár értékű kötelezvényre, ha bármely részvényes megszerezne a társaság papírjainak 20%-át vagy annál többet. Az igazgatótanácsnak lehetősége van visszavonni e különleges jogot a kiváltók bekövetkezte előtt darabonként 10 cent megváltás kifizetésével. A 20%-os, vagy annál nagyobb részesedést megszerző részvényes kizárásra került ebből a programból. Mindkét javasolt megoldást elfogadta a *Revlon* igazgatótanácsa.⁹²⁰

Augusztus 23-án a *Pantry Pride* készpénz ellenértéket biztosító, 47.50 dolláros részvényenkénti áron vételi ajánlatot jelentett be a *Revlon* papírjaira. A *Revlon* válaszlépésül augusztus 29-én egy olyan programmal állt elő, hogy becserél maximálisan 10 millió darabot részvényei közül alárendelt (hátrasorolt) kötelezvényre 47.50 dolláros áron. Az ügylethez egy olyan kötelezettségvállalás is kapcsolódott, mely korlátozta a *Revlon* igazgatótanácsát a további hitelfelvételben, és azt az igazgatótanács független tagjainak hozzájárulásához kötötte. Ez az akció azonnali sikert hozott, ugyanis a részvényesek a közkézen lévő részvények 87%-át kívánták volna beváltani e kötelezvényekért. A *Revlon* a felajánlott részvények közül a maximális 10 millió részvényt vette át arányosan. A *Pantry Pride* szeptember folyamán sikertelenül próbálta elérni a *poison pill* visszavonását. A *Revlon* ezek alapján úgy tűnt, sikeresen blokkolta a *Pantry Pride* felvásárlási törekvéseit. Ugyanakkor a *Pantry Pride* szeptember végén ajánlatát 50 dollárra, majd ezt követően gyorsan 53, illetve 56.25 dollárra emelte.⁹²¹

Ezt megelőzően, még szeptember folyamán az igazgatótanács felhatalmazást adott a *Revlon* menedzsermentjének, hogy tárgyalásokat folytassanak a *Revlon* esetleg megszerezni kívánó más érdekeltekkel. Október 3-án a *Revlon* igazgatótanácsa összegyűlt, hogy megvitassa az így felmerült ajánlatokat, és elfogadta a *Forstmann Little & Co.* hitelből finanszírozott kivásárlási ajánlatát. A *Forstmann* 56 dolláros részvényenkénti árat ajánlott. A *Forstmann* szintén

⁹²⁰ Lásd WHITE, David S., *Auctioning the Corporate Bastion: Delaware Readjusts the Business Judgment Rule in Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, *Southwestern Law Journal*, Vol. 40. Issue 4. (1986) 1117-1118. old.

⁹²¹ Lásd WHITE, David S., *Auctioning the Corporate Bastion: Delaware Readjusts the Business Judgment Rule in Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, *Southwestern Law Journal*, Vol. 40. Issue 4. (1986) 1118. old.

beleegyezett abba, hogy átvállalja a *Revlon* 475 millió dolláros kötelezettségét, mely a lefolytatott kötelezvényvásárlási programja kapcsán merült fel. A *Revlon* pedig beleegyezett az ún. *poison pill* visszavonásába, és lemondott a kötelezvényvásárlási program kapcsán tett kötelezettségvállalásról (tehát a további hitelfelvétel korlátozásáról) a *Forstmann* vagy bármely olyan fél irányába, amely előnyösebb ajánlatot tesz.⁹²²

Amit a megállapodásról értesült a piac, a kötelezvények értéke zuhanni kezdett, hiszen már nem biztosította őket a további hitelfelvételt korlátozó kötelezettségvállalás. A kötelezvények tulajdonosai jogi lépések megtételével fenyegettek. Ezt követően a *Pantry Pride* 56.25 dollárra emelte az általa kínált ajánlati árat. Négy nappal később a *Forstmann* 57.25 dollárt ajánlott fel részvényenként, és beleegyezett a kötelezvények támogatásába, a *Revlon* által biztosított bizonyos feltételekért cserébe.⁹²³

Az ügy akkor lépett bírósági szakaszba, amikor a *Pantry Pride* irányító részvényese, a *MacAndrews & Forbes Holdings*, keresetet indított bizonyos olyan tranzakcióktól való eltiltás érdekében, melyek célja az volt, hogy megghiúsítsa a *Pantry Pride* vállalatnak a *Revlon* felvásárlására irányuló törekvéseit. Ugyanis az akvizíció folyamata során úgy tűnt álláspontja szerint, hogy a *Revlon* egy másik ajánlattevő (a *Forstmann Little & Co.*) irányába részrehajlást mutatott. Ez abban nyilvánult meg, hogy a *Forstmann* hozzájutott bizonyos információkhoz, exkluzív megállapodásokhoz, és olyan előnyös lehetőségekhez, melyek nem voltak biztosítva a *Pantry Pride* számára. Ez pedig azt eredményezte, hogy a *Pantry Pride* egyenlőtlen feltételek mellett versengett a vállalat feletti irányítás megszerzéséért.⁹²⁴

Így a *Forstmann* 57.25 dolláros (és a vállalat által kiadott kötelezvény tulajdonosainak érdekeit is figyelembe vevő) ajánlata kapcsán a *Revlon* például ún. *lock-up megállapodást* kötött a *Forstmann* vállalattal. Az ún. „*lock-up*” opció fogalma vállalatfelvásárlások esetében – így jelen esetben is – úgy határozható meg, mint bármilyen olyan eszköz, melyet úgy alakítottak ki, hogy növelje egy céltársaság sikeres felvásárlásának esélyét egy adott ajánlattevő által, és hogy eltántorítsa, akadályozza vagy megelőzze más ajánlattevők versengő ajánlatainak benyújtását. Az ún. „*asset lock-up option*”, vagy „*eszköz-zárolási opció*” alapján bizonyos társasági eszközöket kedvezőbb áron tesznek hozzáférhetővé egy ajánlattevőnek, mint amennyit rendes értékesítésük hozna. Ezzel pedig kizárni törekednek a céltársaságra

⁹²² Lásd WHITE, David S., *Auctioning the Corporate Bastion: Delaware Readjusts the Business Judgment Rule in Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, Southwestern Law Journal, Vol. 40. Issue 4. (1986) 1118-1119. old.

⁹²³ WHITE, David S., *Auctioning the Corporate Bastion: Delaware Readjusts the Business Judgment Rule in Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, Southwestern Law Journal, Vol. 40. Issue 4. (1986) 1119. old.

⁹²⁴ Lásd SORENSEN, Judi G., *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.: Do Suitors of a Target Corporation Have a „Right to Compete”?* Idaho Law Review, Vol. 25. Issue 2. (1988-1989) 441-442. old.

teendő további ajánlatok lehetőségét.⁹²⁵ A konkrét ügyben ez azt jelentette, hogy a *Forstmann* megvásárolhatott két, általa választott *Revlon* divíziót a piaci ár alatt kb. 100-175 millió dollárral. Az ajánlattétel kapcsán kötött megállapodás szintén tartalmazott egy ún. *kizárólagossági rendelkezést (no-shop provision)*. Az ún. „*no-shop provision*” vállalatfelvásárlások esetében – így jelen esetben is – egy megállapodás a kiváltságos (előnyben részesített) ajánlattevő és a céltársaság igazgatótanácsa között. Ez tartózkodást ír elő a céltársaság igazgatótanácsának más ajánlatok aktív keresésére vonatkozóan, illetve hogy versengő ajánlattevőkkel való megállapodások tekintetében, amíg a részvényesek nem döntenek ennek az ügyletnek a sorsáról. A megállapodás rendszerint úgy kerül kialakításra, hogy a legszükségesebb minimális mértékűre (mely épp még megfelel az igazgatók részvényesek felé fennálló *bizalmi kötelezettségének*) csökkenti a céltársaság igazgatóinak más ajánlattevőknek nyújtott segítségét, támogatását.⁹²⁶ A *Revlon* szintén vállalta a vállalatfelvásárlás során védekező intézkedésként kibocsátott kötelezvény megszerzésére vonatkozó jogok megváltását és a kötelezvényvásárlási programhoz kapcsolódó kötelezettségvállalásról való lemondást. Ezen túlmenően 25 millió dolláros ún. *meghiúsulási díjat* kellett letétbe helyeznie a *Forstmann* javára. Ezt akkor kellett volna kifizetni a *Forstmann* részére, amennyiben a megállapodás megghiúsul, vagy ha egy másik ajánlattevő megszerezte volna a *Revlon* törzsrészvényeinek 19.9%-át, vagy ennél nagyobb részesedést. A *Revlon* igazgatótanácsa elfogadta a *Forstmann* ajánlatát, és ennek egyik indokaként a kötelezvények birtokosainak védelmét nevezte meg.⁹²⁷ Ezek a rendelkezések pedig láthatóan azzal a hatással jártak, hogy megakadályozták a céltársaság feletti irányítás megszerzéséért folytatható aktív versengést.⁹²⁸

Az esetet a *Delaware Supreme Court* alapvetően két szempontból közelítette meg. Egyrészt meghatározta azokat a körülményeket, amelyek fennállásakor az ún. *lock-up opció*, az ún. *poison pill* vagy az ún. *meghiúsulási díj* elfogadása indokolt, és ezeket védi az ún. *business*

⁹²⁵ Lásd SORENSEN, Judi G., *Revlon, Inc. v. MacAndrews & (and) Forbes Holdings, Inc. v. Do Suitors of a Target Corporation Have a Right to Compete*, Idaho Law Review, Vol. 25. Issue 2. (1988-1989) 452. old.

⁹²⁶ Lásd SORENSEN, Judi G., *Revlon, Inc. v. MacAndrews & (and) Forbes Holdings, Inc. v. Do Suitors of a Target Corporation Have a Right to Compete*, Idaho Law Review, Vol. 25. Issue 2. (1988-1989) 451. old.

⁹²⁷ Lásd WHITE, David S., *Auctioning the Corporate Bastion: Delaware Readjusts the Business Judgment Rule in Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, Southwestern Law Journal, Vol. 40. Issue 4. (1986) 1119. old.

⁹²⁸ Lásd SORENSEN, Judi G., *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.: Do Suitors of a Target Corporation Have a „Right to Compete”?* Idaho Law Review, Vol. 25. Issue 2. (1988-1989) 441-442. old.

judgement rule. Másrészt a bíróság körülhatárolta, hogy az igazgatótanács milyen mértékben mérlegelheti döntései hatását a részvényeseken kívüli csoportokra.⁹²⁹

A bíróság kiindulásul megerősítette a vállalatfelvásárlási helyzetek speciális természetét. Mivel az egyesülések és vállalatfelvásárlások veszélyeztetik az igazgatók pozícióját, ezért az érdekkonfliktus elkerülhetetlen. Ez alapján ellentétes törekvésekre ösztönzik az igazgatókat a részvényesek felé fennálló kötelezettségeik, illetve azon vágyuk, hogy továbbra is hivatalban maradhassanak. Éppen ezért a vállalatok feletti irányítás megszerzésére irányuló tevékenység felmerülése esetén a bíróság alaposabban vizsgálja az igazgatók magatartását. Ennek során az igazgatókra helyeződik a bizonyítási teher annak alátámasztásakor, hogy ésszerű indokuk volt feltételezni a társaság által képviselt stratégiára és hatékonyságra nézve jelenlévő veszélyt. Az igazgatók úgy tehetnek eleget e bizonyítási tehernek, hogy jóhiszeműen járnak el és ésszerű mértékű vizsgálatot folytatnak. Ha az igazgatók ennek a normának meg tudtak felelni, akkor kerül sor a vizsgálat következő lépésére. Azt is be kell tudniuk ugyanis mutatni, hogy a védekező intézkedés ésszerű mértékű volt a jelenlévő veszélyhez képest.⁹³⁰

A *Delaware Supreme Court* először is körültekintően megvizsgálta az ún. *poison pill*, tehát jelen esetben a kötelezvény megszerzésére vonatkozó jog elfogadásának körülményeit. A konkrét ügyben először is arra a következtetésre jutott, hogy a *Revlon* igazgatótanácsa indokoltan tekintette nem megfelelőnek a *Pantry Pride* 45 dolláros ajánlatát a külső tanácsadótól kapott információk alapján. A bíróság megvizsgálta az igazgatótanács azon lépését, mellyel további információt kért a pénzügyi tanácsadótól arra vonatkozóan, hogy a *Pantry Pride* miként fogja finanszírozni a vállalatfelvásárlást. Ezt a bíróság elegendő bizonyítékként értékelte a jóhiszeműsége és a felmerült veszély megfelelő mértékű vizsgálatára. A *kötelezvény megszerzésére vonatkozó jog (poison pill)* pedig az igazgatók *fiduciárius kötelezettségével* összhangban védte a részvényeseket. A bíróság szerint ezt az állítást alátámasztja, hogy elsődlegesen a *poison pill* megjelenése indokolta a *Pantry Pride* ajánlati árának megemelkedését 42 dollárról 58 dolláros magasságba.⁹³¹

A bíróság hasonló következtetésre jutott a *kötelezvényeszerzési programmal* kapcsolatban. A bíróság álláspontja szerint augusztus 29-én történt elfogadásakor az ésszerű volt a jelenlévő

⁹²⁹ Lásd WHITE, David S., *Auctioning the Corporate Bastion: Delaware Readjusts the Business Judgment Rule in Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, *Southwestern Law Journal*, Vol. 40. Issue 4. (1986) 1128. old.

⁹³⁰ Lásd WHITE, David S., *Auctioning the Corporate Bastion: Delaware Readjusts the Business Judgment Rule in Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, *Southwestern Law Journal*, Vol. 40. Issue 4. (1986) 1128. old.

⁹³¹ Lásd WHITE, David S., *Auctioning the Corporate Bastion: Delaware Readjusts the Business Judgment Rule in Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, *Southwestern Law Journal*, Vol. 40. Issue 4. (1986) 1128-1129. old.

veszélyhez képest. Az igazgatótanács továbbá csak jóhiszemű vizsgálatot követően döntött az elfogadásról.⁹³²

Ugyanakkor az igazgatótanács október 3-i (*white knight* keresése) és október 12-i (*Forstmann* ajánlatának és a kapcsolódó feltételeknek az elfogadása) közömbösítette a *kötelezvény megszerzésére vonatkozó jog* és a *kötelezvénytárszerzési program* bármilyen további hasznosságát. Ezen a napon ugyanis az igazgatók döntöttek a *kötelezvény megszerzésére vonatkozó jogok* visszavonásáról, és így megszűnt ezek vállalatfelvásárlást akadályozó hatása. Még fontosabb, hogy az igazgatótanács elismerte a vállalat elkerülhetetlen értékesítését a *white knight* keresésére való felhatalmazással. A barátinak minősített ajánlattevővel (*white knight*) való tárgyalásról hozott döntéssel pedig az igazgatók szerepe megváltozott a társaság „védelmezőiből” árverésvezetőkké, kiknek feladata a társaságért fizetendő legjobb ár elérése.⁹³³

A *Forstmann* vállalattal kötött ún. *lock-up* és ún. *no-shop* megállapodások megítélésében a bíróság nem az igazgatók gondossági kötelezettségére (*duty of care*) fókuszált az ésszerű döntések meghozatala tekintetében, hanem a lojalitási kötelezettségükre (*duty of loyalty*). Ez alapján, ha a társaságot értékesítik, a részvényesek számára a legjobb ár elérésén kívül eső bármilyen más indíték beleütközik az igazgatótanács lojalitási kötelezettségébe. A bíróság megfigyelései alapján a társaság használhat arra egy ún. *lock-up* megállapodást, hogy ajánlattételre csábítson egy olyan versengő ajánlattevőt, aki egyébként nem lenne erre hajlandó. Ugyanakkor, ha egy ún. *lock-up* megállapodás zárja le és dönti el a vállalat feletti irányításért folytatott versenyt, akkor az a részvényesek számára káros, és ezért megengedhetetlen. A *Delaware Supreme Court* az ún. *lock-up* megállapodással kapcsolatos indoklásához a *United States Courts of Appeal for the Second Circuit*⁹³⁴ bíróság által a *Hanson Trust PLC v. ML SCM Acquisitions, Inc.* ügyben hozott ítéletét hívta segítségül. Ebben az ügyben a céltársaság menedzsmentjét erőteljes önérték fűzte az ún. *lock-up* megállapodáshoz, az igazgatótanács pedig elmulasztott meggyőződni arról, hogy a vonatkozó tárgyalásokat csak a részvényesekhez „lojális” igazgatók folytatták le.⁹³⁵ A *Revlon* ügyben a

⁹³² Lásd WHITE, David S., *Auctioning the Corporate Bastion: Delaware Readjusts the Business Judgment Rule in Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, *Southwestern Law Journal*, Vol. 40. Issue 4. (1986) 1129. old.

⁹³³ Lásd WHITE, David S., *Auctioning the Corporate Bastion: Delaware Readjusts the Business Judgment Rule in Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, *Southwestern Law Journal*, Vol. 40. Issue 4. (1986) 1129. old.

⁹³⁴ *United States Courts of Appeal for the Second Circuit* az Egyesült Államokban található tizenhárom fellebbviteli bíróság egyike, melynek joghatósága Connecticut, New York, és Vermont államokra terjed ki.

⁹³⁵ Lásd WHITE, David S., *Auctioning the Corporate Bastion: Delaware Readjusts the Business Judgment Rule in Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, *Southwestern Law Journal*, Vol. 40. Issue 4. (1986) 1129. old.

bíróság szintén megkérdőjelezte az igazgatók motivációját a *Forstmann* ajánlatának előnyben részesítése kapcsán. Mivel a két ajánlat árában tetten érhető különbség minimális volt, ezért a bíróság azt a következtetést vonta le, hogy az igazgatótanács egyetlen indoka az ún. *lock-up* megállapodás megkötésében a kötelezvénytulajdonosok védelme volt. Bár a kötelezvénytulajdonosok megnyugtató (vizontbiztosítása) lehetséges, hogy megszabadította az igazgatókat a személyes felelősség egy problémás forrásától, de nem jelentett előnyt a részvényeseknek. A bíróság visszautasította az ún. *lock-up* fenntartását, ugyanis az igazgatók nem tudták bemutatni sem az önérdék hiányát, sem bármilyen javulást a végső ajánlatban. A bíróság hasonló indokok miatt tiltotta meg az ún. *no-shop* megállapodás alkalmazását is.⁹³⁶

Ezt követően álláspontja második részében a bíróság azokat a körülményeket vizsgálta meg, amelyek alapján az igazgatótanács tekintetbe vehetné vállalatfelvásárlási helyzetekben a részvényeseken kívül a társaságban jelenlévő egyéb érdekelték érdekeit. Az ún. *lock-up* megállapodás védelmében az igazgatók úgy érveltek, hogy az *Unocal* döntés lehetővé tette a részvényeseken kívüli érdekelték figyelembe vételét, és az ún. *lock-up* megállapodás a kötelezvénytulajdonosok érdekeit védte. A kötelezvénytulajdonosok ugyanis a *Forstmann* társasággal kötött megállapodás értelmében olyan új kötelezvényeket kaptak volna, melyek értéke a régi kötelezvényeik eredeti árának felelne meg.⁹³⁷ A bíróság felismerte, hogy a kötelezvénytulajdonosok védelmének a megállapodás szerves részévé tételével az igazgatók önmagukat védték a felháborodott kötvénytulajdonosok általi perekétől. Így a vállalatfelvásárlási helyzetekben mindig jelenlévő érdekkonfliktus erősödött, mely megemelte az igazgatókon lévő terhet tevékenységük részvényesek szempontjából való előnyösségének bizonyítására.⁹³⁸

4.3.5. A *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.* eset

⁹³⁶ Lásd WHITE, David S., *Auctioning the Corporate Bastion: Delaware Readjusts the Business Judgment Rule in Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, *Southwestern Law Journal*, Vol. 40. Issue 4. (1986) 1129-1130. old.

⁹³⁷ Lásd WHITE, David S., *Auctioning the Corporate Bastion: Delaware Readjusts the Business Judgment Rule in Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, *Southwestern Law Journal*, Vol. 40. Issue 4. (1986) 1129-1130. old.

⁹³⁸ Lásd WHITE, David S., *Auctioning the Corporate Bastion: Delaware Readjusts the Business Judgment Rule in Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, *Southwestern Law Journal*, Vol. 40. Issue 4. (1986) 1130. old.

*A Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.*⁹³⁹ esetben a bíróság változtatott némiképp eddigi álláspontján, és nagyobb mozgásteret engedett az igazgatótanácsnak védekező intézkedések elfogadására.⁹⁴⁰ Az ügy háttérét az jelentette, hogy a *Time Inc.* 1987-ben felállított egy rendkívüli bizottságot abból a célból, hogy megvizsgálja a társaság tevékenységének kiterjesztési lehetőségét a szórakoztatóipari területre. Ez a bizottság végső soron azt javasolta, hogy a *Time* egyesüljön a *Warner Communication, Inc.* (*Warner*) vállalattal. A két társaság 1989-ben megállapodott az egyesülésről. Az egyesülést a két társaság közötti részvénycsere-ügylettel kívánták megvalósítani. A tranzakció megkívánta mind a *Time*, mind a *Warner* részvényeseinek támogatását. A *Time-Warner* egyesülést 1989. június 7-én hirtelen elhalasztották, ugyanis a filmiparban érdekelt versenytárs, a *Paramount Communications, Inc.* (*Paramount*) készpénz ellenértéket biztosító ajánlatot jelentett be a *Time* részvényeinek 100%-ára. A *Paramount* 175 dolláros részvényenkénti ajánlata jelentősen magasabb volt, mint az ajánlatot közvetlenül megelőző 126 dolláros részvényárfolyam. Az ajánlat feltétele ugyanakkor az volt, hogy *Time* felhagyjon a *Warnerrel* való egyesülés tervével. A *Time* igazgatótanácsa elutasította a *Paramount* ajánlatát azon az alapon, hogy az nem megfelelő. A *Paramount* ekkor 200 dollárra emelte az ajánlati árat. Ezt szintén visszautasította a *Time* igazgatótanácsa. Az igazgatótanács úgy érvelt, hogy a *Warnerrel* való egyesülés hosszú távon magasabb értéket nyújt a részvényeseknek. Továbbá úgy foglalt állást, hogy a *Paramount* veszélyt jelent a *Time* fennmaradására és társasági kultúrájára.⁹⁴¹

A *Time* a *Paramount* ajánlatára válaszul átalakította a *Warnerrel* kötendő egyesülési megállapodást, mely így a *Warner* nyílt, készpénz és értékpapír ellenértéket nyújtó felvásárlását jelentette. Az ügylet ily módon való átalakításával a *Time* menedzsmentje elejét vette a részvényesi hozzájárulás biztosításának, ugyanis (a készpénz ellenérték alkalmazása miatt) már nem volt szükség új részvények kibocsátására az ügylet végrehajtásához. Ennek a megoldásnak az jelentette a hátrányát, hogy a *Time*-nak jelentős, körülbelül 7-10 milliárd dollár összegű hitelt kellett felvennie a felvásárlás pénzügyi háttérének megteremtéséhez. A fenti helyzet tulajdonképpen azt eredményezte, hogy a *Time* részvényeseinek le kellett mondaniuk részesedésük készpénz ellenértékért, jelentős felárral való értékesítéséről egy olyan ügylet érdekében, mely a vállalatukat félelmetesen nagy adósságtehernek teszi ki. A

⁹³⁹ Lásd KIHLSSTROM, Richard E., WACHTER, Michael L., *Corporate Policy and the Coherence of Delaware Takeover Law*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 152. Issue 2. (2003) 525–526. old.

⁹⁴⁰ Lásd KIHLSSTROM, Richard E., WACHTER, Michael L., *Corporate Policy and the Coherence of Delaware Takeover Law*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 152. Issue 2. (2003) 525–526. old.

⁹⁴¹ Lásd NOTES - *Paramount Communications, Inc. v. Time Inc.: Taking the Teeth Out of Proportionality Review*, Loyola University of Chicago Law Journal, Vol. 22. Issue 1. (1990) 238-239. old

Paramount és a *Time* bizonyos részvényesei vitatták a *Time* igazgatótanácsának tevékenységét. Ezért a *Delaware Chancery Court* bírósághoz fordultak a *Time Warner* egyesülés megtiltása érdekében.⁹⁴² Jogi érvek azon alapultak, hogy a *Time* igazgatói megsértették a *Revlon* ügyben kialakított kötelezettséget (nevezetesen, hogy tisztességes versenyt biztosítsanak, amennyiben a társaság értékesítéséről döntés születik), mikor figyelmen kívül hagyták a *Paramount* ajánlatát. Másrészt, hogy megsértették az *Unocal* ügyben kimunkált fiduciárius kötelezettségüket.⁹⁴³

A bíróság ugyanakkor elutasította ezt az érvelést. Arra az álláspontra helyezkedett ugyanis, hogy az egyesülési tranzakció átalakítása a *Time* által ésszerű válasz volt a *Paramount* ajánlata által jelentett veszélyhez képest.⁹⁴⁴ Ezt követően került az eset a *Delaware Supreme Court* elé. A *Delaware Supreme Court* pedig megerősítette a *Court of Chancery* döntését a *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.* ügyben.⁹⁴⁵ Ugyanakkor e döntése jelentős mértékben más indokokon alapult, mint az elsőfokon eljáró bíróságé. A *Delaware Supreme Court* érvelése – ismételten – rámutatott az *Unocal* ügyben meghatározott kötelezettségek eltérő értelmezésére a két *Delaware* bíróság esetében.⁹⁴⁶

A *Delaware Supreme Court* először azt vizsgálta meg, hogy vajon a *Time*-nak a *Warner*-rel javasolt egyesülését lehet-e úgy tekinteni, hogy a *Time* értékesítése történik meg, és éppen ezért kiterjed a tranzakcióra a *Revlon* ügyben meghatározott kötelezettség. A felperesek ennek kapcsán úgy érveltek, hogy az eredeti *Time-Warner* egyesülési megállapodással (melyet 1989. március 24-én kötöttek meg) ténylegesen a *Time* értékesítésére került sor, és éppen ezért érvényesülnie kell a *Revlon* kötelezettségnek. Ezt az érvéket két tényre alapozták. Egyrészt, hogy a *Warner* részvényesei kapták volna meg az egyesülés során létrejött társaság részvényeinek 62%-át. Másrészt, hogy a *Time* igazgatóinak kapcsolódó nyilatkozataiból ezt a következtetést lehetett levonni álláspontjuk szerint. Ez pedig rámutatott az igazgatók azon szubjektív szándékára, hogy értékesítsék a társaságot.⁹⁴⁷ A *Delaware Supreme Court* a felperesek érvelését megvizsgálva arra a következtetésre jutott, hogy ebben az esetben nem

⁹⁴² Lásd NOTES - *Paramount Communications, Inc. v. Time Inc.: Taking the Teeth Out of Proportionality Review*, Loyola University of Chicago Law Journal, Vol. 22. Issue 1. (1990) 239-240. old

⁹⁴³ Lásd DENNIS, Anthony J., *Assessing the Fallout: Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc. and Delaware's Unocal Standard of Review*, The Journal of Corporation Law, Vol. 17. Issue 2. (1992) 374. old.

⁹⁴⁴ Lásd NOTES - *Paramount Communications, Inc. v. Time Inc.: Taking the Teeth Out of Proportionality Review*, Loyola University of Chicago Law Journal, Vol. 22. Issue 1. (1990) 240. old

⁹⁴⁵ Lásd JOHNSTON, Ashton E., *Defenders of the Corporate Bastion in the Revlon Zone: Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.*, Catholic University Law Review, Vol. 40. Issue 1. (1990.) 181. old.

⁹⁴⁶ Lásd DENNIS, Anthony J., *Assessing the Fallout: Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc. and Delaware's Unocal Standard of Review*, The Journal of Corporation Law, Vol. 17. Issue 2. (1992) 376. old.

⁹⁴⁷ Lásd NOTES - *Paramount Communications, Inc. v. Time Inc.: Taking the Teeth Out of Proportionality Review*, Loyola University of Chicago Law Journal, Vol. 22. Issue 1. (1990) 240-241. old, illetve 87. lbj.

alkalmazandó a *Revlon* ügyben meghatározott kötelezettség. Ennek megállapításához az eljáró bíróság értelmezte a *Revlon* kötelezettség alkalmazásának feltételeit. Ez álláspontja szerint csak kétféle tranzakció esetében merül fel. Először is, ha a társaság egy aktív ajánlattételi folyamatot indít el saját eladására törekedve, vagy egy olyan üzleti újjászervezést hajt végre, mely a társaság nyilvánvaló felbomlását foglalja magában. Vagy a második eshetőség, ha egy ajánlattevő ajánlatára válaszul a céltársaság felhagy hosszú távú stratégiájával, és egy alternatív tranzakciót keres, mely magában foglalja a társaság felbomlását.⁹⁴⁸

Ezt követően alkalmazta a *Delaware Supreme Court* az *Unocal* tesztet. Először is azonnal elutasította a *Delaware Chancery Court* összehasonlító értékelésen nyugvó megközelítését. A *Chancery Court* ugyanis hajlamos az alapján dönteni az *Unocal* ügyben meghatározott kötelezettségek teljesítéséről, hogy összehasonlítja a vállalatfelvásárlási ajánlat által megtestesített gazdasági értéket az igazgatótanács által javasolt, védekezésül szánt tranzakcióéval. Álláspontja szerint pedig a kényszerítő jellegű, vagy nem megfelelő vállalatfelvásárlási ajánlatok jóhiszeműen tekinthetők az *Unocal* döntés által előírt veszély jelenlétének. A *Supreme Court* ugyanakkor kifejtette, hogy nem volt bölcs megközelítés indokolatlan hangsúlyt helyezni a hosszú távú és rövid távú társasági stratégia szembeállítására. A *Supreme Court* úgy foglalt állást, hogy az igazgatótanács felhatalmazása kiterjed arra, hogy meghatározzon egy irányt a társaság tevékenységének, beleértve a társasági nyereségesség erősítésére szolgáló időkeretet. Így a „hosszú távú” és „rövid távú” értékek szembeállításának kérdése nagymértékben irreleváns. Általában véve ugyanis az igazgatók kötelesek irányt szabni a társaság számára. Mégpedig olyat, mely annak legjobb érdekében áll, tekintet nélkül egy fix befektetési horizontra. Másodsorban, a *Revlon* esetben meghatározott körülmények fennállásának hiányában az igazgatótanácsnak nem kell önmagában véve megfelelni semmilyen kötelezettségnek a részvényesi jólét rövid távú maximalizálására, még egy vállalatfelvásárlás esetén sem.⁹⁴⁹ A bíróság továbbá engedélyezte a *Time* menedzsmentjének, hogy stratégiai egyesülést hajtson végre a *Warnerrel* (így jött létre a ma is létező *Time-Warner* globális média és szórakoztatóipari vállalat). A határozat megerősítette a menedzsment ellenséges felvásárlások elleni védekezésének jogát. Alapvetően úgy értékelhető, hogy komoly elmozdulást mutat a részvényesi döntéshozattól a menedzseri

⁹⁴⁸ Lásd NOTES - *Paramount Communications, Inc. v. Time Inc.: Taking the Teeth Out of Proportionality Review*, Loyola University of Chicago Law Journal, Vol. 22. Issue 1. (1990) 241. old, illetve 87. lbj.

⁹⁴⁹ Lásd DENNIS, Anthony J., *Assessing the Fallout: Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc. and Delaware's Unocal Standard of Review*, The Journal of Corporation Law, Vol. 17. Issue 2. (1992) 376-377. old.

diszkréció irányába.⁹⁵⁰ A bíróság ebben az ügyben amellet is érvelt, hogy a céltársaság igazgatói az ajánlatok pénzbeli értékén túlmutató más tényezőket is mérlegelhetnek. Ide sorolta a részvényesek számára hozzáférhető információk mennyiségét, az ajánlathoz kapcsolódó egyéb feltételeket, és az ajánlatok időzítését is. E tényezők mind igazolhatják a határozat értelmében a védekező intézkedések elfogadását.⁹⁵¹

Az 1990-es években meghozott további két elvi jelentőségű határozat még komolyabban körülhatárolta az igazgatótanácsok jogait és kötelezettségeit a vállalatfelvásárlások elleni védekezésekkel kapcsolatban. Így a *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.*⁹⁵² esetben a bíróság megerősítette, hogy fokozott figyelem szükséges az igazgatótanács vállalatfelvásárlás esetén elfogadott védekező intézkedései vonatkozásában. A *QVC* ügyben megfogalmazottak szerint az ajánlattétel előtt elfogadott védekező eszközök feltehetően indokoltabbak, mivel a konkrét vállalatfelvásárlási veszély előtt fogadják el őket.⁹⁵³

4.3.6. Az *Unitrin, Inc. v. American General Corporation* eset – az igazgatótanács döntési jogkörének további kiterjesztése

Az *Unitrin, Inc. v. American General Corporation* esetben a *Delaware Supreme Court* komolyan kiterjesztette az igazgatótanács döntési jogkörét az ellenséges felvásárlásoknak történő ellenállás területén. A bíróság határozata szerint a független igazgatótanács által elfogadott védekező eszközök engedélyezhetőek mindaddig, amíg azok nem „drákói” intézkedések és az ésszerűség keretein belül maradnak.⁹⁵⁴ Az ügyben a bíróság tehát úgy foglalt állást, hogy az *Unitrin* igazgatótanácsának megfelelő vizsgálat után joga és kötelessége, hogy megvédje a vállalat részvényeseit attól, amit veszélyként észlel, vagyis az *American General Corporation* nem megfelelő ajánlatától.⁹⁵⁵

⁹⁵⁰ Lásd KIHLSSTROM, Richard E., WACHTER, Michael L., *Corporate Policy and the Coherence of Delaware Takeover Law*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 152. Issue 2. (2003) 525. old.

⁹⁵¹ Lásd MAGNUSON, William, *Takeover Regulation in the United States and Europe: an Institutional Approach*, Pace International Law Review, Vol. 21. Issue 1. (2009) 215. old.

⁹⁵² Lásd KIHLSSTROM, Richard E., WACHTER, Michael L., *Corporate Policy and the Coherence of Delaware Takeover Law*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 152. Issue 2. (2003) 569–572. old.

⁹⁵³ Lásd HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén (HVG-ORAC, Budapest, 2011.)* 398. old.; MAGNUSON, William, *Takeover Regulation in the United States and Europe: an Institutional Approach*, Pace International Law Review, Vol. 21. Issue 1. (2009) 216. old.

⁹⁵⁴ Lásd MAGNUSON, William, *Takeover Regulation in the United States and Europe: an Institutional Approach*, Pace International Law Review, Vol. 21. Issue 1. (2009.) 216. old.

⁹⁵⁵ Lásd HUTCHISON, Harry G., *Director Primacy and Corporate Governance: Shareholder Voting Rights Captured by the Accountability/Authority Paradigm*, Loyola University Chicago Law Review, Vol. 36. Issue 4. (2005.) 1153. old.; HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén (HVG-ORAC, Budapest, 2011.)* 398. old.

Az *Unocal* eset után tíz évvel a *Delaware Supreme Court* ismételten áttekintette azokat a helyzeteket, melyekben fokozott bírói vizsgálatot kell lefolytatni, mielőtt a *business judgement rule* alkalmazására sor kerülhetne. Ennek apropóját az *Unitrin, Inc. v. American General Corporation* ügyben alkalmazott védekező intézkedések jelentették.⁹⁵⁶

Az *Unitrin* eset előzménye, hogy az *American General Corporation* nyilvánosan bejelentette ajánlatát az *Unitrin* igazgatótanácsának a társaság készpénz ellenértékért való megszerzésére egy egyesülési tranzakció során. A felajánlott ellenérték mintegy 30%-os felárat jelentett a társaság legutóbbi piaci árához képest. Az *Unitrin* igazgatótanácsa úgy vélte, hogy az ajánlat nem megfelelő, és különböző védekező intézkedéseket fogadott el. Ebbe beletartozott az ún. *poison pill* alkalmazása, az alapszabály módosítása, továbbá a későbbiekben még bejelentésre került egy saját részvény-visszavásárlási program is. Ez utóbbi az *Unitrin* részvények 20%-ára vonatkozott. A *Delaware Chancery Court* a védekező intézkedéseket megvizsgálta, és döntésében fenntartotta az ún. *poison pill* alkalmazását és az alapszabály módosítását. Ugyanakkor azt a következtetést vonta le, hogy a további lépésként megtett részvény-visszavásárlási program „szükségtelen”, és ezért ésszerűtlen volt az *Unocal* döntésben kialakított norma szerint a más, már hatályban lévő intézkedéseket figyelembe véve. A *Delaware Supreme Court* ugyanakkor ellentétes álláspontra helyezkedett.⁹⁵⁷ Ezt követően ugyanis megvizsgálta a *Delaware Supreme Court* is az *American General Corporation* nyilvánosan bejelentett felvásárlási törekvéseire válaszul az *Unitrin* által meghirdetett részvény-visszavásárlási programot. Ennek kapcsán arra mutatott rá, hogy a *Delaware Chancery Court* nem megfelelően alkalmazta az *Unocal* ügyben megállapított arányossági követelményt. Kiemelte szintén, hogy ebből adódóan a *Court of Chancery* helytelenül cserélte fel saját megítélésével az *Unitrin* igazgatótanácsáét, mikor a saját részvény-visszavásárlási programot szükségtelennek minősítette. Az *Unitrin* ügyben ezért a *Delaware Supreme Court* kijelölte a fokozott bírói vizsgálat kapcsán tanusítandó megfelelő eljárást. Itt először is azt kell eldönteni, hogy a céltársaság igazgatótanácsa által alkalmazott védekező intézkedések „drákóiak” voltak-e. Ezt a védekező intézkedések kizáró vagy kényszerítő (*preclusive or coercive*) volta alapozza meg. Amennyiben az intézkedések nem voltak drákói szigorúságúak,

⁹⁵⁶ Lásd ARONS, Andrew D., *In Defense of Defensive Devices: How Delaware Discouraged Preventive Measures in Omnicare v. NCS Healthcare*, DePaul Business and Commercial Law Journal, Vol. 3. Issue 1. (2004) 116-117. old.

⁹⁵⁷ Lásd REGAN, Paul L., *What's Left of Unocal?* Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 26. Issue 3. (2001) 966-967. old.

akkor meg kell határozni, hogy a megtett intézkedések az ésszerű válasz határain belül maradtak-e az ajánlattevő társaság által jelentett fenyegetéshez képest.⁹⁵⁸

A *Delaware Supreme Court* kiemelte, hogy az *Unocal* esetben körülhatárolt fokozott bírói vizsgálat alkalmazásához először is meg kell határozni az eljáró bíróságnak, hogy a kérdéses magatartás védekező jellegű volt-e. Az *Unitrin* ügyben a *Delaware Supreme Court* egyetértett a *Delaware Chancery Court* azon megítélésével, hogy az igazgatótanács intézkedése válasz volt egy észlelt veszélyre. Ezzel kapcsolatban a bíróság megjegyezte, hogy az *Unocal* norma által meghatározott fokozott bírói vizsgálat alkalmazása helyénvaló, valahányszor az ügy háttere azt tükrözi, hogy az igazgatótanács védekező intézkedéseket tett a vállalati stratégiát és hatékonyságot fenyegető olyan észlelt veszéllyel szemben, mely a vállalat feletti irányítást érinti. A *business judgement rule* alkalmazásához pedig a céltársaság igazgatótanácsának bizonyítania kell, hogy megfelel az ésszerűségi követelménynek. Ezt annak bemutatásával érheti el, hogy ésszerű oka volt feltételezni a céltársaság stratégiáját és hatékonyságát fenyegető veszély jelenlétét. Ezt követően pedig be kell mutatnia, hogy a céltársaság intézkedései megfelelnek az arányossági követelménynek. Ezt annak bizonyításával teljesítheti, hogy az igazgatótanács védekező intézkedése ésszerű (indokolt) volt a jelen lévő veszélyhez képest. Amennyiben pedig az igazgatótanács nem felel meg az *Unocal* ügyben meghatározott követelményeknek, az általuk hozott intézkedés még ekkor sem kerül automatikusan érvénytelenítésre. Ebben az esetben ugyanis a *Delaware Supreme Court* *Unitrin* ügyben kifejtett álláspontja szerint az igazgatótanács magatartásának az ún. teljes méltányossági normának⁹⁵⁹ (*entire fairness standard*) kell megfelelnie.⁹⁶⁰ Az arányossági

⁹⁵⁸ Lásd ARONS, Andrew D., *In Defense of Defensive Devices: How Delaware Discouraged Preventive Measures in Omnicare v. NCS Healthcare*, DePaul Business and Commercial Law Journal, Vol. 3. Issue 1. (2004) 116-117. old.; REGAN, Paul L., *What's Left of Unocal?* Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 26. (2001) 966-967. old.

⁹⁵⁹ Az ún. *entire fairness standard*, azaz teljes méltányossági norma felállítása során a Delaware bíróságok abból indultak ki, hogy a többségi részvényeseknek a társaság irányításában betöltött pozícióját korlátozza azon *bizalmi kötelezettségük*, mellyel a társaságok, illetve a kisebbségi részvényesek felé tartoznak. A bíróságok úgy magyarázták ezt a bizalmi kötelezettséget, mely megköveteli az irányító részvényesektől, hogy a társaság ügyeit a jóhiszeműség és lojalitás magas szintű követelményeinek megfelelően végezzék. Ez szintén tilalmazza a többségnek azt, hogy a hatalmát a kisebbségi részvényesek kárára használja. Ugyanakkor a többségi részvényesek – többféle tranzakció keretében, így pl. egyesülések, vételi ajánlatok vagy zártkörűvé válás esetében – kiszoríthatják a kisebbségi részvényeseket a társaságból. Ezekben az esetekben a bíróságoknak alapos vizsgálat alá kell vetniük a tranzakció egészének, teljességének méltányosságát, és ha szükséges, megfelelő segítséget kell nyújtania. (Lásd Singer v. Magnavox Co). A Delaware Supreme Court felismerte ugyanis, hogy a kisebbségi részvényeseknek érvényesíthető joguk van a társaságban való folyamatos jelenlétre. Ugyanakkor azt is felismerte a bíróság, hogy ez a joguk nem abszolút. Bizonyos egyesülések, melyek kiszorítják a kisebbségi részvényeseket engedélyezhetőek, míg mások nem. Lásd HARMON, William J., *Corporate Freezeouts: A New Limitation Imposed by the Entire Fairness Standard*, University of Illinois Law Forum, Vol. 1978. Issue 3. (1978) 686-687., 701-704., 706-707. old.

teszt kapcsán a bíróság úgy foglalt állást, hogy egy adott vállalatfelvásárlási ajánlathoz kapcsolódó veszély adja meg a jellemzőit az engedélyezhető védekező intézkedések terjedelmének. Az igazgatótanács fellépésének pedig ésszerű kapcsolatban kell állnia a részvényesi érdekekre jelentett veszéllyel. A védekező intézkedések ésszerűsége a veszély természetének világos azonosításán alapul. Az igazgatótanács átfogó válaszlépéseinek értékelése, illetve minden védekező intézkedés indoklása, illetve az általuk elért eredmény fontos az arányossági teszt alapján. Az igazgatótanács ugyanis nem használhat fel semmilyen hozzáférhető *drákói* eszközöket, illetve nem léphet fel kizárólagosan vagy elsődlegesen abból az indíttatásból, hogy állandósítsa hivatalban maradását. Az arányosság megállapítása közvetlen összefüggésben van azzal, hogy a védekező intézkedések *drákóiak* voltak-e, kényszerítő vagy kizáró jellegükből adódóan. Például a kényszerítő körülmények akkor merülhetnek fel, ha az igazgatótanács védekező intézkedéseit részvényesei érdekeinek tekintetbe vétele nélkül hozza meg. A kizáró körülmények akkor merülhetnek fel például, ha az intézkedések elvonják a részvényesek jogát, hogy vételi ajánlatokat kaphassanak, és alapvetően korlátozzák a menedzsment közgyűlési szavazással való leváltásának lehetőségét (*proxy contest*).⁹⁶¹

Ha a védekező intézkedéseket nem találják *drákóinak*, akkor az arányossági teszt arra koncentrál, hogy vajon az intézkedések az ésszerűség keretein belül maradtak-e. Ha a védekező intézkedések nem *drákóiak*, és az intézkedések az ésszerűség keretein belül maradnak, a bíróság nem helyettesítheti saját megítélésével az igazgatótanácsét. Amennyiben az igazgatótanács végül teljesíti az *Unocal* ügyben meghatározott fokozott bírói vizsgálat követelményeit oly módon, hogy a *business judgement rule* alkalmazandó magatartásának megítélésére, akkor a felperesnek a bizonyítékok túlsúlyával ennek megszegését kellene bizonyítania az igazgatótanács által megtett védekező intézkedések érvénytelenítéséhez. Ez a *business judgement rule* jogi definíciójából kiindulva azon az alapon lenne lehetséges, hogy az igazgatók döntése elsődlegesen (1) pozíciójuk fenntartásán vagy (2) az ún. *fiduciárius kötelezettség* bármilyen más megsértésén (mint például csalás, hatáskör túllépése, jóhiszeműség hiánya), vagy (3) nem megfelelő informáltságon alapult.⁹⁶²

⁹⁶⁰ Lásd ARONS, Andrew D., *In Defense of Defensive Devices: How Delaware Discouraged Preventive Measures in Omnicare v. NCS Healthcare*, DePaul Business and Commercial Law Journal, Vol. 3. Issue 1. (2004) 116-117. old.

⁹⁶¹ Lásd ARONS, Andrew D., *In Defense of Defensive Devices: How Delaware Discouraged Preventive Measures in Omnicare v. NCS Healthcare*, DePaul Business and Commercial Law Journal, Vol. 3. Issue 1. (2004) 117. old.

⁹⁶² Lásd ARONS, Andrew D., *In Defense of Defensive Devices: How Delaware Discouraged Preventive Measures in Omnicare v. NCS Healthcare*, DePaul Business and Commercial Law Journal, Vol. 3. issue 1. (2004) 117-118. old.

Az *Unitrin* esetben a *Delaware Supreme Court* a védekező intézkedések megítélésében vélhetően a *Time* ügyben kialakított, kiterjesztett és megengedő megközelítésre alapozott. Az *Unocal* teszt első felét tekintve (mint fent látható) ugyanis az *Unitrin* ügyben eljáró bíróság kiterjesztette a „tényleges kényszer” (*substantial coercion*) koncepcióját, melyet a *Time* ügyben alkalmaztak először. Ott ugyanis a *Delaware Supreme Court* engedélyezte a *Time* menedzsmentjének, hogy a „tényleges kényszer” tekintetében feltételezett veszélyre hagyatkozzanak. Ez a veszély abból adódó félelmükön alapult, hogy a részvényesek nem fogják teljes körűen átlátni egy különleges stratégiai egyesülés értékét, mely átalakítaná a *Time*, mint társaság, alapvető jellegét.⁹⁶³ Ez alapján a „tényleges kényszer” a társaság értékének nem megfelelő, helytelen részvényesi megítélésén alapulhat. Az *Unitrin* ügyben a *Delaware Supreme Court* engedélyezte az *Unitrin* igazgatóinak, hogy segítségül hívják a „tényleges kényszer” (*substantive coercion*) doktrínáját. A bíróság megjegyezte az *Unitrin* igazgatótanácsának aggodalmainak elfogadásához kapcsolódóan, hogy a társaság részvényei alulértékelték a piacon, és hogy az igazgatótanács megítélése alapján a társaság papírjai jó hosszú távú befektetésnek számítanak. Ez azonban erőteljesen kiterjesztő értelmezést jelentett az eredeti *Time-Warner* ügghöz képest. Ott ugyanis a téves részvényesi döntéshozatal veszélye egy röviddel azelőtt bejelentett, stratégiai egyesülés jövőbeli előnyeinek megítéléséből adódott. Az *Unitrin* értékét ugyanakkor az aktuális állapotának megfelelően kellett megítélni (tekintettel arra, hogy a készpénz ellenértéket azonnal kifizették volna az ajánlatot elfogadó részvényeseknek), semmilyen új vagy nehezen értelmezhető elem nem merült fel a részvények értékének megítélésében. A „tényleges kényszer” kritika nélküli elfogadása ebben a kontextusban azt jelenti tulajdonképpen, hogy az igazgatótanács számára engedélyezték azon aggodalom alapján védekező intézkedések megtételét, mely szerint a részvényesek tévedhetnek egy „szokásos üzletmenethez” sorolható döntés értékét illetően. Mindez annak ellenére volt lehetséges, hogy a részvényesek nyilvánvalóan korábban is vásároltak részvényeket az *Unitrin* társaságban, és természetesen bármikor eladhatták részvényeiket a nyílt piacon.⁹⁶⁴

Az *Unitrin* ügyben a *Delaware Supreme Court* szintén szélesített az *Unocal* teszt második részének értelmezésén. A bíróság a korábbi *Delaware* esetjog áttekintését követően arra a következtetésre jutott, hogy a *Delaware* bíróságok döntései történelmileg csak kényszerítő,

⁹⁶³ Lásd BALOTTI, Franklin R., LASTER, Travis J., *Professor Coates Is Right. Now Please Study Stockholder Voting*, University of Miami Law Review, Vol. 54. Issue 4. (2000) 827-828. old.

⁹⁶⁴ Lásd REGAN, Paul L., *What's Left of Unocal?*, Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 26. (2001) 966-967. old.; BALOTTI, Franklin R., LASTER, Travis J., *Professor Coates Is Right. Now Please Study Stockholder Voting*, University of Miami Law Review, Vol. 54. Issue 4. (2000) 827-828. old.

vagy kizáró jellegű védekező intézkedéseket érvénytelenítettek. A *Delaware Supreme Court* ez alapján arra az álláspontra helyezkedett, hogy amíg egy védekező intézkedés nem kényszerítő vagy kizáró jellegű, akkor hatályban maradhat, ha az ésszerűség határain belül esik. Ennek kimondásával a bíróság világossá kívánta tenni, hogy jelentős mozgásteret kíván biztosítani az igazgatók számára. Ez alapján az „ésszerűség határa” által jelentett norma alapelve, hogy az igazgatóknak szüksége van egy bizonyos mozgástérre a részvényesek és a társaság felé megnyilvánuló *fiduciárius* kötelezettségeik teljesítése kapcsán, mikor észlelt fenyegetéssel szemben védekeznek. Az ezzel járó követelmény szolgál a bírói korlátozáshoz. Ebből adódóan, ha az igazgatótanács védekezésül adott válasza nem *drákói jellegű* (kényszerítő vagy kizáró), és az ésszerűség határain belül marad, akkor a bíróság nem cserélheti fel megítélését az igazgatótanácséval.⁹⁶⁵

4.3.7. Összegzés

Ezen esetek azt mutatják, hogy a Delaware állam bíróságai által kialakított gyakorlat alapján a vállalatfelvásárlások elleni védekező eszközök engedélyezettek, amennyiben a céltársaság igazgatótanácsának ésszerű oka van azt feltételezni, hogy az ajánlat fenyegetést jelent a céltársaságra nézve, és az ellenintézkedés ésszerű mértékű (lásd *Unocal*). A válasz nem lehet kényszerítő vagy kizáró jellegű, és az ésszerűség határain belül kell maradnia (lásd *Unitrin*).⁹⁶⁶ A bizonyítási teher a céltársaság igazgatótanácsát terheli. Amennyiben pedig a céltársaság értékesítéséről történik döntés (az igazgatótanács nem törekszik az ajánlat ellen védekezni), akkor ennek egy tisztességes verseny keretében kell történnie (lásd *Revlon*).⁹⁶⁷ Ezen esetek sorozata rámutat tehát arra, hogy az Egyesült Államokban az igazgatótanácsoknak széles körű döntési jogaik vannak a vállalatfelvásárlásoknak való ellenállás tekintetében. Ez addig terjed, amíg jóhiszeműen járnak el ésszerű vizsgálat alapján, és amíg az elfogadott intézkedések nem tekinthetők „*drákóinak*” (lásd *Unitrin*).⁹⁶⁸

⁹⁶⁵ Lásd BALOTTI, Franklin R., LASTER, Travis J., *Professor Coates Is Right. Now Please Study Stockholder Voting*, University of Miami Law Review, Vol. 54. Issue 4. (2000) 827-828. old.

⁹⁶⁶ Lásd BALOTTI, Franklin és TRAVIS, Laster J.: *Professor Coates Is Right Now Please Study Stockholder Voting*, University of Miami Law Review (2000/július) 827–829. old.

⁹⁶⁷ Lásd THOMPSON, Samuel C. Jr., *Change of Control Board: Federal Preemption of the Law Governing a Targets Directors*, Mississippi Law Journal (2000/1) 62. old.

⁹⁶⁸ Lásd MAGNUSON, William, *Takeover Regulation in the United States and Europe: an Institutional Approach*, Pace International Law Review, Vol. 21. Issue 1. (2009) 216. old.; HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén (HVG-ORAC, Budapest, 2011.)* 398. old.

5. A részvényesi érdekek védelmének értékelése az Európai Unió és az Egyesült Államok vállalatfelvásárlási szabályozásában

5.1. Az információhoz való hozzájutást biztosító szabályozás értékelése

A tőkepiacok működését vizsgáló kutatások kapcsolatot mutattak ki az államok tőkepiacának fejlettsége, a tőkepiaci integráció (melyet a tőkepiac kapitalizációjának GDP-hez viszonyított arányával írnak le) és az adott államban érvényesülő transzparencia-követelmények, átláthatóság szintje között. Az átláthatóságot a tőkepiaci integrációval összehasonlítva megállapítható, hogy azok között kapcsolat áll fenn. Azon államok, melyek nagyobb átláthatóságot mutatnak, erőteljesebb tőkepiaci integrációval rendelkeznek, - és így könnyebben tudnak a növekedni szándékozó vállalatok a szükséges tőkéhez hozzájutni.⁹⁶⁹

*La Porta, Lopez-de-Silanes*⁹⁷⁰ és *Shleifer*⁹⁷¹ professzorok 2006-os kutatása pedig arra a következtetésre jutott, hogy az értékpapírjogban az értékpapírok kibocsátására és kereskedelmére vonatkozó szabályozás jelentős mértékben különbözhet államról államra. Ugyanakkor a közzétételi követelményeket előíró rendelkezések erőteljesen összekapcsolódnak a tőkepiacok fejlettségével.⁹⁷² *What Works in Securities Laws?* című tanulmányukban a szerzők 49 ország értékpapírjogát megvizsgálva arra jutottak, hogy a közzétételi követelmények pozitív korrelációt mutatnak a tőkepiacok GDP-hez viszonyított méretével. Így az erőteljesebb közzétételi követelményekhez fejlettebb tőkepiacok kapcsolódnak.⁹⁷³

A Világbank adatai szerint 2012-ben az Egyesült Államok tőzsdére bevezetett társaságainak piaci kapitalizációja a GDP-hez viszonyítva 115.5% volt, mely egyértelműen komolyan fejlett tőkepiacra utal. Az Európai Unióban – összehasonlításképp – pontosan ugyanekkora volt az Egyesült Királyság tőzsdére bevezetett társaságainak piaci kapitalizációja a GDP-hez viszonyítva (115.5%). Rendkívül erős a luxemburgi tőkepiac, ahol – az Egyesült Államokat és az Egyesült Királyságot is megelőzve – 125%-os ez az érték. Svédország esetében 103.1%-ot

⁹⁶⁹ Lásd KAMIRU, John, MCGOWAN, Carl B., *The Relationship Between Stock Market Development And The Opacity Index*, International Business & Economics Research Journal, Volume 12. Number 9. (2013) 1131-1136. old.

⁹⁷⁰ Florencio Lopez-de-Silanes a francia EDHEC Business School pénzügyek és jogi professzora, és a felelős társaságirányítási kutatási program vezetője.

⁹⁷¹ Andrei Shleifer a Harvard Egyetem közgazdaságtan professzora.

⁹⁷² Lásd STULZ, René M., *Securities Laws, Disclosure, and National Capital Markets in the Age of Finance Globalization*, Working Paper 14218, National Bureau of Economic Research, Elérhető: <http://www.nber.org/papers/w14218>, 3. old.

⁹⁷³ LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei, *What Works in Securities Laws?*, The Journal of Finance, Vol. 61. No. 1. (2006) 19. old.

jeleznek a Világbank adatai. Más EU-tagállamok esetében ez az érték némiképp alacsonyabb volt, így Hollandia esetében 79.1%, Franciaország esetében 67.9%, Németország esetében 42.1%, Lengyelországban 35.8%, míg Dániában 69.8%. Ugyanakkor a kisebb uniós gazdaságok esetében jellemzően még szerényebben alakul ez az arány. Így Ausztriában 26%-os, Csehországban 18%-os, Magyarországon 16.6%-os, Szlovéniában 14%-os, Szlovákiában 5%-os, Lettországon 3.9%-os értéket kapunk.⁹⁷⁴ Érdekes ugyanakkor elmondani, hogy összesítve az Európai Unió tőzsdére bevezetett társaságainak piaci kapitalizációját a GDP-hez viszonyítva 2012-ben 60.3%-os arányt kapunk a Világbank adatai alapján. Ez az Egyesült Államokéhoz viszonyítva nem túl jelentős. Ugyanakkor a közelmúlt eseményeit megvizsgálva láthatjuk, hogy ez az alacsony eredmény leginkább a 2008-as, illetve azt követő pénzügyi-gazdasági válság eredménye (illetve az ez utáni jelentősebb konszolidáció hiányáé). Ugyanis még 2006-2007-ben majdnem 90%-os volt ez az arány (pontosan 88.9%), és ez esett 2008-ban 40%-ra, majd indult újra lassú növekedésnek (nem érvén el ugyanakkor a válság előtti szintet).⁹⁷⁵ Ez ugyanakkor rámutat arra, hogy az európai tőkepiac fejlődésének, növekedésének lehetőségei adóttak.

Az összehasonlítás kedvéért ki szükséges emelnünk, hogy az Egyesült Államok egyértelműen fejlett tőkepiaccal rendelkezik, az Európai Unió tőkepiaca ehhez viszonyítva alulfejlettnak tűnik.⁹⁷⁶ Ugyanakkor az Európai Unióban is folyamatos a törekvés a mély és integrált tőkepiac létrehozatalára, és a létrejövételéhez szükséges optimális feltételek megteremtésére.⁹⁷⁷ A fejlődés pedig egyértelműen látszik az európai tőkepiac esetében is (még a 2008-ban kirobbant pénzügyi és gazdasági válság ellenére is). Míg 1992-ben az Európai Unió teljes tőkepiaci kapitalizációja a GDP-hez viszonyítva 21.7%-ot tett ki, addig 2013-ban már 64.5% volt. Így az elmúlt két évtizedben jelentősen élénkült az Európai Unióban a tőkepiaci aktivitás.⁹⁷⁸

Fentiek alapján, tekintettel arra, hogy világviszonylatban két, alapvetően fejlett tőkepiaccal rendelkező államról van szó, így erőteljes közzétételi szabályozással kell találkozunk a

⁹⁷⁴ Lásd a Világbank Honlapját: <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS/countries>,

⁹⁷⁵ Lásd a Világbank Honlapját: <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS/countries/EU?display=graph>

⁹⁷⁶ Lásd COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT Initial reflections on the obstacles to the development of deep and integrated EU capital markets *Accompanying the document Green Paper Building a Capital Markets Union* {COM(2015) 63 final} Brussels, 18.2.2015 SWD(2015) 13 final 10. old.

⁹⁷⁷ Lásd COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT Initial reflections on the obstacles to the development of deep and integrated EU capital markets *Accompanying the document Green Paper Building a Capital Markets Union* {COM(2015) 63 final} Brussels, 18.2.2015 SWD(2015) 13 final

⁹⁷⁸ Lásd COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT Initial reflections on the obstacles to the development of deep and integrated EU capital markets *Accompanying the document Green Paper Building a Capital Markets Union* {COM(2015) 63 final} Brussels, 18.2.2015 SWD(2015) 13 final 10. old.

tőkepiacok működését illetően. Ennek pedig ki kell terjednie a vállalatfelvásárlási ügyletekre is, mint jelentős tőkepiaci műveletekre.

Először is ennek kapcsán érintenünk kell a vállalatokban szerzett részesedések (*befolyás*), illetve annak változásainak átláthatóságát. Ezzel kapcsolatban az Európai Unió és az Egyesült Államok szabályozása jelentős hasonlóságot mutat. A szabályozások vizsgálata alapján egyrészt egyértelmű, hogy a tájékoztatási (közzétételi) kötelezettség alapvetően a szavazati jog mértékéhez (vagyis a társaságban történt befolyásszerzéshez) kapcsolódik.⁹⁷⁹ Szintén fontos hasonlóság, hogy mind az Európai Unióban érvényesülő közösségi szintű szabályozás, mind pedig az Egyesült Államokban érvényesülő szövetségi jogalkotás a szavazati jogot megtestesítő részvények 5%-ának megszerzésétől (5%-os befolyásszerzéstől) ír elő bejelentési/tájékoztatási kötelezettséget. Ez egyértelműen kiderül a 2004/109/EK irányelv 9. cikkéből, illetve az 1934-es *Securities and Exchange Act* 13 (d) szakaszából. Így ez a két szabályozási megoldás egyaránt 5%-os befolyásszerzéstől teszi láthatóvá a részesedésszerzést, és biztosít erről információt.

Az Európai Unió egyes tagállamai ugyanakkor az átláthatóság erősítése jegyében csökkentették ezt a küszöbértéket, jellemzően 2⁹⁸⁰-3⁹⁸¹%-ra (továbbá lehetővé tették a kibocsátóknak alacsonyabb küszöbérték előírását).⁹⁸² Így ez a (kisebbségi) részvényeseket további információval (és így védelemmel) látja el egy gyors részvényfelhalmozással induló vállalatfelvásárlás ellen. A befolyásszerzési küszöbérték elérésekor teljesítendő tájékoztatási kötelezettség tartalma is jelentős hasonlóságot mutat az Európai Unióban érvényesülő közösségi szintű szabályozás, illetve az Egyesült Államokban érvényesülő szövetségi jogalkotás alapján. Itt indokoltnak látom fontos különbségként kiemelni, hogy az Egyesült Államokban már az 5%-os részesedésszerzéssel párhuzamosan be kell számolni arról, hogy a részesedés megszerzőjének célja-e a vállalat feletti irányítás megszerzése, illetve ha igen, akkor be kell mutatnia a céltársasággal kapcsolatos elképzeléseit.⁹⁸³ A tájékoztatási

⁹⁷⁹ Ahogy ezt Marc Goergen, Marina Martynova és Luc Renneboog *Corporate Governance Convergence: Evidence From Takeover Regulation* című tanulmánya is jelezte. Lásd GOERGEN, Marc, MARTYNOVA, Marina, RENNEBOOG, Luc: *Corporate Governance Convergence: Evidence From Takeover Regulation* (April 2005) European Corporate Governance Institute ECGI - Law Working Paper No. 33/2005 13. old. Elérhető: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=709023

⁹⁸⁰ Olaszország és Portugália

⁹⁸¹ Németország, Írország, Spanyolország, Egyesült Királyság és Csehország

⁹⁸² Lásd COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT - Report on more stringent national measures concerning Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market, Brussels, 10.12.2008 SEC(2008) 3033 final, 6. old. (Box 1.) Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/report_measures_122008_en.pdf,

⁹⁸³ Lásd *Securities and Exchange Act of 1934* 13 (d) (1) (C) Elérhető (2015. május 2.): <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>.

kötelezettség teljesítése az Európai Unióban a kibocsátó felé, míg az Egyesült Államokban alapvetően a felügyeleti és szabályozó hatóság, a *Securities and Exchange Commission* felé történik. A tájékoztatási kötelezettség gyakorlására az Európai Unió közösségi szintű szabályozása értelmében 4 nap⁹⁸⁴, míg a *Securities and Exchange Act* rendelkezése alapján 10 nap⁹⁸⁵ áll rendelkezésre. Így ez alapján az Európai Unió szabályozása hatékonyabban védi a céltársaság részvényeseit a számukra hátrányos felvásárlási technikáktól. Különösen igaz ez annak fényében, hogy számos uniós tagállam még az irányelvben garantálnál is szigorúbb követelményeket alkalmaz, és rövidebb bejelentési határidőt ír elő.⁹⁸⁶ Az Egyesült Államokban a *Securities and Exchange Act* szabályozása alapján ugyanis 10 nap is eltelhet az 5%-os részesedés megszerzése, és a *Securities and Exchange Commission* felé teljesítendő bejelentés megtétele között. Ezen idő alatt pedig jelentős részesedés lenne felépíthető anélkül, hogy a céltársaság részvényesei értesüljenek a befolyásszerzésről, és így beépítenék a részvényárakba az elvárt irányítási felárat. Így az Egyesült Államok jogi szabályozása csekélyebb védelemben részesíti ebben a tekintetben a céltársaság részvényeseit, mint az Európai Unió. Nem véletlenül javasolta *Martin Lipton* már az 1987-ben megjelent *Corporate Governance in the Age of Finance Corporatism* című tanulmányában, hogy a *Securities and Exchange Act* 13 (d) szakaszban szereplő közzétételi határértéket 5%-ról 2%-ra kellene csökkenteni azzal a kikötéssel, hogy a tájékoztatás (*Schedule 13D*)⁹⁸⁷ benyújtásáig nem lehetséges 2%-nál nagyobb részesedés megszerzése.⁹⁸⁸ Ez mindenképpen hatékony és példaértékű szabályozásnak bizonyulna. Ha nem is egész pontosan ilyen, de hasonló célt szolgáló szabályozást olvashatunk a *Securities and Exchange Commission* szabályaiban. Így attól az időponttól kezdődően, hogy egy személy a céltársaság feletti irányítás megszerzése vagy befolyásolása érdekében birtokolja a céltársaság 5%-ot meghaladó, szavazati jogot biztosító részesedését, meghatározott tilalmakkal szembesül. Így a bejelentési kötelezettsége teljesítését (*Schedule 13D benyújtása*) követő 10 nap elteltéig nem gyakorolhatja a megszerzett részesedésére eső szavazati jogot; illetve sem közvetlenül, sem közvetetten nem

⁹⁸⁴ Lásd 2004/109/EK irányelv 12. cikk (2)

⁹⁸⁵ Lásd *Securities and Exchange Act of 1934*, Section 13 (d) (1) Elérhető (2014. augusztus 4.): <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>.

⁹⁸⁶ Lásd COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT - Report on more stringent national measures concerning Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market, Brussels, 10.12.2008 SEC(2008) 3033 final, 6. old. (Box 1.) Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/report_measures_122008_en.pdf.

⁹⁸⁷ Tartalmi elemeit lásd a SEC Rule §240.13d-101-ban.

⁹⁸⁸ Lásd LIPTON, Martin, *Corporate Governance in the Age of Finance Corporatism*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 136. No. 1. (1987) 61. old.

szerezhet további szavazati jogot megtestesítő részesedést a céltársaságban.⁹⁸⁹ Ez a szabályozási megoldás tehát többletvédelmet garantál a céltársaság részvényeseinek a *Securities and Exchange Act* rendelkezéseihez képest.

Különbségként értékelem, hogy az uniós jog részletes rendelkezéseket tartalmaz a befolyás további növelésével kapcsolatos tájékoztatási kötelezettségről. Így álláspontom szerint a befolyásszerzéssel kapcsolatos uniós szabályozás ebben a tekintetben erősebb védelmet biztosít a potenciális céltársaságok részvényesinek.

A konkrét vállalatfelvásárlások tekintetében mind az Európai Unió, mind az Egyesült Államok részletes szabályokat határozott meg a vállalatfelvásárlási ajánlatok tartalmára vonatkozóan, felsorolva annak kötelező elemeit. Az Európai Unióban ezt a 2004/25/EK irányelv 6. cikk (3) bekezdése tartalmazza. Az Egyesült Államokban szövetségi szinten pedig nem a *Securities and Exchange Act* határozza meg az ide vonatkozó részletes rendelkezéseket, hanem a szövetségi felügyeleti hatóság, a *Securities and Exchange Commission* szabályozása. A vállalatfelvásárlások esetén használatos ún. *Schedule TO-T, Vételi Ajánlattételi Jegyzék* közzétételi űrlapminta tartalmi elemeit, felépítését az amerikai felügyeleti hatóság szabályai között a *Sec Rule* §240.14d-100⁹⁹⁰-ban találhatjuk meg. A vállalatfelvásárlási ajánlatok tartalmára vonatkozó szabályozás összehasonlításának eredményeképp álláspontom szerint az amerikai némiképp részletesebb (és technikailag jobban körülhatárolt) előírásokat tartalmaz, ugyanakkor a céltársaság részvényeseinek tájékoztatására és védelmére gyakorolt hatása szempontjából (tehát lényegileg) véleményem szerint e szabályozások egyenértékűek.

Az Európai Unió szabályozásának sajátos eleme, hogy a 2004/25/EK irányelv 10. cikkének értelmében éves beszámolójukban külön tájékoztatást kell nyújtaniuk egy esetleges ajánlatot befolyásolni képes vállalatirányítási struktúrájukat és az alkalmazott védekezési mechanizmusokat illetően. Ezt a rendelkezést olvasva érvelhetnénk amellyel, hogy ennek szükségességét az Európai Unió tagállamai (különösen ide értve a kontinentális Európát) által széles körben alkalmazott, a vállalatfelvásárlásokat már a konkrét ajánlatok felmerülése előtt gátló védelmi szerkezetek és mechanizmusok⁹⁹¹ miatt volt szükség. Ugyanakkor – ha más

⁹⁸⁹ Lásd SEC Rule §240.13d-1 (Filing of Schedules 13D and 13G.) (e) (2)

⁹⁹⁰ Schedule TO. Tender offer statement under section 14(d)(1) or 13(e)(1) of the Securities Exchange Act of 1934. Elérhető: http://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?node=17:4.0.1.1.1&rgn=div5%20-%20se17.4.240_114d_61#se17.4.240_114d_6100.

⁹⁹¹ Az Európai Unió (különösen a kontinentális Európa országai esetében) ide sorolhatjuk például a többszörös szavazati jogot megtestesítő részvényeket, a piramis-struktúrákat, a részvény-kereszttulajdonlásokat, a szavazati jog gyakorlásának korlátozását, az erőteljes pakett-tulajdonosok jelenlétét...stb. Lásd FACCIO, Mara, és LANG, Larry H. P.: *The Ultimate Ownership of Western European Corporations*, Journal of Financial Economics (2002/3) 365–395. old.; BERGLÖF, Erik, BURKART, Mike: *European Takeover Regulation*, Economic Policy (2003/április); BEBCHUK, Lucian Arye, KRAAKMAN, Reinier, TRINATIS, George: *Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control From Cash-Flow*

módon is – hasonló védekezési mechanizmusok álláspontom szerint szintén jelentősen elterjedtek az Egyesült Államokban.⁹⁹² Így ez ott is indokolhatná közzétételüket. Véleményem szerint nagyobb szerepe volt a védekező intézkedésekről adott összefoglaló tájékoztatás előírásában, hogy az Európai Unió elő kívánta mozdítani a vállalatfelvásárlási tevékenységet.⁹⁹³ Egy ilyen összefoglaló, koherens tájékoztatás pedig jelentősen megkönnyíti a potenciális céltársaságokkal kapcsolatos adatgyűjtést, illetve harmonizált szabályokat biztosít ezen mechanizmusok átláthatóságára vonatkozóan az egész Unióban.⁹⁹⁴ Ugyanakkor az ide vonatkozó információk az Egyesült Államokban is összegyűjthetőek az alapszabály, az éves jelentések, közgyűlési határozatok és a közgyűlési határozathozatal előkészítéseként a részvényeseknek megküldött információk (ún. *proxy statement*) vizsgálatával.

5.2. A céltársaság részvényeseinek érdekeit védő szabályozási megoldások értékelése

Rights, NBER Working Paper No. 6951 (1999), Harvard Law School Olin Discussion Paper No. 249 (1999) Elérhető (2010. augusztus 4.): http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=147590; NYBERG, Sten, *Reciprocal Shareholding and Takeover Deterrence*, International Journal of Industrial Organization (1995/3) 355–372. old.; GROSSMAN, Sanford J., HART, Oliver: *One Share-One Vote and the Market for Corporate Control*, Journal of Financial Economics (1988/1); FERRARINI, Guido: *One Share – One Vote: A European Rule?*, European Company and Financial Law Review (2006/2). HALÁSZ, Vendel-KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén (HVG-ORAC, Budapest, 2011.)* 358-365., 462-474. old.; WINTER, Jaap, SCHANS CHRISTENSEN, Jan, GARRIDO GARCIA, José Maria, HOPT, Klaus J., RICKFORD, Jonathan, ROSSI, Guido, SIMON, Joëlle, *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids*, Brussels, 10 January 2002, 4-6. old. old. Elérhető (2014. október 17): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf.

⁹⁹² Az Egyesült Államok esetében a különböző poison pill megállapodások, a vállalatfelvásárlások esetén tisztességes ár fizetését előíró alapszabály-módosítások, részlegesen újraválasztandó igazgatótanácsok jelentik ezeket a mechanizmusokat. Ezek jelentős elterjedtségre tettek szert. Például a részlegesen újraválasztandó igazgatótanácsot alkalmazó vállalatok aránya a tőzsdére lépő társaságok esetében az 1990-es években megfigyelhető 34%-os arányról már 70% fölé emelkedett 2001-ben. A részlegesen újraválasztandó igazgatótanács hatékony védekező eszköz jelent, különösen, ha kombinálva van az ún. *poison pill* védekezési módszerrel. Lásd KAHAN, Marcel–ROCK, Edward B.: *Corporate Constitutionalism: Antitakeover Charter Provisions as Precommitment*, University of Pennsylvania Law Review (2003/2); BEBCHUK, Lucian Arye, COATES, John C., SUBRAMANIAN, Guhan: *The Powerful Anti-Takeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence and Policy*, Stanford Law Review (2002/5); SUBRAMANIAN, Guhan: *Bargaining in the Shadow of Takeover Defenses*, Yale Law Journal (2003/december); HALÁSZ, Vendel-KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén (HVG-ORAC, Budapest, 2011.)* 358-365., 462-474. old.

⁹⁹³ WINTER, Jaap, SCHANS CHRISTENSEN, Jan, GARRIDO GARCIA, José Maria, HOPT, Klaus J., RICKFORD, Jonathan, ROSSI, Guido, SIMON, Joëlle, *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids*, Brussels, 10 January 2002, 2., 19-20. old. Elérhető (2014. október 17): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf,

⁹⁹⁴ WINTER, Jaap, SCHANS CHRISTENSEN, Jan, GARRIDO GARCIA, José Maria, HOPT, Klaus J., RICKFORD, Jonathan, ROSSI, Guido, SIMON, Joëlle, *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids*, Brussels, 10 January 2002, 2., 19-20. old. Elérhető (2014. október 17): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf,

Az Európai Unióban vállalatfelvásárlások esetén a részvényesek védelmére szolgáló legfontosabb mechanizmus az ún. kötelező nyilvános vételi ajánlattételi szabály.⁹⁹⁵ Ennek alkalmazását a 2004/25/EK irányelv közösségi szintű szabályozása írja elő, és megfogalmazza az erre vonatkozó garanciális keretszabályokat is.⁹⁹⁶ Különösen indokolt a vételi ajánlattételi kötelezettség előírása koncentrált tulajdonosi struktúra esetében. Ekkor ugyanis a vállalat felett irányító befolyás megszerzésére törekvő pakett-tulajdonos további részvényszerzéseit korlátozhatja a valamennyi részvényre kiterjedő, kötelező ajánlattétel, melyet az irányító részesedés megszerzése kivált. A jellemzően koncentrált tulajdonosi struktúrával rendelkező kontinentális Európa vállalatai tekintetében e szabály alkalmas annak megakadályozására is, hogy a céltársaságokban jelenlévő pakett-tulajdonosok részesedésük értékesítése során kizárólagosan saját maguk számára allokálják a vállalat feletti irányítás átadásához kapcsolódó prémiumot.⁹⁹⁷ A társaságból való kiszállás lehetőségét ugyanis az irányelv szerint valamennyi részvénybirtokos számára méltányos ellenérték fizetése mellett kell biztosítani⁹⁹⁸ (kivéve a szavazati joggal nem rendelkező részvényeket⁹⁹⁹). Ez hozzájárul a befektetők, és ez által a tőkepiacok magabiztosságának növeléséhez, hiszen a vállalat feletti irányításért kifizetett felár (amely e szabályozás hiányában jelentős mértékben a domináns részvénytulajdonos egyéni haszna lehetett) szétosztásra kerül valamennyi részvényes számára. Erre azért van lehetőség, mert a kötelező nyilvános vételi ajánlattételi szabály elzárja az irányító részesedést biztosító részvénypakettekkel való kereskedés útját (mivel ez a vállalat feletti irányítás megváltozását jelenti, és valamennyi részvényre kiterjedő, kötelező nyilvános vételi ajánlattételt von maga után), mely a leggyakoribb formája volt a vállalatok feletti irányítás megváltoztatásának Európa nagy részén.¹⁰⁰⁰

A szórt tulajdonosi struktúrában jelentkező káros ajánlattételi technikákra is hatékony ellenszert jelent a kötelező ajánlattételt előíró szabály. Bár az irányelv nem tiltja meg a

⁹⁹⁵ Lásd MAGNUSON, William, *Takeover Regulation in the United States and Europe: an Institutional Approach*, Pace International Law Review, Vol. 21. Issue 1. (2009.) 219–220. old.

⁹⁹⁶ Lásd 2004/25/EK irányelv 5. cikk (1)

⁹⁹⁷ Lásd BERGLÖF, Erik, & BURKART, Mike: *European Takeover Regulation*, Economic Policy, Vol. 18. Issue 36. (2003.) 175. old.; MAGNUSON, William, *Takeover Regulation in the United States and Europe: an Institutional Approach*, Pace International Law Review, Vol. 21. Issue 1. (2009.) 211–212. old.

⁹⁹⁸ Lásd 2004/25/EK irányelv 5. cikk (1), 5. cikk (4)

⁹⁹⁹ Lásd 2004/25/EK irányelv 2. cikk (1) e) fogalommeghatározása

¹⁰⁰⁰ Lásd GOERGEN, Marc, MARTYNOVA, Marina, RENNEBOOG, Luc: *Corporate Governance Convergence: Evidence From Takeover Regulation Reforms* (April 2005) European Corporate Governance Institute ECGI - Law Working Paper No. 33/2005 6–13. old. Accessible at: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=709023; BERGLÖF, Erik, & BURKART, Mike, *European Takeover Regulation*, Economic Policy (2003/április) 175. old.; 196–198.; COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT – *Report on the Implementation of the Directive on Takeover Bids*, 9–10. old. Elérhető (2010. június 23): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report_en.pdf;

részleges (vagy kétlépcsős) ajánlattételi technika alkalmazását,¹⁰⁰¹ a kötelező nyilvános vételi ajánlattételt előíró szabály képes hatékonyan elejét venni a (kis) részvényesek érdeksérelmének. Így a társaság feletti irányítást megszerezni szándékozó ajánlattevők nyugodtan tehetnek részleges vételi ajánlatot. Ebben az esetben az ajánlat önkéntes vételi ajánlatnak számít, melyre szintén alkalmazni kell megfelelően a kötelező vételi ajánlatra vonatkozó szabályokat.¹⁰⁰² Kötelező vételi ajánlatot pedig nyilván nem szükséges tenni a befolyásszerzési küszöbérték alatti részesedés megszerzésekor. Amennyiben viszont az ajánlattevő önkéntes (és esetlegesen részleges) vételi ajánlata eredményeként akkora részesedést szerzett meg egy céltársaságban, mely átlépi a nemzeti szabályozásban meghatározott befolyásszerzési küszöbértéket, akkor természetesen kötelező vételi ajánlatot kell tennie a társaság fennmaradó (szavazati joggal rendelkező) részvényeire az irányelv 5. cikke alapján, méltányos áron. A méltányos ár meghatározása pedig alapvetően a legmagasabb fizetett ár elvét követi, mely fontos garancia a részvényesek érdekeinek védelmében. A szabályozás ezzel pedig képes jelentősen csökkenteni a részleges (illetve kétlépcsős) ajánlatok kényszerítő jellegét. A részvényesek ugyanis jóval kevésbé szembesülnek így az ajánlatok elfogadása kapcsán megjelenő kényszer problémájával, hiszen a társaságban az irányító befolyás megszerzését jelentő részleges ajánlatot követnie kell egy valamennyi részvényre kiterjedő kötelező vételi ajánlatnak. Az ennek során fizetett ár pedig nem lehet alacsonyabb, mint a korábbi, önkéntes ajánlat során fizetett ár. Így az ajánlatok elfogadása kapcsán a részvényesekre nehezedő kényszer problémájának ellenszere, hogy az első (önkéntes és esetlegesen részleges) vételi ajánlatot el nem fogadó részvényesek annak sikere (tehát az ajánlattevő által a céltársaságban irányító részesedés megszerzése) esetén a kötelező nyilvános vételi ajánlattételi szabály segítségével méltányos áron képesek értékesíteni részvényeiket, és elhagyni a vállalatot.¹⁰⁰³ Ez szintén orvosolja az abból a megfigyelésből származó problémát, hogy az irányító befolyást megszerző befektető könnyen használhatja szavazati hatalmát a kisebbségi részvényesek hátrányára.¹⁰⁰⁴

¹⁰⁰¹ Lásd ENRIQUES, Luca, *The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive*, European Company and Financial Law Review, Vol. 1. Issue 4. (2004.) 466. old.

¹⁰⁰² Lásd 2004/25/EK irányelv 2. cikk (a) fogalommeghatározását

¹⁰⁰³ Lásd ENRIQUES, Luca, *The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive*, European Company and Financial Law Review, Vol. 1. Issue 4. (2004.) 446-447. old.; COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT – *Report on the Implementation of the Directive on Takeover Bids*, 9–10. old. Elérhető (2010. június 23): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report_en.pdf

¹⁰⁰⁴ Lásd COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT – *Report on the Implementation of the Directive on Takeover Bids*, 9–10. old. Elérhető (2010. június 23): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report_en.pdf

Az európai vállalatfelvásárlási joggal foglalkozó szakirodalom – érdemei mellett – számos hiányosságát is kiemelte a közösségi szintű szabályozást jelentő 2004/25/EK irányelvnek, illetve az átültetésével kialakított nemzeti jogszabályoknak. Megjegyezték például, hogy az irányelv nem határozza meg az irányító részesedés fogalmát, és így tág teret nyit ebben a tekintetben a tagállamok számára jogi szabályozásuk kialakításához.¹⁰⁰⁵ El kell ismerni, hogy a kötelező nyilvános vételi ajánlattételi szabály érvényesülését (kötelezően) kiváltó befolyásszerzési küszöbérték meghatározásának elmaradása – a tagállamok helytelen hozzáállása esetén – képes lett volna gyengíteni a szabályozás erejét. Azonban részvényeseik védelmében a tagállamok jellemzően 30-33 százalékos befolyásszerzésnél jelölték ki az irányító befolyás mértékét, ez pedig jóval alacsonyabb, mint a többségi befolyást jelentő 50 százalék + 1 részvény.¹⁰⁰⁶ Bizonyos tagállamok pedig garanciális szabályként egy második befolyásszerzési küszöbérték elérése esetén is előírták a vételi ajánlattételi kötelezettséget, vagy éppen egy ajánlattételt követően felmerült további, meghatározott mértékű befolyásszerzés esetén (*creeping-in*) rendelik ismételten alkalmazni azt.¹⁰⁰⁷ Így az általános következtetés az lehet, hogy a tagállami szabályozási megoldások nem rontják (sőt, egyes esetekben éppen javítják) a kötelező ajánlattételi szabály érvényesülését. A tagállamok tehát az irányelv kimondott szabályozási előírásának hiányában is követték annak célját.¹⁰⁰⁸ Szintén kritika fogalmazódott meg abban a tekintetben a közösségi szabályozással szemben, hogy a méltányos ár kifizetése során nem ad minden esetben lehetőséget a részesedésüktől megváló részvényeseknek papírjaik készpénz ellenértékének igénylésére (és így be kell érniük ellenértékként likvid értékpapírokkal). Bár a tagállamok előírhatják az irányelv szerint, hogy minden esetben legalább alternatívaként készpénzes ellenértéket is fel kell ajánlani, ez még nem biztosít a szabályozás kritikusai szerint konkrét garanciát.¹⁰⁰⁹ Ezzel kapcsolatban – azon túlmenően, hogy a tagállamok előírhatják nemzeti szabályozásukban további garanciaként a

¹⁰⁰⁵ Lásd EDWARDS, Vanessa, *The Directive on Takeover Bids – Not Worth the Paper It's Written On*, European Company and Financial Law Review, Vol. 1. Issue 4. (2004.) 433-434.; 439. old.; ENRIQUES, Luca, *The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive*, European Company and Financial Law Review, Vol. 1. Issue 4. (2004.) 445-446., 447-448., 456. old.

¹⁰⁰⁶ Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 126-131. old. Elérhető (2015. május 4.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

¹⁰⁰⁷ Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 126-131. old. Elérhető (2015. május 4.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

¹⁰⁰⁸ Mely szerint például tagállamoknak meg kell tenniük a szükséges lépéseket az értékpapírok birtokosainak – különösen a kisebbségi birtokosok – védelmére, amennyiben a társaságuk irányítását megszerezték. Lásd 2004/25/EK irányelv Preambulum 9.; ...ha egy személy megszerzi egy társaság irányítását, védeni kell az értékpapírok többi birtokosát. Lásd 2004/25/EK irányelv 3. cikk (1) a)

¹⁰⁰⁹ Lásd EDWARDS, Vanessa, *The Directive on Takeover Bids – Not Worth the Paper It's Written On*, European Company and Financial Law Review, Vol. 1. Issue 4. (2004.) 434. old.

készpénz ellenérték biztosítását¹⁰¹⁰ – indokolt kiemelni, hogy közösségi szinten már a legmagasabb fizetett ár elvén nyugvó méltányos ár meghatározása is igen komoly garanciát nyújt a részvényesek számára. Szintén ebbe az irányba mutat, hogy a tagállamok a méltányos ár kiszámításához jellemzően az irányelv rendelkezésein alapuló, de további garanciális elemekkel kiegészülő szabályokat alkalmaznak (egészen jó példa erre a magyar szabályozás).¹⁰¹¹ Így a vállalatfelvásárlások során a céltársaság részvényeseinek kifizetett ellenérték meghatározása tekintetében is szembetűnő az irányelv minimum-szabályozás jellege.¹⁰¹² A tagállamok ugyanis további, garanciális szabályokat alkalmaznak az ellenérték meghatározása tekintetében. Szintén nem fogadta egyöntetű lelkesedés az irányelv 4. cikk (5) bekezdését, mely szerint az irányelv általános elveinek betartása mellett a tagállamok az irányelv végrehajtásához elfogadott és bevezetett szabályaikban előírhatnak a szabályoktól való eltéréseket. Az így elfogadott eltérések az aggodalmak szerint alkalmasak lehetnek az irányelv által biztosított garanciák gyengítésére.¹⁰¹³ Dolgozatomban ennek kapcsán bemutattam, hogy valóban számos – jellemzően praktikus okokkal indokolható – eltérés jelent meg a tagállamokban a kötelező vételi ajánlattételi szabály alól. Azonban véleményem szerint túlzás lenne azt állítani, hogy ez lerontja az irányelv érvényesülését abban a tekintetben, amelyre elfogadásakor szánták: nevezetesen, amikor a társaság feletti irányítás ténylegesen megváltozik. Szintén hangsúlyoznám, hogy bár számos eltérés, kivételi kategória megjelent a tagállami szabályozásokban, azok nem érvényesülnek összességükben minden tagállamban. A tagállamok csupán bizonyos, számukra indokoltnak tűnő eltéréseket alkalmaznak. Az irányelv szabályozásától való eltérés lehetőségét kedvezőtlen színben feltűntetőik pedig hajlamosak elfelejtkezni arról, hogy nem csak a kötelező ajánlattételi szabály érvényesülését gyengítő, hanem azt erősítő eltérő, kiegészítő szabályozási elemek is gyakran megjelennek a tagállamok jogában, melyek a céltársaság részvényesei érdekeinek további védelmét szolgálják. Az irányelv kimondja ugyanis 5. cikk (6) bekezdésében, hogy a tagállamok az értékpapírok birtokosai érdekeinek védelmére szánt további eszközöket is előírhatnak, olyan mértékben, amilyenben ezen eszközök az ajánlattételi eljárás rendes lefolytatását nem gátolják.

¹⁰¹⁰ Lásd 2004/25/EK irányelv 5. cikk (5)

¹⁰¹¹ Lásd a tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvény 72. § rendelkezéseit.

¹⁰¹² Lásd EDWARDS, Vanessa, *The Directive on Takeover Bids – Not Worth the Paper It's Written On*, European Company and Financial Law Review, Vol. 1. Issue 4. (2004.) 434. old.; ENRIQUES, Luca, *The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive*, European Company and Financial Law Review, Vol. 1. Issue 4. (2004.) 442. old.

¹⁰¹³ Lásd EDWARDS, Vanessa, *The Directive on Takeover Bids – Not Worth the Paper It's Written On*, European Company and Financial Law Review, Vol. 1. Issue 4. (2004.) 434., 438. old.; ENRIQUES, Luca, *The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive*, European Company and Financial Law Review, Vol. 1. Issue 4. (2004.) 445., 447-448. old.

A fenti érveket figyelembe véve pedig azt a következtetést tudom levonni, hogy az irányelv, és a szabályait a nemzeti jogba átültető és gyakran kiegészítő nemzeti jogalkotás erőteljes védelemben részesíti a részvényesek érdekeit. Az irányelv által alkalmazott szabályozási megoldások jogharmonizációs szempontból bár óvatos kritikával illelhetők (hiszen számos esetben nem vezettek el az Európai Unióban a teljesen egységes szabályozás, a *level playing field* kialakulásához), a céltársaság részvényeseinek nyújtott garanciális védelem szempontjából viszont rendkívül erőteljes és előremutató szabályozást jelentenek véleményem szerint. Különösen igaz ez, ha összehasonlítjuk az Európai Unió szabályozási megoldásait az Amerikai Egyesült Államok hasonló területen érvényesülő szabályozásával.

Az Amerikai Egyesült Államokban szövetségi szinten törvényi szabályozásként az 1934-es *Securities Exchange Act* tartalmaz a vállalatfelvásárlásokkal kapcsolatos rendelkezéseket.¹⁰¹⁴ Ezt kiegészíti még a szövetségi felügyeleti hatóság, a *Securities and Exchange Commission* szabályozása (ugyanakkor ez utóbbi nem jogszabályi szintű). Az ezekben fellelhető szabályok nem írják elő a társaságok feletti irányítás megváltozásának esetére valamennyi részvényre kiterjedő nyilvános vételi ajánlattételi kötelezettséget. Így az ajánlatok kényszerítő jellegének, a kisorvényesek esetleges érdeksérelmének kevésbé tudnak gátat vetni. A részleges (illetve kétlépcsős) ajánlatok káros hatásainak kiküszöbölését sem biztosítják. Szintén nem akadályozza meg a szövetségi szintű szabályozás, hogy a vállalat feletti irányítás megszerzése egy irányító részvénytárcsát átadásával valósuljon meg, az annak tulajdonosával folytatott külön megállapodás alapján. A vállalatfelvásárlási ügylet így nem szükségszerűen terjed ki a kisorvényesek részvényeire, akik „beragadhatnak” a társaságba (szerencse ebben a tekintetben, hogy a nagy részvénytárcsák jelenléte az Egyesült Államok vállalataiban kevésbé gyakori), vagy éppen előnytelen feltételekkel kerülhetnek kizorításra. A szabályozás csupán azt követeli meg, hogy a szavazati joggal rendelkező részvényesek több, mint 5%-ának megszerzéséhez egy meghatározott tartalmi elemekkel rendelkező, és a *Securities and Exchange Commission*-nak benyújtott (illetve a céltársaságnak eljuttatott) ajánlati dokumentáció készüljön.¹⁰¹⁵ A vállalatfelvásárlás folyamata kapcsán is csak néhány

¹⁰¹⁴ Lásd KARMEL, Roberta S., *Transnational Takeover Talk: Regulations Relating to Tender Offers and Insider Trading in the United States, the United Kingdom, Germany and Australia*, *University of Cincinnati Law Review*, Vol. 66. Issue 4. (1998.) 1135. old.; SUBRAMANIAN, Guhan, *A New Takeover Defense Mechanism: Using an Equal Treatment Agreement as an Alternative to the Poison Pill*, *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 23. Number 2. (1998.) 390. old.; Electronic Code of Federal Regulations, Part 240. General Rules and Regulations, Securities Exchange Act of 1934; ZWECKER, Andrew, *The EU Takeover Directive: Eight Years Later, Implementation But Still no Harmonization among Member States on Acceptable Takeover Defenses*, *Tulane Journal of International and Comparative Law*, Vol. 21. Issue 1. (2012) 233-234. old.

¹⁰¹⁵ Lásd MAGNUSON, William, *Takeover Regulation in the United States and Europe: an Institutional Approach*, *Pace International Law Review*, Vol. 21. Issue 1. (2009.) 213–214. old.; EASTERBROOK, Frank

garanciális eljárási szabály került rögzítésre szövetségi szinten. A *Securities Exchange Act* és a *Securities and Exchange Commission* szabályozása tulajdonképpen garanciális közzétételi szabályokat fogalmaz meg az 5%-nál nagyobb részesedések megszerzéséhez, illetve a részvényesekkel való egyenlő elbánás elve alapján biztosítja, hogy az ajánlatokban minden részvényes egyenlő feltétellel vehessen részt (az ajánlattal érintett részvényosztályból), és valamennyi részvényes azonos árat (*a legmagasabb fizetett árat*) kapja papírjaiért.¹⁰¹⁶ Így az Európai Unió vállalatfelvásárlási irányelvéhez képest ez a szabályozás nyilvánvalóan alacsonyabb szintű védelemben részesíti csak a céltársaság részvényeseit.

A szövetségi szintű szabályozást a részvényesek védelme szempontjából kiegészíthetik a tagállamok által elfogadott, vállalatfelvásárlásokat szabályozó törvények. Ezek több típusa (sőt generációja¹⁰¹⁷) is ismert, így: „tisztes árat” biztosító tagállami törvényi szabályozások, irányítást biztosító részesedés-megszerzési törvények, üzleti kombinációs törvények, illetve az értékelési jog gyakorlását lehetővé tevő törvényi szabályozások.¹⁰¹⁸ Ezek jelenléte ugyanakkor esetleges, korántsem érvényesülnek minden tagállamban, és az alkalmazott megoldások is jelentős variációkat mutatnak. Egy tagállamon belül megvalósuló egymásra hatásuk – nem beszélve az Egyesült Államok vállalatirányítási piacának egészére gyakorolt hatásukról – pedig szintén akár egy önálló kutatás tárgyát képezhetné. Például az ún. „tisztes árat” biztosító tagállami törvényi szabályozás jellemzően a két lépésben megvalósuló vállalatfelvásárlási ajánlatok káros hatásait igyekszik csökkenteni. Célja annak biztosítása, hogy a két lépésben megvalósuló vállalatfelvásárlások első lépéseként tett ajánlatot el nem fogadó részvényesek ne kaphassanak az abban felajánlottnál kedvezőtlenebb ellenértéket részvényeikért cserébe a vállalatfelvásárlás második lépéseként megvalósuló, az ő társaságból való kiszorításukat célzó tranzakció során.¹⁰¹⁹ Így tulajdonképpen a

H., FISCHER, Daniel R., *Auctions and Sunk Costs in Tender Offers*, Stanford Law Review, Vol. 35. Issue 1. (1983.) 16. old.; *Securities and Exchange Act of 1934*, 14d szakasz, Elérhető (2014. november 4.): <https://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>

¹⁰¹⁶ Lásd SEC Rule §240.14d-10(a) (1) Elérhető (2014. november 4.): http://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?node=17:4.0.1.1.1&rgn=div5#se17.4.240_114d_61, SEC Rule §240.14d-10(a) (2) Elérhető (2014. november 4.): http://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?node=17:4.0.1.1.1&rgn=div5#se17.4.240_114d_61

¹⁰¹⁷ Lásd ROMANO, Roberta, *The Political Economy of Takeover Statutes*, Virginia Law Review, Vol. 73. Issue 1. (1987) 118-119. old.; SUBRAMANIAN, Guhan, *The Influence of Antitakeover Statutes on Incorporation Choice: Evidence on the Race Debate and Antitakeover Overreaching*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 150. Issue 6. (2002); MELAND, Mark S., *The Constitutionality of Second-Generation State Takeover Statutes – A New Life for State Regulation*, University of Florida Law Review, Vol. 40. (1988)

¹⁰¹⁸ Lásd SUBRAMANIAN, Guhan, *The Influence of Antitakeover Statutes on Incorporation Choice: Evidence on the Race Debate and Antitakeover Overreaching*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 150. Issue 6. (2002) 1828. old.

¹⁰¹⁹ Lásd MELAND, Mark S., *The Constitutionality of Second-Generation State Takeover Statutes – A New Life for State Regulation*, University of Florida Law Review, Vol. 40. (1988) 225-226. old.

részvényesekkel való egyenlő elbánást mozdítja elő. Az ún. irányítást biztosító részesedésmegszerzési törvények célja szintén a kényszerítő jellegű vállalatfelvásárlási ajánlatok hatásainak enyhítése, az ajánlattevők és a céltársaságban bennragadó (tehát a vállalatfelvásárlási ajánlatot kezdetben elutasító) részvényesek közötti ügyletek tisztességes kimenetelének elősegítése. Ezért jellemzően megtiltják a szabályozás hatálya alá eső társaságban a részvények meghatározott százalékát (általában húsz százalék) megszerző személy vagy csoport részére, hogy gyakorolja az e részvényekhez kapcsolódó szavazati jogokat, hacsak a tranzakcióban nem érdekelt (elfogulatlan) részvényesek többsége nem szavazza meg a részvényekhez kapcsolódó szavazati jogok visszaállítását. Ez nyilván akkor fog megtörténni, ha az ajánlattevő megfelelően figyelembe veszi érdekeiket.¹⁰²⁰ Az ún. üzleti kombinációs törvények pedig megtiltják a céltársaságnak, hogy bizonyos jelentős üzleti tranzakciókat hajtson végre a részvényeit megszerző személlyel, miután az egy meghatározott (jelentős, irányítást biztosító) mértékű befolyást ért el a céltársaságban. Ez alól a céltársaság igazgatótanácsa biztosíthat felmentést, amennyiben még e befolyásszerzési küszöbérték elérését megelőzően jóváhagyja az ügyletet.¹⁰²¹ Így ebben az esetben a céltársaság igazgatótanácsa számára biztosít lehetőséget a szabályozás, hogy a részvényesek érdekében tárgyaljon az így nyomás alá helyezett ajánlattevővel. Mivel a jóváhagyást (általában) az igazgatótanácsnak kell megadnia (és nem a részvényesek közgyűlésének), ezért ez a szabályozási megoldás lehetővé teszi a részvényeseken túlmutató egyéb érdekelt (pl. munkavállalók, beszállítók, fogyasztók, a közösség, stb.), sőt akár maguknak az igazgatóknak az érdekeinek figyelembe vételét, és érvényesítését. Az ún. értékelési jogot biztosító törvények pedig általában a vállalatfelvásárlási ajánlatot elutasító részvényesek számára teszik lehetővé, hogy a részvényeikért a bíróság által megállapított, az ajánlattevő által kifizetett készpénz ellenértékhez jussanak hozzá (ugyanakkor nincs garancia arra, hogy az el fogja érni az ajánlati árat).¹⁰²²

Látható, hogy e tagállami törvények jelentős további védelemben részesítik a szövetségi szintű jogalkotáson túlmenően a céltársaságok részvényeseit. Alkalmazásuk képes lehet

¹⁰²⁰ Lásd OPIOLA, Andrew J., Should Shares Issued Directly from a Corporation Constitute a Control Share Acquisition?, *Journal of Business and Technology Law*, Vol. 1, Issue 1 (2006) 208. old.

¹⁰²¹ Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 110. old. Elérhető: (2014. november 5.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf; SROUFE, Evelyn, GELBAND, Catherine, *Business Combination Statutes: A Meaningful Opportunity for Success*, *Business Lawyer (ABA)*, Vol. 45. Issue 3. (1989-1990) 895. old.; SILVERSTEIN, Bruce L., *An Analysis of the Constitutional Validity of Delaware's „Business Combination” Statute*, *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 13. (1988) 867-868. old.

¹⁰²² Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 174. old. Elérhető: (2014. november 7.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

csökkenteni a vállalatfelvásárlási ajánlatok kényszerítő jellegét, segíthet tisztességes ellenértéket vagy éppen a részvényesek számára kedvezőbb ajánlati struktúrát és feltételeket elérni a vállalatfelvásárlások során. Ez pedig a szórt részvényesi struktúrában a kollektív fellépés problémájából adódó hatások kiküszöbölése érdekében is fontos. Az értékelési jog pedig azt biztosítja, hogy a vállalatfelvásárlási ajánlattal elégedetlen részvényesek bírósághoz fordulhassanak részvényeik értékelését, és tisztességes áruk kifizetését kérve. Ugyanakkor ezek a hatások korántsem érvényesülnek minden tagállam vagy minden ügylet esetében, és korántsem egyformán. Ez ugyanis jelentős részben függ az érintett tagállam által alkalmazott vállalatfelvásárlásokra vonatkozó szabályozási megoldásoktól. Hangsúlyozni érdemes, hogy az amerikai vállalatok (és vállalati jog) szempontjából kiemelt jelentőségű *Delaware* állam csak az üzleti kombinációs törvényt alkalmazza (és az más államok üzleti kombinációs törvényeihez viszonyítva több eltérést is mutat). Több tagállam pedig semmilyen ilyen jellegű szabályozást nem léptetett hatályba.¹⁰²³ Így szerencsés esetben előfordulhat, hogy az Amerikai Egyesült Államok egyes tagállamaiban érvényesülő szabályozás (a szövetségi jognak és az elfogadott tagállami törvényeknek köszönhetően) hatását tekintve az Európai Unió vállalatfelvásárlási irányelvéhez mérhető védelmet nyújt a céltársaság részvényesei számára, - azonban ez korántsem garantált. Így csak részben tudok egyetérteni *William Magnuson*¹⁰²⁴ *Takeover Regulation in the United States and Europe: An Institutional Approach* című tanulmányának a részvényesek védelmére vonatkozó megállapításával. E tanulmány – bár jellemzően más aspektusból – szintén az európai és amerikai vállalatfelvásárlási szabályozás összehasonlítását célozza. Vonatkozó megállapításai közül egyetértek azzal, hogy az Európai Unió vállalatfelvásárlási irányelve magasabb szintű védelmet garantál a céltársaság részvényesei számára, mint az Egyesült Államok jogi szabályozása. Ez különösen igaz a kisebbségi részvényesek védelmének területén, mivel az Egyesült Államokban sem a *Securities and Exchange Act*, sem pedig más (pl. tagállami) szabályozás nem követeli meg a valamennyi részvényre kiterjedő nyilvános vételi ajánlatot. Így egyes részvényesek akaratlanul is „beragadhatnak” a felvásárolt társaságba. *Magnuson* ugyanakkor kiemeli, hogy a gyakorlatban a kisebbségi részvényesek nem igazán szembesülnek olyan vállalatfelvásárlási ajánlatokkal, melyek nem terjednek ki a céltársaság valamennyi részvényére. Ez alapján pedig úgy érvel, hogy a kisebbségi részvényesek

¹⁰²³ Így például Alabama, Alaska, Arkansas, Kalifornia, Montana, New Hampshire, Nyugat-Virginia. Lásd SUBRAMANIAN, Guhan, *The Influence of Antitakeover Statutes on Incorporation Choice: Evidence on the Race Debate and Antitakeover Overreaching*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 150. Issue 6. (2002) 1828. old.

¹⁰²⁴ William Magnuson a Harvardon szerezte jogi diplomáját 2009-ben, és jelenleg a nagypresztízsű Sullivan & Cromwell LLP ügyvédi iroda egyesülésekkel és vállalatfelvásárlásokkal foglalkozó ügyvédje.

pozíciója „nagyjából hasonló” az Egyesült Államokban és az Európai Unióban.¹⁰²⁵ A részvényeseket védő szabályozások vizsgálatát követően jómagam nem tudom ezt az álláspontot elfogadni. Véleményem szerint az Európai Unióban önmagában a vállalatfelvásárlási irányelv által biztosított, és a közösségi jog minimumának szánt garanciák olyan szintű védelmet nyújtanak a (kisebbségi) részvényesek számára, mellyel az Egyesült Államokban a szövetségi szabályozás és a leghatékonyabb részvényes-védelmi törvényeket felvonultató tagállami szintű jogi szabályozás együttes hatása is csak jó esetben lehet egyenértékűnek nevezhető. Ez a hatás pedig korántsem érvényesül minden tagállam esetében. Ezzel szemben attól függ, hogy milyen vállalatfelvásárlásokkal kapcsolatos tagállami szabályozás van hatályban egy adott tagállamban. Fontos az is, hogy ez a szabályozás miként kerül alkalmazásra egy adott ügylet esetében, és milyen hatást fejt ki egy konkrét ajánlattevő és konkrét céltársaság (illetve például az ún. üzleti kombinációs törvények esetében a rendelkezéseik alól felmentést nyújtani hivatott igazgatótanács) viszonyában. Optimális esetben az ismerttetett tagállami törvények képesek lehetnek a vállalatfelvásárlások kényszerítő jellegét csökkenteni, illetve elvenni az ajánlattevők kedvét a részleges, illetve kétlépcsős vállalatfelvásárlási ajánlatok használatától. Így végső soron lehetséges, hogy kevés ilyen ügylet nyer teret, és így hasonló lesz az Egyesült Államok (kisebbségi) részvényeseinek helyzete azzal, amit az Európai Unióban a vállalatfelvásárlási irányelv a közösségi jog minimumának szánt garanciáival biztosít. Fontos azonban kiemelni, hogy míg ez a védelem az Európai Unióban a vállalatfelvásárlási irányelv által a közösségi jog minimumának szánt garancia, addig az Egyesült Államokban a szövetségi jog és a tagállami törvények egymásra hatása eredményeként esetlegesen előálló (szerencsés) helyzet lehet. Az Európai Unióban a nemzeti szabályozások pedig még további garanciális elemeket is tartalmazhatnak, így a részvényesek védelme ez által is erősödhet. Ez alapján álláspontom szerint a céltársaság részvényeseinek védelme és érdekeik érvényesülése egyértelműen – és számottevően – erőteljesebb az Európai Unió vállalatfelvásárlási szabályozásában.

Nem véletlen, hogy az Egyesült Államokban szenátusi törvényjavaslat formájában szintén felmerült a vételi ajánlattételi kötelezettség bevezetése 20% százalékos feletti befolyásszerzés esetén. Ez az ún. *Corporate Takeover and Insider Abuse Reform Act of 1987 (S.1324)* törvényjavaslat rendelkezései között szerepelt, melyet *Terry Sanford*¹⁰²⁶ szenátor terjesztett

¹⁰²⁵ Lásd MAGNUSON, William, *Takeover Regulation in the United States and Europe: an Institutional Approach*, Pace International Law Review, Vol. 21. Issue 1. (2009.) 238. old.

¹⁰²⁶ Terry Sanford szenátor, élt 1917-1998-ig. 1961 és 1965 között Észak-Karolina kormányzója, 1986 és 1993 között pedig szenátora. Az 1970-es években kétszer is volt elnökjelölt. 1969 és 1985 között a Duke University elnöke.

elő.¹⁰²⁷ A szabályozás úgy lépett volna hatályba, hogy a *Williams Act* rendelkezései közé beiktattak volna egy – akkori számozás szerint – 36. szakaszt, mely a javaslatban szereplő rendelkezéseket tartalmazta volna.¹⁰²⁸ A törvényjavaslat – többek között – megtiltotta volna az ajánlattevőknek a 20% feletti részesedészerzést egy céltársaságban, hacsak nem tesznek nyilvános vételi ajánlatot a céltársaság valamennyi részvényére. Ugyanakkor e szabályozási megoldás az amerikai nézőpont szerint ütközik az alapvető gazdasági jogokkal. Azt követelné meg ugyanis az ajánlattevőtől, hogy több részvényt vásároljon meg és fizessen ki, mint amire valójában szüksége van. Szintén visszatárhathatja a menedzsmentet, a vállalat dolgozóit (mint egymással összehangoltan eljáró személyeket), vagy egyéb érdekeltet, hogy 20%-nál nagyobb részesedést szerezzenek meg a vállalatban.¹⁰²⁹ A javaslatot azonban nem támogatták, így a meghatározott befolyásszerzéshez kapcsolódó vételi ajánlattételi kötelezettség nem került be a *Williams Act* rendelkezései közé. Nyilvánvalóan ez a megközelítés túl erőteljes beavatkozást jelentett volna¹⁰³⁰ az amerikai jogfelfogást figyelembe véve a magánszereplők döntési autonómiájába.¹⁰³¹

5.3. A céltársaság részvényesei és menedzsmentje között jelentkező érdekellentét szabályozásának értékelése

Három elméleti megközelítést ismertettünk a vállalatfelvásárlási ajánlatokról való döntéshozatali jogkör részvényesek és menedzserek közötti megosztásának optimális módjáról. Ezek közül az első *Frank H. Easterbrook* és *Daniel R. Fischel* professzorok nevéhez fűződik. Ez a részvényesi jólét maximalizálásának elmélete a vállalati vezetők passzivitása által. Az elmélet alapján megkívánt menedzserei passzivitás nem csupán a vállalatfelvásárlásokkal szembeni védekező intézkedések alkalmazását, de a kedvezőbb ajánlatok keresését is megtiltja.¹⁰³² Az alkalmazott szabályozási megoldásokat megvizsgálva

¹⁰²⁷ Lásd az Egyesült Államok Kongresszusának honlapját. Elérhető (2015. március 7.): <https://www.congress.gov/bill/100th-congress/senate-bill/1324/actions>

¹⁰²⁸ Lásd HOOK, George C., What is wrong with takeover legislation? Northern Illinois University Law Review, Vol. 8. (1988) 305. old.

¹⁰²⁹ Lásd HOOK, George C., What is wrong with takeover legislation? Northern Illinois University Law Review, Vol. 8. (1988) 311. old.

¹⁰³⁰ Érdekes, hogy hasonló probléma nem merült fel a tagállami szabályozások közül például az irányítást biztosító részesedés-megszerzési törvények, vagy éppen az üzleti kombinációs törvények kapcsán, melyek szintén erőteljes beavatkozást jelentenek véleményem szerint az ajánlattevő pozíciójába.

¹⁰³¹ Lásd az Egyesült Államok Kongresszusának honlapját. Elérhető (2015. március 7.): <https://www.congress.gov/bill/100th-congress/senate-bill/1324/actions>; HOOK, George C., What is wrong with takeover legislation? Northern Illinois University Law Review, Vol. 8. (1988)

¹⁰³² Lásd EASTERBROOK, Frank H., FISCHEL, Daniel R.: *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, Harvard Law Review, Vol. 94. Issue 6. (1981.) 1161, 1164, 1191. old.;

láthatjuk, hogy sem az Európai Unió, sem az Egyesült Államok nem követeli meg a céltársaság menedzsereitől a teljes passzivitást.

A második szabályozási megoldás (mely *James J. Junewisz* és *Edward F. Greene*, illetve *Lucian A. Bebchuk* és *Ronald J. Gilson* professzorok nevéhez fűződik) a *hasznok elosztását középpontba állító elmélet*.¹⁰³³ Az elmélet hívei szerint az igazgatótanács feladata csupán az ajánlattal kapcsolatos információk ismertetése, illetve a kezdetinél kedvezőbb ajánlat keresése. Ez a megközelítés pedig visszaköszön az Európai Unió szabályozási megoldásában. Az Európai Unió ugyanis a vállalatfelvásárlásokat kívánatos tőkepiaci ügyleteknek tekinti, melyek megvalósítását támogatni kell.¹⁰³⁴ A vállalatfelvásárlások megvalósítását pedig veszélyeztethetné, ha a céltársaság menedzsmentje a részvényesek hozzájárulása nélkül fogadhatna el ellenük védekező intézkedéseket. Tekintettel arra, hogy a vállalatfelvásárlás után jó eséllyel állásuk elvesztésével számolhatnának, ezért minden bizonnyal – amennyiben erre lehetőségük van – megakadályoznák azt.¹⁰³⁵ Így érdekellentét jön létre a céltársaság vezetése és részvényesei között, hiszen ez utóbbiak az ajánlat sikerében érdekeltek, ugyanis az jellemzően magas felárat biztosítana részvényeikért.¹⁰³⁶ Az Európai Unió vállalatfelvásárlási irányelve így azt tartja kívánatosnak, ha a céltársaság vezetése nem tehet a részvényesek hozzájárulása nélkül védekező intézkedéseket a vállalatfelvásárlási ajánlatok megakadályozására. Ez az ún. semlegességi (neutralitási) szabály.¹⁰³⁷ Az Európai Unióban teret nyert álláspont szerint ugyanis ez a megoldás alkalmas leginkább arra, hogy lehetővé tegye a vállalatfelvásárlások előnyös hatásainak érvényesülését. Így a szinergiák kihasználásával megvalósuló értékteremtést, a vállalat versenyképes működéséhez szükséges méret elérését, a részvényesek számára a részvényeik piaci ár feletti értékesítését (és így a gyors profitszerzést), a gyengén teljesítő vállalati vezetés fegyelmezését.¹⁰³⁸ Szintén ez a szabályozási megoldás felel meg leginkább a részvényesi döntéshozatal elvének, melynek a

EASTERBROOK, Frank H., FISCHER, Daniel R., *Auctions and Sunk Costs in Tender Offers*, Stanford Law Review, Vol. 35. Issue 1. (1983.) 2, 7-8. old.; HOWARD, Geoffrey J., *Takeover Defences: A Reappraisal*, University of Brit Columbia Law Review, Vol. 24. Issue 1. (1990.) 58-59. old.

¹⁰³³ Lásd HOWARD, Geoffrey J., *Takeover Defences: A Reappraisal*, University of Brit Columbia Law Review, Vol. 24. Issue 1. (1990.) 59. old.

¹⁰³⁴ Lásd GILSON, Ronald J., *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*, Stanford Law Review, Vol. 33. Issue 5. (1981.) 845–848., 865-868. old.; HOWARD, Geoffrey J., *Takeover Defences: A Reappraisal*, University of Brit Columbia Law Review, Vol. 24. Issue 1. (1990.) 60. old.

¹⁰³⁵ Lásd MCCORD, Thomas J., *Limiting Defensive Tactics in Tender Offers: A Model Act for the Protection of Shareholder Decisionmaking*, Harvard Journal on Legislation, Vol. 21. Issue 2. (1984) 491. old.

¹⁰³⁶ Lásd ANJIER, John C., *COMMENTS-Anti-takeover Statutes, Shareholders, Stakeholders and Risk*, Louisiana Law Review, Vol. 51. Issue 3. (1991) 586-587. old.

¹⁰³⁷ 2004/25/EK irányelv 9. cikk (2)

¹⁰³⁸ Lásd WINTER, Jaap, SCHANS CHRISTENSEN, Jan, GARRIDO GARCIA, José Maria, HOPT, Klaus J., RICKFORD, Jonathan, ROSSI, Guido, SIMON, Joëlle, *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids*, Brussels, 10 January 2002, 19. old. Elérhető (2014. október 17): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf,

Winter-Bizottság szerint is az európai vállalatfelvásárlási jog egyik vezérelvének kell lennie.¹⁰³⁹ Ezzel összhangban a céltársaság vezetésének (igazgatóságának/igazgatótanácsának) szerepe vállalatfelvásárlási helyzetben az ajánlat megítéléséhez szükséges információk biztosítására, illetve esetleg egy előnyösebb feltételeket biztosító rivális ajánlat keresésére kell, hogy korlátozódjon. Ez a szabályozási megoldás olvasható az irányelv 9. cikkében „*A céltársaság ügyviteli vagy irányító szervének kötelezettségei*” címszó alatt. Bár az irányelv 12. cikk (1) bekezdése opcionálissá teszi e szabályok alkalmazását a tagállamok számára (tehát az irányelv e rendelkezései alól kizáródó tagállamokban továbbra is van lehetősége a vállalat vezetésének részvényesi hozzájárulás nélkül védekező intézkedések elfogadásáról dönteni), a szabályozás iránya egyértelműen látható: a vállalatfelvásárlások elősegítése az igazgatótanács semlegességével, és ezzel párhuzamosan a részvényesek döntési jogának biztosítása.¹⁰⁴⁰ Amennyiben pedig megfeleltetjük vállalatfelvásárlási helyzetekben a részvényesi érdeket az ajánlattevő által kínált felárban megtestesülő gyors profit megszerzésével, akkor látható, hogy az Európai Unió által kívánatosnak tartott szabályozási megoldás ezt megfelelően elősegíti. Így kimondhatjuk, hogy az Európai Unió szabályozása védi a részvényesi érdekeket a vállalat vezetésével szemben felmerülő érdekkonfliktusoktól is. A helyzetet némiképp árnyalja, hogy nemzeti jogában hét tagállam kizáródott a semlegességi szabály kötelező alkalmazása alól (ugyanakkor a vállalatok számára e tagállamokban is biztosított a lehetőség, hogy döntsenek annak alkalmazásáról). E tagállamok Belgium, Dánia, Németország, Magyarország, Luxemburg, Hollandia és Lengyelország. Az Európai Unió tagállamainak jelentős többsége viszont alkalmazza a semlegességi szabályt.¹⁰⁴¹ Ez hivatott megvédeni vállalatfelvásárlási helyzetben a részvényesi érdeket (a vállalatfelvásárlási ajánlatban felajánlott felárat) a pozícióját féltő vállalatvezetés által elfogadott védekező intézkedésektől. Ahogy ezt a *Winter-Bizottság* megfogalmazta, a menedzserek jelentős érdekkonfliktussal szembesülnek vállalatfelvásárlások esetén. Gyakran kétségbe vonják teljesítményüket és terveiket, és a saját állásuk is veszélybe kerül. Az érdekük ebben az esetben saját állásuk és reputációjuk

¹⁰³⁹ Lásd WINTER, Jaap, SCHANS CHRISTENSEN, Jan, GARRIDO GARCIA, José Maria, HOPT, Klaus J., RICKFORD, Jonathan, ROSSI, Guido, SIMON, Joëlle, *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids*, Brussels, 10 January 2002, 2., 20-21. old. Elérhető (2014. október 17): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf,

¹⁰⁴⁰ Lásd WINTER, Jaap, SCHANS CHRISTENSEN, Jan, GARRIDO GARCIA, José Maria, HOPT, Klaus J., RICKFORD, Jonathan, ROSSI, Guido, SIMON, Joëlle, *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids*, Brussels, 10 January 2002, 2. old. Elérhető (2014. október 17): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf,

¹⁰⁴¹ Lásd The Takeover Bids Directive Assesment Report, 190. old. Elérhető (2014. október 18.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

megmentésében ölt testet, nem pedig a vállalati érték részvényesek érdekében való maximalizálásában. A részvényesek vagy egyéb érdekeltek érdekeinek képviselőit érintő vonatkozó igényeiket pedig valószínűleg beszennyezi az önérdék. A részvényeseknek képesnek kell lenni a saját ügyükben dönteni, és az egyéb érdekelteket különleges (ágazati) szabályokkal kell védeni (pl. a munkajogon vagy környezetvédelmi jogon keresztül).¹⁰⁴² A *Winter-Bizottságnak* a részvényesi érdekek védelmére vonatkozó e gondolatait olvasva pedig meglepőnek tűnhet, hogy az Egyesült Államokban kialakult megközelítés gyökeresen eltér ettől.

Az Egyesült Államokban leginkább a bírói gyakorlat alakította a céltársaság vezetésének vállalatfelvásárlások esetén tanúsítandó magatartási szabályait, illetve a részvényesekkel való viszonyát. Ebben legjelentősebb szerepet a modellként szolgáló *Delaware* bíróságok gyakorlata játszott. Ez pedig számos alkalommal fenyegetésként, veszélyként hivatkozik a vállalatfelvásárlásokra, mellyel kapcsolatban az igazgatótanácsnak feladata megvédeni a társaságot, illetve a részvényeseket.¹⁰⁴³ A fenyegetés fogalmát pedig meglehetősen tágan értelmezi a bírói gyakorlat. Nem csak a részvényesek szempontjából „veszélyesnek” minősülő ajánlattételi technikák (így a két lépésben megvalósuló ajánlatok) számíthatnak ide, hanem például a puszta aggodalom is, hogy a céltársaság részvényesei nem megfelelően ítélik meg a céltársaság értékét.¹⁰⁴⁴ A vállalatfelvásárlások által jelentett fenyegetés felmérése, és az erre adott ésszerű válasz (védekezés) az igazgatótanácsok kötelezettségének részévé vált a *Delaware* joggyakorlatban. Ugyanakkor a *Delaware Supreme Court* azt is felismerte, hogy vállalatfelvásárlási helyzetekben az igazgatók szükségszerűen érdekkonfliktussal érintettek mivel az ajánlattevő társaság valószínűleg lecseréli az igazgatótanácsot.¹⁰⁴⁵ Erre tekintettel álláspontja szerint a bírói gyakorlatnak szigorúbb normákat kell alkalmaznia az igazgatók döntéseinek megítélésére, mint amelyek más (érdekkonfliktussal kevésbé átitatott) helyzetben

¹⁰⁴² Lásd WINTER, Jaap, SCHANS CHRISTENSEN, Jan, GARRIDO GARCIA, José Maria, HOPT, Klaus J., RICKFORD, Jonathan, ROSSI, Guido, SIMON, Joëlle, *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids*, Brussels, 10 January 2002, 21. old. Elérhető (2014. október 17): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf.

¹⁰⁴³ Lásd DENNIS, Anthony J., *Assessing the Fallout: Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc. and Delaware's Unocal Standard of Review*, *The Journal of Corporation Law*, Vol. 17. Issue 2. (1992) 376-377. old., KIHLMSTROM, Richard E., WACHTER, Michael L., *Corporate Policy and the Coherence of Delaware Takeover Law*, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 152. Issue 2. (2003) 525. old., MAGNUSON, William, *Takeover Regulation in the United States and Europe: an Institutional Approach*, *Pace International Law Review*, Vol. 21. Issue 1. (2009) 215. old.; HUTCHISON, Harry G., *Director Primacy and Corporate Governance: Shareholder Voting Rights Captured by the Accountability/Authority Paradigm*, *Loyola University Chicago Law Review*, Vol. 36. Issue 4. (2005.) 1153. old.

¹⁰⁴⁴ Lásd REGAN, Paul L., *What's Left of Unocal?*, *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 26. (2001) 966-967. old.; BALOTTI, Franklin R., LASTER, Travis J., *Professor Coates Is Right. Now Please Study Stockholder Voting*, *University of Miami Law Review*, Vol. 54. Issue 4. (2000) 827-828. old.

¹⁰⁴⁵ Lásd MAGNUSON, William, *Takeover Regulation in the United States and Europe: an Institutional Approach*, *Pace International Law Review*, Vol. 21. Issue 1. (2009.) 214-215. old.

alkalmazandóak. Érdekes ugyanakkor, hogy már az első ide vonatkozó bírósági határozatban, az *Unocal Corporation v. Mesa Petroleum* ügyben adott indoklás is komoly mozgásteret sejtetett az igazgatótanács vállalatfelvásárlásokkal szembeni védekezésében. Kiemelte ugyanis, hogy az igazgatótanács alárendelheti a „spekulánsok” érdekeit a „hosszabb távon” befektető részvényesekének. Így a *Delaware Supreme Court* voksát egyértelműen a hosszú távú befektetők érdekei mellett rakta le, szemben az ajánlat által jelentett pillanatnyi felárral.¹⁰⁴⁶ Az *Unocal* eset megoldásához a *Delaware* bíróság kialakított egy vizsgálati módszert, „tesztet” (ún. *Unocal-teszt*), mely az igazgatótanács magatartásának megítélésére szolgált. Ez ugyanakkor nem kívánt meg részvényesi beleegyezést az igazgatók által megtett védekező intézkedésekhez. A bíróság határozata alapvetően megerősítette az igazgatótanácsnak az angolszász vállalati jogban játszott hagyományos döntési elsőségét. Ez magában foglalta az igazgatótanács kötelezettségét annak megítélésére, hogy egy ellenséges felvásárlási ajánlat a részvényesek érdekében áll-e.¹⁰⁴⁷ Bár a *Delaware* bírói gyakorlat esetről-esetre fejlődik, ez a megközelítés alapjait tekintve napjainkban is változatlan. Jelenleg vállalatfelvásárlási helyzetben a menedzsment magatartására irányadó normát úgy foglalhatjuk össze a részvényesek viszonyában, hogy a vállalatfelvásárlások elleni védekező eszközök engedélyezettek, amennyiben a céltársaság igazgatótanácsának ésszerű oka van azt feltételezni, hogy az ajánlat fenyegetést jelent a céltársaságra nézve, és az ellenintézkedés ésszerű mértékű. A vállalat vezetése által elfogadott védekező intézkedés nem lehet kényszerítő vagy kizáró jellegű, és az ésszerűség határain belül kell maradnia. A bizonyítási teher a céltársaság igazgatótanácsát terheli. Amennyiben pedig a céltársaság értékesítéséről történik döntés (az igazgatótanács nem törekszik az ajánlat ellen védekezni), akkor ennek egy tisztességes verseny keretében kell történnie.¹⁰⁴⁸ Az Egyesült Államokban modellként szolgáló *Delaware* bírói gyakorlat így az igazgatótanács kezébe jelentős döntési jogkört helyez vállalatfelvásárlások esetén. Tulajdonképpen az igazgatótanács feladata a társaság (és így a részvényesek) védelme egy fenyegetést, veszélyt jelentő vállalatfelvásárlási ajánlattal szemben. Ez a megközelítés pedig meglehetősen távol áll az Európai Unióban követendőnek megjelölt részvényesi döntéshozatal elvétől. A vállalat vezetésének szerepvállalása azért is

¹⁰⁴⁶ Lásd az *Unocal*-ügy tapasztalatait. Lásd OESTERLE, Dale A., *The Negotiation Modell of Tender Offer Defenses and the Delaware Supreme Court*, Cornell Law Review, Vol. 72. Issue 1. (1986.) 142-143. old.

¹⁰⁴⁷ Lásd az *Unocal*-ügy tapasztalatait. BAINBRIDGE, Stephen M., *UNOCAL at 20: Director Primacy in Corporate Takeovers*, Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 31. Issue 3. (2006.) 796-798. old.

¹⁰⁴⁸ Lásd BALOTTI, Franklin és TRAVIS, Laster J.: *Professor Coates Is Right Now Please Study Stockholder Voting*, University of Miami Law Review, Vol. 54. Issue 4. (2000) 827-829. old.; THOMPSON, Samuel C. Jr., *Change of Control Board: Federal Preemption of the Law Governing a Targets Directors*, Mississippi Law Journal (2000/1) 62. old.; MAGNUSON, William: *Takeover Regulation in the United States and Europe: an Institutional Approach*, Pace International Law Review, Vol. 21. Issue 1. (2009) 216. old.

lehet fontos, mert az Egyesült Államokban nincs jelen a részvényeseket a számukra hátrányos ajánlattételi technikáktól védő szövetségi szintű szabályozás (például hiányzik a meghatározott befolyásszerzési küszöbérték felett a valamennyi részvényre kiterjedő ajánlattétel kötelezettsége), és a tagállami szintű szabályozási megoldások – még ha egy adott tagállam esetében elfogadásra kerültek is – sem nyújtanak ide vonatkozóan teljeskörű (az Európai Unióban tapasztaltnak megfelelő szintű) garanciát. E feladat ellátásához az amerikai társaságok igazgatótanácsai jelentős mozgásteret kapnak. Ez egészen addig terjed, amíg jóhiszeműen járnak el ésszerű vizsgálat alapján, és az elfogadott intézkedések nem tekinthetők „drákóinak” (lásd *Unitrin*).¹⁰⁴⁹ Nem meglepő, hogy az Egyesült Államokban az igazgatótanácsok gyakran élnek e jogkörükkel, és fellépnek a fenyegetésként értékelt ajánlatokkal szemben. Ebben nem gátolja őket az a szempont, hogy az ajánlati ár felárat testesít meg az éppen aktuális piaci árhoz képest. A részvényesek érdekében felhozott hosszú távú megfontolások könnyedén felülírhatják a rövid távú profitérdeket. Az igazgatótanács által ennek keretében elfogadott védekező intézkedések pedig gyakran alkalmasak arra, hogy az ajánlattevőt kedvezőbb feltételekkel bíró (jellemzően magasabb ajánlati árat biztosító, de akár a társaság részvényeinek nagyobb hányadára kiterjedő) ajánlat megtételére ösztönözzék. Ezzel igyekeznek ugyanis elérni, hogy az ajánlatot már ne lehessen jóhiszeműen a társaságot (illetve a részvényeseket) fenyegető veszélyként értékelni. A bíróságok szerepe pedig annak értékelése, hogy e küzdelemben az igazgatótanács által elfogadott intézkedések a bírói gyakorlat által kialakított normán belül maradjanak.

Fentieket figyelembe véve, az amerikai szabályozás a céltársaság részvényesei és vezetése közötti érdekkonfliktust az európai megoldásnál jóval kevésbé megnyugtatóan szabályozza, hiszen tág teret enged az igazgatótanács döntéshozatalának. Meg kell azonban jegyeznünk, hogy ez csak abban az esetben igaz, ha a részvényesek és a társaság érdekeként a vállalatfelvásárlási ajánlat által biztosított – azonnali, rövid távon jelentkező – felár megszerzését ismerjük el.

¹⁰⁴⁹ Lásd MAGNUSON, William: *Takeover Regulation in the United States and Europe: an Institutional Approach*, *Pace International Law Review* (2009/tél) 216. old.

III. Fejezet

Az egyéb érdekeltek érdekeinek figyelembe vétele vállalatfelvásárlási helyzetekben

1. A vállalatfelvásárlások egyéb érdekeltekre gyakorolt hatásai

1.1. A vállalatfelvásárlások egyéb érdekeltekre gyakorolt hatásairól rendelkezésre álló empirikus tapasztalatok

Indokoltnak látom kiemelni, hogy a vállalatfelvásárlásokkal kapcsolatos elemzésünk nem korlátozódhat pusztán a részvényesi jólét szempontjára, nem ítélné meg pusztán e mércén keresztül a vállalatfelvásárlási jogalkotás helyességét. Olyan szélesebb spektrumú szempontok figyelembe vétele is szükséges, mint az egyéb érdekeltek érdekei. Így el kell ismerni a munkavállalók, fogyasztók, beszállítók, kötvénytulajdonosok érdekeit. Sőt, ezen túlmenően azon közösség érdekeit is, melyben a céltársaság működik. Tekintettel kell lenni a vállalatfelvásárlás ilyen tágabb értelemben vett hatásaira is a helyes jogi szabályozás kialakítása során.¹⁰⁵⁰ Ugyanakkor a vállalatfelvásárlásokra vonatkozó jogalkotás irányvonalával és megítélésével kapcsolatban alapvető probléma, hogy korábban sem volt, és tulajdonképpen jelenleg sincs egyértelmű álláspont arra vonatkozóan az akadémiai és az üzleti szektor szereplői között, hogy milyen hatást tulajdonítsunk ezeknek az ügyleteknek. Nincs széleskörűen elfogadott konszenzus abban, hogy milyen hatásuk van, és honnan származnak a hasznok¹⁰⁵¹ egy vállalatfelvásárlási tranzakcióban.¹⁰⁵²

¹⁰⁵⁰ Lásd BOOTH, Richard A., State Takeover Statutes Revisited, Michigan Law Review, Vol. 88. Issue 1. (1989) 125-126. old.

¹⁰⁵¹ Érdekes okfejtést kapunk ezzel kapcsolatban *Richard A. Booth* professzortól. *Booth* professzor érdekes példájában kifejti ugyanis, hogy az egyéb érdekeltek védelmére irányuló törekvések nem alaptalanok. Példaként egy olyan hipotetikus helyzetet mutat be, melyben egy társaság nem termel hozamot a részvényesinek, sőt esélye sincs rá, hogy valaha a jövőben nyereséget érne el. Szintén nincsenek jól értékesíthető, vagy - helyben - hatékonyabban kihasználható eszközei. Ilyen esetben a társaság nyilvánvalóan nem igazán rendelkezik értékkel a részvényesei számára. Ugyanakkor még ez a társaság is működése során vásárol termékeket, igénybe vesz szolgáltatásokat és fizet némi adót. Ez pedig azt jelenti, hogy a vállalat értékkel rendelkezik az egyéb érdekeltek nézőpontjából. A munkavállalók, beszállítók, és a közösség számára fontos lehet működése. Bár ilyen vállalatokat *Booth* szerint sem túl valószínű, hogy fel akarnák vásárolni, de ezzel a feltételezéssel él. E szerint az ajánlattevő felismeri, hogy a társaság - nyilvánvalóan nem túl modern - eszközeit és felszerelését az eredeti példánál maradva Tasmaniába szállítva és ott újra termelésbe állítva nagyobb profit érhető el. A részvényesek nyilvánvalóan egy minimális ellenértékért cserébe hajlandóak lemondani részvényeikről. A közösség számára ugyanakkor a vállalat elvesztése jelentős károkat okoz. *Booth* professzor szerint kérdés, hogy a részvényesek haszna meghaladja-e az egyéb érdekeltek, a közösség által elszenvedett veszteséget? Általános kérdésként merül fel szintén *Booth* szerint, hogy vajon azon szereplők, akik nem tudják diverzifikálni befektetésüket, jogosultak-e valamilyen védelemre. A válasz az szokott lenni, hogy minden, a részvényeseket megelőző igényjogosult magánjogi szerződése szerint részesüljön védelemben (már ha az biztosít ilyet). Mindazonáltal *Booth* professzor szerint tagadhatatlan, hogy egy nem diverzifikált igényjogosult nagyobb kockázatot vállal, ugyanakkor az általa

A vállalatfelvásárlások egyéb érdekeltekre – különösen munkavállalókra – gyakorolt hatásairól több empirikus kutatás is napvilágot látott, ugyanakkor ezek jellemzően nem általános jelleggel fókuszáltak a vállalatfelvásárlásokra, hanem csak egy-egy tranzakció-típust, vagy viszonylag szűk mintát elemeztek ebből a szempontból.¹⁰⁵³ E kutatások pedig meglehetősen vegyes eredményre vezettek.¹⁰⁵⁴

Érdeemes megemlíteni a jelentős mintán elvégzett, *Klaus Gugler*¹⁰⁵⁵ és *Burçin Yurtoglu*¹⁰⁵⁶ nevéhez fűződő 2004-ben publikált kutatást, mely a *The effects of mergers on company employment in the USA and Europe* címen jelent meg. Ebben az 1981-től 1998-ig terjedő időszakra vonatkozóan nagyszámú egyesülési és vállalatfelvásárlási tranzakciót vizsgáltak meg a szerzők a foglalkoztatásra gyakorolt hatásuk szempontjából. Az empirikus kutatások az Egyesült Államokra és Európára terjedtek ki. Ennek eredményeként azt a következtetést vonták le az Egyesült Államok tekintetében, hogy a munkaerőre vonatkozó átlagos igény nem csökken jelentős mértékben az egyesülési és vállalatfelvásárlási tranzakciók eredményeként. Európában ugyanakkor 10%-os csökkenés tapasztalható ebben a tekintetben. Ezt a különbséget a szerzők a munkavállalókat védő merev európai munkajogi szabályokkal magyarázták. A szerzők szerint az európai vállalatok arra használják az egyesülési és vállalatfelvásárlási tranzakciókat, hogy optimalizálják foglalkoztatottsági szintjüket, melyet a szigorú munkajogi környezetben máshogy nem tudnak megvalósítani. Érdeemes ugyanakkor

élvezett hozam jóval alacsonyabb. Lásd BOOTH, Richard A., *State Takeover Statutes Revisited*, Michigan Law Review, Vol. 88. Issue 1. (1989) 125-126. old.

¹⁰⁵² Lásd ANJIER, John C., *COMMENTS-Anti-takeover Statutes, Shareholders, Stakeholders and Risk*, Louisiana Law Review, Vol. 51. Issue 3. (1991) 564. old

¹⁰⁵³ A vállalatfelvásárlási irányelv hatásait elemző *The Takeover Bids Directive Assessment Report* szintén utal arra, hogy a vállalatfelvásárlások munkavállalókra gyakorolt hatását illetően empirikus bizonyítékok csak szűkösen állnak rendelkezésre. A vonatkozó empirikus kutatásoknak számos akadályt kell ugyanis leküzdeniük (pl. a megfelelő kontroll-csoport kiválasztása, az akvizíciókból és a társaság feldarabolásából adódó munkavállalói létszám-változás elkülönítése az organikus változásoktól stb.) Lásd *The Takeover Bids Directive Assessment Report*, 343. old. Elérhető:

http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

¹⁰⁵⁴ Így például Charles Brown és James L. Medoff 1988-ban készített kutatása egy michigan-i vállalatokból álló minta alapján arra a következtetésre jutott, hogy a vállalatok feletti tulajdonlás megváltozása a bérezésre az 5%-os csökkentéstől az 5%-os növekedésig terjedő intervallumban van hatással, illetve a foglalkoztatásra az 5%-os csökkenéstől a 9%-os növekedésig; - a vállalatfelvásárlás típusától függően. Steven N. Kaplan egy vállalatfelvásárlási tranzakció-típust, a menedzseri kivásárlást (management buyout) vizsgálta meg a munkavállalókra gyakorolt hatás szempontjából 1989-es kutatásában. A kutatás az 1980-as évek menedzseri kivásárlásaiból álló minta alapján azt mutatta, hogy azok 12%-os medián csökkenést eredményeztek a foglalkoztatásban. Robert H. McGuckin és Sang V. Nguyen üzemi szintű adatokat használva a gyáripari szektorból arra a következtetésre jutott 2001-es kutatásában, hogy a tulajdonosváltások pozitív változást hoztak a céltársaságok foglalkoztatására és bérszínvonalára. Davis és szerzőtársai 2009-es kutatásukban a magántőkéből megvalósuló kivásárlásokat követően a foglalkoztatás csökkenésére látnak bizonyítékot. Lásd LI, Xiaoyang, *Workers, Unions and Takeovers*, Journal of Labor Research, Vol. 33. Issue 4. (2012) 444-445. old.

¹⁰⁵⁵ Klaus Gugler a Bécsi Egyetem közgazdászprofesszora.

¹⁰⁵⁶ B. Burcin Yurtoglu a WHU - Otto Beisheim School of Management közgazdászprofesszora, a vállalati pénzügyek tanszék vezetője.

megjegyezni, hogy a számos európai országban az elmúlt időszakban végbement munkaerőpiaci reformok fényében e megállapításokat érdemes óvatosan kezelni.¹⁰⁵⁷

Mindenképpen szükséges e tárgykörben kitérnünk Li¹⁰⁵⁸ 2012-ben publikált kutatására, mely igen komoly mintán keresztül közelíti meg a vállalatfelvásárlások foglalkoztatásra gyakorolt hatását. Kutatása során az Egyesült Államokban az 1981-2002-ig terjedő időszakban több mint négyezer vállalatfelvásárlást elemzett. A kutatásához az amerikai *Census Bureau* által fenntartott *Longitudinal Business Database* adatait használta, hogy nyomon kövesse a felvásárolt társaságok esetében a munkavállalók számának és javadalmazásának változását. Ezt az adatbázist összekapcsolta a *Securities Data Company* hazai (tehát amerikai) egyesületekre és felvásárlásokra vonatkozó adatbázisával. Ebből a gazdag adathalmazból került összeállításra a minta. Minden céltársaság mellé egy vele összehasonlítható (*benchmark*-ként figyelembe véve az iparágat, a társaság alapításától eltelt időt és a korábbi foglalkoztatás-bővülést) cég került kiválasztásra. Ezt követően Li összehasonlította a céltársaságok fizetési és foglalkoztatási adataiban beállott változást a kontrollcsoportnak számító vállalatokéval a vállalatfelvásárlást megelőzően és azt követően. A kutatás arra az eredményre vezetett, hogy 3 évvel a vállalatfelvásárlást követően a céltársaságok fizetési és foglalkoztatási szintje 3.5, illetve 2 százalékkal lett alacsonyabb, mint a kontrollcsoportba tartozó vállalatoké. Ezzel párhuzamosan a javadalmazás növekedésének mértéke, illetve a foglalkoztatás növekedésének mértéke a felvásárolt társaságok esetében 0.3 illetve 0.4 százalékponttal alacsonyabb lett, mint a kontrollcsoportban szereplőknek. Ezen túlmenően a céltársaságokat 3 százalékponttal nagyobb valószínűséggel zárják be a vizsgált időszakban, mint egy vele összehasonlítható vállalatot. Röviden, a munkavállalókat hátrányosan érinti a vállalatfelvásárlás.¹⁰⁵⁹

Az Európai Unió viszonylatában a *The Takeover Bids Directive Assessment Report* tartalmaz összefoglaló adatokat a vállalatfelvásárlások foglalkoztatásra gyakorolt hatásairól. Kiindulási alapul a *European Monitoring Centre on Change* adatbázisa szolgál, mely gyakorlatilag a leghasznosabb összeurópai adatbázis a foglalkoztatásban bekövetkezett változások elemzésére. Ez alapvetően a tervezett létszám-bővítési és csökkentési adatokat tartalmazza az egyes átalakításokhoz kapcsolódóan. Így adatokat tartalmaz a csődhelyzetek, az üzleti tevékenység bővítése, az egyesületek és vállalatfelvásárlások, a kiszervezések, stb. esetére.

¹⁰⁵⁷ Lásd THE TAKEOVER BIDS DIRECTIVE ASSESSMENT REPORT, 345. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf.

¹⁰⁵⁸ LI Xiaoyang a Cheung Kong Graduate School of Business (CKGSB) adjunktusa közgazdaságtan és pénzügyi területen.

¹⁰⁵⁹ Lásd LI, Xiaoyang, Workers, Unions and Takeovers, *Journal of Labor Research*, Vol. 33. (2012) 443-460. old.

Az adatbázis ugyanakkor csak a közmédiában hozzáférhető adatokra épül. Fontos kiemelni, hogy a *European Monitoring Centre on Change* nem kezeli külön kategóriaként a vállalatfelvásárlásokat, hanem az egyesülésekkel összevont kategóriába (egyesülések és vállalatfelvásárlások) sorolja őket. Így hatásukat csak együttesen tudjuk vizsgálni az adatbázis alapján. E tranzakciókhoz kötődően az átlagos tervezett nettó munkahelyteremtés negatív volt a 2002-től 2010-ig terjedő időszakban, - azaz a munkahelyek száma (feltételezhetően) csökkent e tranzakciók eredményeként, tehát leépítések voltak. Egyedüli kivétel ez alól a 2007-es év, melyben rendkívülinek számító, magas munkahelybővülést mutatnak az adatok az egyesülésen/vállalatfelvásárláson átesett cégek körében. Az adatokat némiképp árnyalja, hogy – mint említettük – az egyesülések is megtalálhatóak ebben a mintában. Az egyesülések esetében pedig a leépítések mögötti fő oknak jellemzően a duplikációk elkerülése számít. Ez a tényező ugyanakkor kevésbé van jelen a maga vegytiszta formájában a vállalatfelvásárlásoknál. Éppen ezért valószínűsíthető, hogy a vállalatfelvásárlások és egyéb akvizíciók munkahelyekre gyakorolt hatása kedvezőbb, mint az egyesüléseké.¹⁰⁶⁰ Szintén érdemes kiemelni az Európai Unió viszonylatában az egyesülések/vállalatfelvásárlások hatásait más szerkezetátalakítási műveletekhez viszonyítva. Amennyiben a 2002-től 2010-ig terjedő időszakban figyelembe vesszük a rendellenesen pozitív hatást mutató 2007-es évet, akkor az egyesülések/vállalatfelvásárlások munkahelyekre gyakorolt hatása kedvezőbb, mint a legtöbb más szerkezetátalakításnak (így pl. a belső átszervezéseknek, *off-shoring*-nak, az egyéb átszervezések kategóriába sorolható intézkedéseknek, vagy a kiszervezéseknek). Az egyesülések/vállalatfelvásárlások esetében a munkahelyteremtésre gyakorolt hatást tekintve rendellenesen pozitív 2007-es évet figyelmen kívül hagyva ez a megállapítás azonban már csak részben tartható. A 2007-es rendellenesen pozitív eredményt mutató évet figyelmen kívül hagyva ugyanis az egyesülések és vállalatfelvásárlások meglehetősen negatív hatást gyakoroltak a munkahelyek számára Európában a 2002-től 2010-ig terjedő időszakban. Ez a hatás például kedvezőtlenebb volt a vállalati csődöknél vagy az *off-shoring* és kiszervezési tevékenységeknél¹⁰⁶¹.¹⁰⁶² Fentieket figyelembe véve az egyesülési/vállalatfelvásárlási ügyletek az Európai Unióban ebben az időszakban (a 2007-es évet leszámítva) meglehetősen negatív hatást gyakoroltak a

¹⁰⁶⁰ Lásd THE TAKEOVER BIDS DIRECTIVE ASSESSMENT REPORT, 344-345. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

¹⁰⁶¹ A belső átszervezések illetve az egyéb átszervezések hatása azonban még így is kedvezőtlenebbnek bizonyult. Lásd THE TAKEOVER BIDS DIRECTIVE ASSESSMENT REPORT, 344-345. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

¹⁰⁶² Lásd THE TAKEOVER BIDS DIRECTIVE ASSESSMENT REPORT, 344-345. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

foglalkoztatásra. A fentiek fényében pedig nem ítélnéjük megalapozatlannak a munkavállalói aggályokat.¹⁰⁶³ A munkavállalókra gyakorolt hatás ugyanakkor csak egy (bár talán legjobban kézzelfogható) elemét jelenti a vállalatfelvásárlások egyéb érdekeltre gyakorolt hatásának.

1.2. Az egyéb érdekeltnek érdekeinek vállalatfelvásárlási helyzetben való figyelembevételével kapcsolatos elméleti háttér

Az egyéb érdekeltnek védelmével kapcsolatban érdemes felidézni az 1980-as évek amerikai vállalatfelvásárlásainak tapasztalatait. Ez alapján bár a részvényesek jelentős mértékben profitálni tudtak a vállalatfelvásárlásokból és vállalati szerkezetátalakításokból, a részvényesi jólétet korántsem azonosíthatjuk a társadalmi jóléttel. Felismerték ugyanis, hogy a részvényesek előny szerzése – legalábbis részben – más, társaságban jelenlévő érdekcsoportok költségére valósulhat meg (ide értve, kiemelten a munkavállalókat és a hitelezőket).¹⁰⁶⁴ A vállalatfelvásárlás során a részvényeseknek fizetett prémium egy része abból származhat, hogy a vállalatban jelenlévő más érdekelti csoportoktól a részvényesi csoport irányába érték-átcsoportosítás történik. A részvényesek irányába megnyilvánuló ezen érték-átcsoportosítások érték-újraelosztást jelentenek, mely negatív externáliát testesít meg.¹⁰⁶⁵ Ezen túlmenően, amikor a részvényesek „elkobozzák” a munkavállalók humán tőkéjét, akkor az érték-átcsoportosítás egy egyenlőtlenséget erősítő irányba valósul meg. Röviden és tömören, a jómódú részvényesek gazdagabbak lesznek azáltal, hogy a munkavállalókat szegényebbé teszik. Mindezt tetézi, hogy a jómódú részvényesek hajlamosak kockázat-semlegesként vagy éppenséggel kockázatvállalóként viselkedni, mivel a több vállalatba való befektetéssel diverzifikálhatják pénzügyi tőkéjüket. A munkavállalók ezzel szemben kockázatkerülő, mivel az összes humán tőkéjüket egy munkaadóba fektették.¹⁰⁶⁶ Így a veszteségek jobban sújtják őket.

¹⁰⁶³ Lásd THE TAKEOVER BIDS DIRECTIVE ASSESSMENT REPORT, 344-345. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf.

¹⁰⁶⁴ Ezen álláspontra helyezkedik John C. Coffee. Lásd COFFEE, John C., *Unstable Coalitions: Corporate Governance as a Multi-Player Game*, Georgetown Law Journal, Vol. 78. Issue 5. (1990) 1495-1550. old.; COFFEE, John C., *Shareholders Versus Managers: The Strain in the Corporate Web*, Michigan Law Review, Vol. 85. Issue 1. (1986.) 1-109. old.; COFFEE, John C., *The Uncertain Case for Takeover Reform: An Essay on Stockholders, Stakeholders and Bust-Ups*, Wisconsin Law Review, Vol. 1988. Issue 3. (1988.) 435-466. old.; SHLEIFER, Andrei, SUMMERS, Lawrence H., *Breach of Trust in Hostile Takeovers*, in CORPORATE TAKEOVERS: CAUSES AND CONSEQUENCES (A. Auerbach ed. 1988). 33-56. old.

¹⁰⁶⁵ Lásd MCDANIEL, Morey W., *Stockholders and Stakeholders*, Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991) 124. old.; BEBCHUK, Lucian Arye: *The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers*, The University of Chicago Law Review, Vol. 69. Issue 3. (2002.) 1021-1022. old.

¹⁰⁶⁶ Lásd MCDANIEL, Morey W., *Stockholders and Stakeholders*, Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991) 124-125. old.

Az ehhez hasonló problémák jelenlétét alátámasztják a negyedik amerikai vállalatfelvásárlási hullám tapasztalatai, melynek során megjelentek és elterjedté váltak a céltársaságok újjászervezését, átstrukturálását illetve feldarabolását eredményező vállalatfelvásárlások.¹⁰⁶⁷ Ezek vizsgálatához kapcsolódóan a tudományos szakirodalom kifejti, hogy a munkavállalók, illetve akár egy egész közösség számára hátrányos lehet, ha gyárakat vagy termelési központokat bezárnak, illetve más államba telepítenek át egy vállalatfelvásárlás után lezajló átszervezés keretében.¹⁰⁶⁸ Ezeknek az érdekelteknek a sérelme úgy is értelmezhető, mint amely finanszírozza a céltársaság (esetleg az ajánlattevő) részvényeseinek kifizetett felárat.¹⁰⁶⁹ A munkavállalók szempontjából nézve így a vállalatfelvásárlás során érték kerülhet átcsoportosításra a részvényesek számára. Ilyen például, ha a magasabb javadalmazású munkavállalókat alacsonyabb javadalmazásúakra cserélik egy átszervezés keretében. Különösen fenyegető lehet a munkavállalók számára a leépítés lehetősége¹⁰⁷⁰, az esetleges részlegbezárások. Szintén kedvezőtlen a változás azon munkavállalók nézőpontjából, akik társaság-specifikus szaktudás fejlesztésére fordítottak időt és energiát.¹⁰⁷¹ A bizonytalanságból adódó veszély ezzel párhuzamosan emelheti a munkaerő költségét, befolyásolhatja a munkavállalókkal kötött keret-megállapodások feltételeit.¹⁰⁷²

Richard A. Booth professzor szerint is a vállalatfelvásárlási szabályozás egy fontos kérdése, hogy a részvényeseknek a vállalatfelvásárlás során fizetett prémium forrása honnan eredeztethető. Egyik alternatíva, hogy a társaság vezetésével kapcsolatban jobb elképzelésekkel rendelkező ajánlattevő meg kívánja osztani az így keletkező hasznot (ami helyes) a céltársaság részvényeseivel. A másik lehetőség viszont az, hogy a részvényeseknek kifizetett felárat néha (vagy esetleg gyakran) az ajánlattevő abból a tervezett megtakarításból fizeti ki, amit a menedzserekkel, beszállítókkal, fogyasztókkal, munkavállalókkal kötött szerződések újratárgyalásával és a korábbi megállapodásoknál kedvezőtlenebb feltételek

¹⁰⁶⁷ Lásd MADDEN, Patrick M., *Federal Labor Law Preemption of State Anti-Takeover Law: A Case of First Impression*, Washington Law Review, Vol. 65. Issue 2. (1990) 457. old.

¹⁰⁶⁸ Lásd BEBCHUK, Lucian Arye, *The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers*, The University of Chicago Law Review, Vol. 69. Issue 3. (2002.) 1021–1022. old., COFFEE, John C., *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, Columbia Law Review, Vol. 84. Issue 5. (1984) 1221-1223. old.

¹⁰⁶⁹ Lásd PRENTICE, Robert A.–LANGMORE, John H., *Hostile Tender Offers and the Nancy Reagan Defense: May Target Boards Just Say No-Should They be Allowed To?* Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 15. Issue 2. (1990.) 451. old.

¹⁰⁷⁰ Lásd BEBCHUK, Lucian Arye, *The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers*, The University of Chicago Law Review, Vol. 69. Issue 3. (2002.) 1021–1022. old.

¹⁰⁷¹ Lásd LIPTON, Martin, *Corporate Governance in the Age of Finance Corporatism*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 136. Issue 1. (1987) 37-38. old.

¹⁰⁷² COFFEE, John C., *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, Columbia Law Review, Vol. 84, Issue 5. (1984) 1223. old.; HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén (HVG-ORAC, Budapest, 2011.)* 488-493. old.

kialakításával érnek el.¹⁰⁷³ Ez pedig minden bizonnyal hátrányosan érinti azt a közösséget, ahol a céltársaság működik.

Andrei Shleifer és *Lawrence H. Summers*¹⁰⁷⁴ közgazdászprofesszorok úgy érvelnek, hogy az ellenséges vállalatfelvásárlások lehetővé teszik a részvényeseknek, hogy kisajátítsák az egyéb érdekelték vagyonát (jólétét), és az ilyen vállalatfelvásárlások több értéket osztanak újra, mind amennyit teremtenek.¹⁰⁷⁵ Kiemelik, hogy az egyéb érdekeltéktől (pl. munkavállalók, beszállítók) a részvényesek irányába megnyilvánuló érték-átcsoportosítások a vállalatfelvásárlási prémium jelentős részét tehetik ki. A szerzők továbbá hangsúlyozzák, hogy az implicit szerződéssel rendelkező felektől származó újraelosztás fontos tényező, ugyanakkor egyéb átcsoportosítások szintén jelentősek lehetnek (például a szerzők szerint a vállalatfelvásárlásokhoz kapcsolódó adóoptimalizáló, adómegetakarító szerkezetátalakításokat a kormányzattól történő átcsoportosításként értékelték).¹⁰⁷⁶ *Morey W. McDaniel*¹⁰⁷⁷ kissé markáns álláspontja szerint amennyiben ez igaz, akkor az ellenséges vállalatfelvásárlások kevésbé jelenthetnek többet, mint nagyléptékű lopást.¹⁰⁷⁸

Lucian A. Bebchuk professzor 1985-ben megjelent tanulmánya szerint a társaságok eszközei feletti hatékony piac kialakulásához egyik követelmény az externáliák hiánya, továbbá hogy ílymódon a vállalatfelvásárlások során a részvényesek által elért nyereség nettó társadalmi hasznot jelentsen. Tehát ez az előnyszerzés ne harmadik felek költségére valósuljon meg.¹⁰⁷⁹

Bebchuk professzor szerint egy racionális döntésen alapuló vállalatfelvásárlás növelni fogja az ajánlattevő és a céltársaság együttes értékét, és így a részvényesek javára szolgál. De a két társaság együttes értékében beálló ilyen növekedés még nem jelenti önmagában azt, hogy a tranzakció hatékony. Egy ilyen következtetés szükségeszerűen csak akkor lehet igaz, ha a

¹⁰⁷³ Lásd BOOTH, Richard A., *State Takeover Statutes Revisited*, Michigan Law Review, Vol. 88. Issue 1 (1989) 125-127. old.

¹⁰⁷⁴ Lawrence H. Summers a Harvard egyetem professzora és emeritus elnöke. 1999 és 2001 között az Amerikai Egyesült Államok pénzügyminisztere (előtte 1995-től 1999-ig annak helyettese).

¹⁰⁷⁵ Lásd SHLEIFER, Andrei, SUMMERS, Lawrence H., *Breach of Trust in Hostile Takeovers*, in CORPORATE TAKEOVERS: CAUSES AND CONSEQUENCES (A. Auerbach ed. 1988). 33-56. old.

¹⁰⁷⁶ Lásd SHLEIFER, Andrei, SUMMERS, Lawrence H., *Breach of Trust in Hostile Takeovers*, in CORPORATE TAKEOVERS: CAUSES AND CONSEQUENCES (A. Auerbach ed. 1988). 53. old.

¹⁰⁷⁷ Morey William McDaniel, élt 1939-2009-ig. A Stanford Law School hallgatójaként diplomázott, majd LL.M. végzettségét a Harvard Law School-on szerezte. Dolgozott a Cravath, Swaine, and Moore wall street-i cégnek, majd 1974-től a Union Carbide Corporation jogi osztályának vezető pénzügyi jogtanácsosa, ahol is húsz éven keresztül, nyugdíjazásáig dolgozott. Számos szakcikk és tanulmány szerzője jogi és pénzügyi témában. Lásd: <http://www.legacy.com/obituaries/news-leader/obituary.aspx?n=morey-william-mcdaniel&pid=141520842>

¹⁰⁷⁸ Lásd MCDANIEL, Morey W., *Stockholders and Stakeholders*, Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991) 125-126. old.

¹⁰⁷⁹ Lásd BEBCHUK, Lucian A., *Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers*, Harvard Law Review, Vol. 98. Issue 8. (1985.) 1693-1808., 1792. old.; MCDANIEL, Morey W., *Stockholders and Stakeholders*, Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991) 129. old.

céltársaság és az ajánlattevő részvényeseinek juttatott haszon nettó társadalmi hasznot jelent. *Bebchuk* ugyanakkor az általa megfigyelt vállalatfelvásárlásokból azt a következtetést vonta le, hogy az ajánlattevő és a céltársaság részvényesei számára juttatott egyéni előnyök nem szükségszerűen jelentenek társadalmi hasznot. Bizonyos esetekben a két társaság együttes értékében beálló növekedés a vállalatirányítás tökéletesítéséből vagy szinergiákból adódik, mely esetekben a megszerzett egyéni hasznok nettó társadalmi hasznot is jelentenek egyúttal. Ugyanakkor ez szintén fakadhat adó-megtakarításokból, vagy éppen a megnövekedett piaci erőből, mely esetekben *Bebchuk* professzor szerint az egyéni hasznok az adóbevételek vagy a fogyasztók rovására jelennek meg. Alkalmassint pedig a két társaság együttes értékében beálló növekedés a munkavállalók kárára megszerzett hasznot jelképezhetnek. Így álláspontja szerint egyes akvizíciók társadalmilag nemkívánatosak még úgy is, hogy növelik az ajánlattevő és a céltársaság együttes értékét.¹⁰⁸⁰

1988-ban *Shleifer* és *Vishny* professzor arra a következtetésre jutott, hogy az ellenséges vállalatfelvásárlások során jelentkező érték-átruházás kérdésének megoldása a vesztesek kompenzálásán keresztül történhet meg. Kevésbé látták indokoltnak, hogy teljes egészében megtiltsuk azokat a tranzakciókat, melyek lehetséges, hogy hatékonyságnövelőnek bizonyulnak. Így álláspontjuk szerint az ellenséges vállalatfelvásárlások megtiltása nem jelentene helyes megoldást.¹⁰⁸¹ Szintén felhívták arra a problémára a figyelmet, hogy míg a vállalatfelvásárlások során a részvényesek haszna a részvényárfolyam-növekedés formájában szembetűnő, addig a vállalatfelvásárlások költségeit (hátányait) nehezebb felmérni. Kiemelték azt is, hogy nem áll elegendő bizonyíték rendelkezésre annak az álláspontnak az elutasításához, mely szerint a részvényesek által a vállalatfelvásárlás során megszerzett előny oroszlánrészre tisztán érték-átcsoportosításokból származik (mint például szakszervezeti bércsökkenésekből), a termelésben vagy foglalkoztatásban beálló jelentős változás nélkül.¹⁰⁸²

John C. Coffee professzor már 1988-ban megjelent *The Uncertain Case for Takeover Reform: An Essay on Stockholders, Stakeholders and Bust-Ups* című tanulmányában szorgalmazta, hogy az Egyesült Államokban az állami (tagállami) jogalkotásnak elő kellene mozdítania a vállalatfelvásárlások esetén az ügyletből származó hasznok egyenlőbb elosztását (lásd.

¹⁰⁸⁰ Lásd BEBCHUK, Lucian A., *Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers*, Harvard Law Review, Vol. 98. Issue 8. (1985.) 1793. old.

¹⁰⁸¹ Lásd SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert W., *Value Maximization and the Acquisition Process*, Journal of Economic Perspectives, Vol. 2. Number 1. (1998.) 7-20. old. MCDANIEL, Morey W., *Stockholders and Stakeholders*, Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991) 129-130. old.

¹⁰⁸² Lásd SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert W., *Value Maximization and the Acquisition Process*, Journal of Economic Perspectives, Vol. 2. Number 1. (1998.) 17. old.

distributional approach), vagyis az egyéb érdekeltek kompenzálását.¹⁰⁸³ Tanulmányában – *Sleifer* és *Vishny* professzorokhoz hasonlóan – nem a vállalatfelvásárlások korlátozását, hanem ezen ügyletek veszteseinek „kompenzálását” nevezi fontosnak.¹⁰⁸⁴ 1990-ben pedig a *Georgetown Law Journal* hasábjain megjelent tanulmányában *Coffee* professzor arra a megállapításra jutott, hogy a vállalatfelvásárlások csupán a *Kaldor/Hicks hatékonyság* értelmében bizonyulnak hatékonyak, a *Pareto hatékonyság* értelmében viszont már nem.¹⁰⁸⁵ A *Kaldor/Hicks hatékonyság* alapján hatékony egy tranzakció, ha a nyertesek többet nyernek, mint a vesztesek veszítenek, tehát ha az összesített nyereség meghaladja az összesített veszteséget.¹⁰⁸⁶ *Coffee* professzor szerint a vállalatfelvásárlások esetében a rendelkezésre álló bizonyítékok alapján ez a helyzet. A *Pareto hatékony* tranzakció lényege viszont az, hogy egy tranzakció során egyesek jobb helyzetbe kerülnek, míg mások nem kerülnek rosszabb helyzetbe.¹⁰⁸⁷ Ennek a követelménynek a vállalatfelvásárlások ugyanakkor nem tesznek már eleget *Coffee* professzor álláspontja alapján. A *Pareto hatékonyság* elérése lehetetlen célnak tűnhet, hiszen minden jelentős gazdasági, társadalmi vagy történelmi átlakulás hagy maga után veszteseket.¹⁰⁸⁸ *Coffee* szerint mindazonáltal a társadalompolitikai elvárások megkövetelik, hogy a vállalatfelvásárlások elmozduljanak a *Kaldor/Hicks hatékonyságtól* a *Pareto hatékonyság* irányába. Ennek egyik indoka, hogy a vállalatfelvásárlás során nyertesek számánál mind helyi, mind nemzeti szinten nagyobb a vesztesek száma. A részvényesek ugyanis viszonylag kevesen vannak az egyéb érdekeltekkel összehasonlítva.¹⁰⁸⁹ Ez alapján mindent összevetve, a *Pareto hatékonyságnak* kell a végső gazdasági célnak lennie.¹⁰⁹⁰ Abban a tekintetben, hogy a törvényhozás milyen eszközökkel fogja rávenni a nyerteseket a vesztesek kompenzálására, már nem foglalt állást tanulmányában. Ugyanakkor hangot adott

¹⁰⁸³ Lásd COFFEE, John C., *The Uncertain Case for Takeover Reform: An Essay on Stockholders, Stakeholders and Bust-Ups*, Wisconsin Law Review, Vol. 1988. Issue 3. (1988.) 460. old.;

¹⁰⁸⁴ Lásd COFFEE, John C., *The Uncertain Case for Takeover Reform: An Essay on Stockholders, Stakeholders and Bust-Ups*, Wisconsin Law Review, Vol. 1988. Issue 3. (1988.) 465. old.

¹⁰⁸⁵ Lásd COFFEE, John C., *Unstable Coalitions: Corporate Governance as a Multi-Player Game*, Georgetown Law Journal, Vol. 78. Issue 5. (1990) 1548. old.; MCDANIEL, Morey W., *Stockholders and Stakeholders*, Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991) 130. old.

¹⁰⁸⁶ Lásd MCDANIEL, Morey W., *Stockholders and Stakeholders*, Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991) 127. old.

¹⁰⁸⁷ A kétféle hatékonyság egymáshoz való viszonya kapcsán érdemes elmondani, hogy ha egy tranzakció nem Kaldor/Hicks hatékony, akkor nem lehet Pareto-hatékony sem. Ha egy tranzakció Kaldor/Hicks hatékony, akkor lehetséges, hogy Pareto-hatékony, de az is lehet, hogy nem. A Pareto-hatékony tranzakció ugyanakkor mindig Kaldor/Hicks hatékony. Lásd MCDANIEL, Morey W., *Stockholders and Stakeholders*, Stetson Law Review, Vol. 21. (1991) 127. old.

¹⁰⁸⁸ Lásd COFFEE, John C., *Unstable Coalitions: Corporate Governance as a Multi-Player Game*, Georgetown Law Journal, Vol. 78. Issue 5. (1990) 1548. old.

¹⁰⁸⁹ Lásd COFFEE, John C., *Unstable Coalitions: Corporate Governance as a Multi-Player Game*, Georgetown Law Journal, Vol. 78. Issue 5. (1990) 1548. old.

¹⁰⁹⁰ Lásd MCDANIEL, Morey W., *Stockholders and Stakeholders*, Stetson Law Review, Vol. 21. (1991) 129-130. old.

azon meggyőződésének, hogy a *Pareto hatékonyság* elérése nem fog nagy áldozatot követelni a tranzakciók nyerteseitől.¹⁰⁹¹

Fentieket figyelembe véve, számos közgazdász véli úgy, hogy a *Kaldor/Hicks hatékonyságnak* kell lennie a szabad piac céljának. Ezek a közgazdászok nem találnak kivetnivalót egy tranzakcióban egészen addig, amíg egy társaság részvényesei többet nyernek annál, mint amennyit az egyéb érdekelt veszítenek. Még rosszabb ennél, hogy számos közgazdász nem lát problémát abban sem, ha egy adott állam (pl. az Egyesült Államok, Európai Unió, vagy Magyarország), vagy akár a világ részvényesei átlagosan többet nyernek, mint amennyit átlagosan az összes egyéb érdekelt veszít. Más szóval, minden rendben van a rendszer működésével egészen addig, amíg a részvényesek aggregát nyeresége meghaladja az egyéb érdekelt aggregát veszteségét. *McDaniel* megfigyelése szerint a közgazdászok számára az egyéni veszteségek nem relevánsak, csupán statisztikának tekintik azokat, melyeket összesíteni és átlagolni kell.¹⁰⁹² Megítélésem szerint mi nem érthetünk egyet a fenti megközelítéssel. A *Pareto hatékonyság* elérését kell célul kitűznünk a vállalatfelvásárlási tranzakciók, illetve szabályozásuk tekintetében. A vállalatfelvásárlási tranzakciókat akkor tekinthetjük igazán hatékonyak, ha általuk egyesek (pl. részvényesek) jobb helyzetbe kerülnek, míg mások (egyéb érdekelt) nem kerülnek ezáltal rosszabb helyzetbe. Ebben a megközelítésünkben azonban nincsen semmi újszerű vagy forradalmi. Elég csak visszanyúlunk a negyedik amerikai vállalatfelvásárlási hullám első éveire, az *Easterbrook* és *Fischel* professzorok nézeteihez. *Easterbrook* és *Fischel* professzorok, mint azt tudjuk, a vállalatfelvásárlásokat felettébb előnyös ügyleteknek tartották (mivel fontos szerepet játszanak véleményük szerint a vállalati menedzsment „fegyelmezésében”). Az általuk kialakított szabályozási modell pedig törekedett maximalizálni számukat (és éppen ezért tilalmazni javasolták az ellenük való védekező intézkedéseket).¹⁰⁹³ Ezért tűnhetnek meglepőnek 1982-ben, a *The Yale Law Journal* hasábjain megjelent tanulmányukban kifejtett gondolataik, melyek szintén a *Pareto hatékonyság* elvi alapjain álltak. Álláspontjuk szerint ugyanis a nyereség létrehozói számára engedélyezni kell, hogy megtarthassák azt, azzal a megkötéssel, hogy a tranzakcióval érintett más feleknek legalább olyan jó helyzetben kell

¹⁰⁹¹ Lásd COFFEE, John C., *Unstable Coalitions: Corporate Governance as a Multi-Player Game*, Georgetown Law Journal, Vol. 78. Issue 5. (1990) 1548-1549. old.

¹⁰⁹² Lásd MCDANIEL, Morey W., *Stockholders and Stakeholders*, Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991) 127. old.

¹⁰⁹³ Lásd EASTERBROOK, Frank H., FISCHEL, Daniel R.: *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, Harvard Law Review, Vol. 94. Issue 6. (1981.) 1161-1204. old.

maradniuk, mint a tranzakciót megelőzően voltak.¹⁰⁹⁴ Ez a követelmény álláspontjuk szerint egy fontos útmutató arra vonatkozóan, hogy elválasszuk a hasznos ügyleteket a potenciálisan károsaktól. Ha minden befektető hozzájut ahhoz, amivel korábban rendelkezett, és egyesek felárban részesülnek részvényeikért, akkor a tranzakciónak muszáj előnyt jelentenie.¹⁰⁹⁵ Ezen követelmény előírása csökkenti a társadalmilag nem hatékony vállalatfelvásárlások számát.

1096

2. Az egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vétele az Európai Unió vállalatfelvásárlási szabályozásában

2.1. A munkavállalói érdekek figyelembe vétele az Európai Unió vállalatfelvásárlási szabályozásában

Az Európai Unióban az egyéb érdekelték vállalatfelvásárlási helyzetben való figyelembe vétele és védelme kapcsán át kell tekintenünk a 2004/25/EK irányelv ide vonatkozó rendelkezéseit. Az irányelvben már az általános elvek szintjén is megjelenik az egyéb érdekelték védelmével összefüggésben álló követelmény. Az irányelv 3. cikk (1) b) pontja alapján a céltársaság értékpapírjainak birtokosai számára elegendő időt és információt kell biztosítani ahhoz, hogy megfelelően megalapozott döntést tudjanak hozni az ajánlatról; amennyiben a céltársaság ügyviteli vagy irányító szerve az értékpapír birtokosait tanáccsal látja el, ismertetnie kell az ajánlatnak a foglalkoztatásra, az alkalmazási feltételekre, és a társaság üzletviteli helyére gyakorolt hatásait.¹⁰⁹⁷

Az irányelv konkrét szabályozása az egyéb érdekelték közül leginkább a munkavállalói érdekekre helyezi a hangsúlyt. Így az ajánlattétel során közzéteendő ajánlati dokumentációnak is van a munkavállalók szempontjából releváns tartalma.¹⁰⁹⁸ Az irányelv 6. cikk (3) i) alapján ugyanis az ajánlati dokumentáció részét képezik az ajánlattevőnek a céltársaság és – amennyiben ezt az ajánlat érinti – az ajánlattevő társaság jövőbeni üzleti tevékenységére, munkavállalóik és vezetőik állásainak fenntartására vonatkozó szándékai, beleértve minden, a

¹⁰⁹⁴ Lásd EASTERBROOK, Frank H., FISCHER, Daniel R., *Corporate Control Transactions*, Yale Law Journal, Vol. 91. Issue 4. (1982.) 698., 715. old.

¹⁰⁹⁵ Lásd MCDANIEL, Morey W., *Stockholders and Stakeholders*, Stetson Law Review, Vol. 21. (1991) 129. old.;

¹⁰⁹⁶ Lásd MCDANIEL, Morey W., *Stockholders and Stakeholders*, Stetson Law Review, Vol. 21. (1991) 129. old.; EASTERBROOK, Frank H., FISCHER, Daniel R., *Corporate Control Transactions*, Yale Law Journal, Vol. 91. Issue 4. (1982.) 698., 703. old.

¹⁰⁹⁷ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 101. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

¹⁰⁹⁸ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 101. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

foglalkoztatás feltételeiben bekövetkező lényeges változtatást, és különösen az ajánlattevőnek a két társaságra vonatkozó stratégiai terveit, és a foglalkoztatásra, valamint a társaságok telephelyeire gyakorolt valószínűsíthető következményeket. Az ajánlat kapcsán közzétett dokumentumokat (így például a vételi ajánlatot, annak módosításait, a vételi ajánlattal kapcsolatban a céltársaság ügyvezető/irányító testületének álláspontját) szintén közölni kell a céltársaság munkavállalói képviselőivel, vagy – ilyen képviselők hiányában – magukkal a munkavállalókkal. Ezzel kapcsolatban ugyanis az irányelv 6. cikkének (2) bekezdésében kimondja, hogy a közzétételt követően a céltársaság és az ajánlattevő ügyviteli vagy irányító szerve közli a vételi ajánlatot a munkavállalók képviselőivel, vagy – ilyen képviselők hiányában – magukkal a munkavállalókkal.¹⁰⁹⁹ Az irányelv 9. cikk (5) bekezdése pedig kiemeli, hogy a céltársaság ügyviteli vagy irányító szerve elkészíti és közzé teszi jelentését, amely tartalmazza az ajánlatra vonatkozó indoklással ellátott véleményét. Ennek keretében kitér az ajánlat végrehajtásának a társaság érdekeire – és különösen a foglalkoztatásra – gyakorolt hatásaira, valamint tartalmazza az ajánlattevőnek a céltársasággal kapcsolatos stratégiai terveire vonatkozó nézeteit, és ezeknek a foglalkoztatottságra és a társaság telephelyeire gyakorolt valószínű következményeit. A céltársaság ügyviteli vagy irányító szerve ugyanekkor közli e véleményt a munkavállalók képviselőivel, vagy – ilyen képviselők hiányában – a munkavállalókkal. Amennyiben a céltársaság a munkavállalók képviselőitől megfelelő időben az ajánlatnak a foglalkoztatottságra gyakorolt hatásaira vonatkozó különvéleményt kap, ezt a véleményt a jelentéshez csatolják.¹¹⁰⁰ Szintén megjelenik az irányelv szabályozásában, hogy a munkavállalók tájékoztatását, információhoz való hozzáférési lehetőségeinek biztosítását ebben az esetben is „minimum-szabályozásnak” tekinti a közösségi jogalkotó a munkavállalók védelmében. Az irányelv 14. cikke kifejti ugyanis, hogy az irányelv nem érinti az ajánlattevő és a céltársaság munkavállalói képviselőinek tájékoztatására és a velük való konzultációra irányadó nemzeti szabályokat, továbbá – ha a tagállamok így rendelkeznek – az ajánlattevő és a céltársaság munkavállalóinak a döntésben való részvétellel kapcsolatos nemzeti szabályokat, különösen a 94/45/EK, 98/59/EK, 2001/86/EK és a 2002/14/EK irányelv alapján elfogadott szabályokat.

¹⁰⁹⁹ Az irányelv 8. cikk (2) bekezdése szintén rögzíti a tagállamok arra vonatkozó kötelezettségét, hogy biztosítsák, hogy ezen dokumentumok a céltársaság és az ajánlattevő munkavállalóinak képviselői, illetve – ilyen képviselők hiányában – a munkavállalók számára könnyen és gyorsan hozzáférhető legyen. Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 101. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

¹¹⁰⁰ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 101. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

Másrészt az irányelv fenti rendelkezései alapján a munkavállalók érdekeit a céltársaság ügyvezető/irányító testülete képviseli (illetve kellene képviselnie), mivel a munkavállalók nem rendelkeznek önálló döntéshozatali hatáskörrel. Ugyanakkor komolyan megkérdőjelezhető e rendszer hatékonysága a munkavállalók érdekeinek képviseletében.¹¹⁰¹

A végső döntéshozatali jogkör ugyanis a céltársaság igazgatótanácsának (vagy éppen a céltársaság részvényeseinek) kezében van. Nincs garancia azonban arra, hogy az igazgatók és részvényesek figyelembe szándékozzanak venni a munkavállalók védelmének szempontjait a vállalatfelvásárlások során.¹¹⁰²

A munkavállalókat védő, információk biztosítására vonatkozó szabályozás tagállami átültetése nem vetett fel különösebb kérdéseket. Minden tagállam bevezette az irányelv információnyújtásra vonatkozó követelményeit. A tagállamok többsége az irányelv vonatkozó rendelkezéseit további követelmények meghatározása nélkül vette át, így nem kívánja meg az irányelvben meghatározottakhoz képest egyéb információk közzétételét az ajánlati dokumentációban vagy a céltársaság ügyviteli/irányító szervének állásfoglalásában.¹¹⁰³ Egyes tagállamok azonban a munkavállalók védelmében további követelmények megfogalmazását látták szükségesnek. Ez megnyilvánulhat egyrészt abban, hogy az ajánlattételi dokumentációban további információk biztosítását írják elő. Például Írországból be kell mutatni az ajánlat hosszú távú gazdasági indokait és az ajánlattevő szándékát a céltársaság illetve leányvállalatai állóeszközeinek bármilyen átalakításával kapcsolatban. Hasonló többletkövetelmény, ha a céltársaság ügyvezető/irányító szervének jelentésében, nyilvános állásfoglalásában kell további információkat szerepeltetni. Például Hollandiában az igazgatótanácsnak ki kell fejtenie, hogy – amennyiben ez a helyzet – miért nem ért egyet az üzemi tanács (*works council*) véleményével a céltársaság és az ajánlattevő között

¹¹⁰¹ SJAFJELL, Beate, *The Core of Corporate Governance: Implications of the Takeover Directive for Corporate Governance in Europe*, UCD Working Papers in Law, Criminology & Socio-Legal Studies Research Paper No. 27/2010, 15. old et seqq; The Takeover Bids Directive Assessment Report, 101. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

¹¹⁰² Összehasonlítási alapon ki kell fejtenünk, hogy a jelentős, nem uniós tagállamok jogrendszerében megtalálható vállalatfelvásárlási szabályozás alapján a munkavállalók védelme egyrészt az információhoz jutás tekintetében, másrészt az ajánlattételi folyamatba való bevonásuk tekintetében rendkívül gyengének tűnik. Legfeljebb az ajánlattevőt egyes esetekben arra kötelezik, hogy hozza nyilvánosságra szándékait az ajánlati dokumentációban a céltársaság munkavállalói tekintetében, illetve az ajánlatnak rájuk gyakorolt hatását illetően. Ilyen szabályozás van érvényben például Ausztráliában, Kanadában, Kínában és Hong-Kongban. Egyik jelentős, nem EU-tag ország jogrendszere alapján sem szükséges a céltársaság igazgatótanácsának egyébként informálnia a munkavállalókat, vagy más módon konzultálnia a munkavállalókkal. Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 101. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

¹¹⁰³ Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 101-102. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

megvalósítandó tranzakcióval kapcsolatban.¹¹⁰⁴ Bizonyos uniós tagállamokban (így Belgiumban, Észtországban, Franciaországban és Hollandiában) az üzemi tanácsok vagy munkavállalói képviselők szerepe nem korlátozódik pusztán állásfoglalások készítésére. Ezen túlmenően ugyanis konzultációs joggal is rendelkeznek.¹¹⁰⁵

Az általános munkajogi szabályozás szintén gyakran biztosíthat bizonyos további védelmet a munkavállalók számára. Így például szükséges lehet konzultálni az üzemi tanáccsal vagy a munkavállalói képviselőkkel a vállalatfelvásárlási ajánlat vagy annak lebonyolítása kapcsán. Mindazonáltal az általános jogi szabályozás alkalmazása akadályokba ütközhet a vállalatfelvásárlások esetében. Így például az ajánlattételt megelőző időszakban az ajánlatra vonatkozó információk bizalmas jellege, az ajánlati időszakban pedig az arra vonatkozó időbeli megkötések jelenthetnek akadályt.¹¹⁰⁶

Vannak azonban olyan tagállamok is, amelyek egy lépéssel tovább mentek a munkavállalói érdekek védelmének elősegítésében a fenti többletjogosultságok biztosításánál. Először is felismerték és fontosnak ítélték annak szükségességét, hogy párbeszéd jöjjön létre a céltársaság munkavállalói és az ajánlattevő (mint lehetséges új irányító részvényes) között. Így ezek az államok jogot biztosítanak munkavállalói képviselőiknek az ajánlattevővel való találkozásra. Jó példát jelent ebben a vonatkozásban a francia szabályozás. Ebben a tagállamban ugyanis a céltársaság üzemi tanácsa jogosult dönteni az ajánlattevő meghallgatásáról. Az ajánlattevő meghatalmazott képviselőjének e meghallgatás keretében először be kell mutatnia az ajánlattevő iparági és pénzügyi stratégiáját, a céltársaságra vonatkozó stratégiai terveit és ennek a kérdéses érdekekre gyakorolt hatását. Ezt követően pedig meg kell hallgatnia a hozzászólásokat és meg kell válaszolnia az üzemi tanács által az ajánlat kapcsán feltett kérdéseket. Ha az ajánlattevő képviselője nem jelenik meg a meghallgatáson, az ajánlattevő birtokában lévő részvényeket megfosztják szavazati joguktól egészen addig, amíg a meghallgatást meg nem tartják. Ez a szankció minden bizonnyal alkalmas e munkavállalói jog érvényesülését garantálni. Belgiumban az üzemi tanácsnak szintén joga van meghallgatásra hívnia az ajánlattevőt, legkésőbb tíz nappal az ajánlattételi időszak kezdetét követően.¹¹⁰⁷

¹¹⁰⁴ Lásd The Takeover Bids Directive Assesment Report, 102. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

¹¹⁰⁵ Lásd The Takeover Bids Directive Assesment Report, 102. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

¹¹⁰⁶ Lásd The Takeover Bids Directive Assesment Report, Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

¹¹⁰⁷ Lásd The Takeover Bids Directive Assesment Report, 102. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

A munkavállalói képviselő intézménye szintén elősegíti bizonyos uniós tagállamokban a vállalatfelvásárlásokkal kapcsolatos munkavállalói érdekkartikulációt. A munkavállalói képviselő intézményét alkalmazó tagállamokban (mint pl. Németországban)¹¹⁰⁸ a felügyelőbizottságban helyet foglaló munkavállalói képviselők ugyanis közvetlenül részt vesznek a céltársaság felügyelőbizottsága által készített állásfoglalás kialakításában.¹¹⁰⁹

A vállalatfelvásárlási irányelv munkavállalókat védő rendelkezéseinek végrehajtásával kapcsolatban azonban felmerültek bizonyos aggályok. A munkavállalói képviselők is megerősítették az ide vonatkozó problémák jelenlétét. Számos esetben előfordult ugyanis, hogy a munkavállalói képviselőket nem értesítették megfelelő módon és időben egy vállalatfelvásárlási ajánlatról, illetve a számukra nyújtott információ nem volt kielégítő. Ennek eredményeként bizonyos tagállamok esetében (például az Egyesült Királyságban) úgy tűnt, hogy a munkavállalói jogok ritkán érvényesülnek ténylegesen. Ez pedig egy valós megfeleléségi problémát vet fel az irányelv rendelkezéseivel kapcsolatban.¹¹¹⁰ Egy másik jelentős probléma, hogy a munkavállalóknak nyújtott információk csak korlátozottan mennek át előzetes felülvizsgálaton, és gyakorlatilag az ajánlatot követően semmilyen kikényszeríthetőséggel nem rendelkeznek. Ez konkrétan azt jelenti, hogy bár a munkavállalóknak nyújtott információkat ellenőrizhetik az ajánlattételt megelőzően jónéhány tagállam szabályozása alapján (például Belgiumban, Franciaországban, Olaszországban, Németországban a felügyeleti hatóság megvizsgálja az ajánlati dokumentációt), sehol sem érvényesül számonkérhetőség a sikeres ajánlatot követően. Így az ajánlattevő esetlegesen elmulaszthat a korábbi állásfoglalásának megfelelően eljárni, vagy eltérhet a korábbi terveitől. Továbbá még ha egy előzetes ellenőrzés érvényesül is az ajánlattételi dokumentáció kapcsán, ez inkább egy formális ellenőrzést takar, mely az adott információk feltüntetésére korlátozódik, és nem terjed ki az ajánlattevő valós szándékának vizsgálatára.¹¹¹¹

Az Egyesült Királyságban a *Cadbury* vállalatnak a *Kraft* által történt felvásárlását követően a fenti aggodalmakat a vállalatfelvásárlási szabályozás felülvizsgálatával próbálták feloldani, és így megerősíteni a munkavállalók védelmét. Az Egyesült Királyságban a vállalatfelvásárlási tevékenységet felügyelő és szabályozó *Takeover Panel* ezért módosította az irányadó

¹¹⁰⁸ Lásd erről a német Aktiengesetz § 96 Zusammensetzung des Aufsichtsrats; Elérhető: <http://www.gesetze-im-internet.de/aktg/>; Gesetz über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer, különösen § 7 Zusammensetzung des Aufsichtsrats. Elérhető: http://www.gesetze-im-internet.de/mitbestg/_7.html

¹¹⁰⁹ Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 102-103. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

¹¹¹⁰ Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 102. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

¹¹¹¹ Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 102-103. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

szabályozást, melyet röviden összefoglalva ezúton bemutatok, mint a munkavállalói érdekek védelmének erősítésére tett lépést. Ennek során egyrészt megerősítették a munkavállalók információhoz való hozzájutási lehetőségeit. Tájékoztatáshoz való jogukkal kapcsolatban világossá tették, hogy az Egyesült Királyság vállalatfelvásárlási szabályozása, a *City Code on Takeovers and Mergers* nem akadályozza a bizalmas információk szolgáltatását az ajánlattételi időszakban a munkavállalói képviselők számára, ha ilyen minőségükben járnak el. Megkövetelték továbbá a céltársaság igazgatótanácsától, hogy a munkavállalói képviselőket a lehető legkorábbi időpontban tájékoztassák azon jogukról, hogy kiadják álláspontjukat az ajánlatnak a foglalkoztatásra gyakorolt hatásairól. Ennek a közzététele a céltársaság költségén történik. Ez alapján a céltársaság igazgatótanácsának a céltársaság költségén közzé kell tennie a munkavállalói képviselő álláspontját a társaság honlapján (és be kell jelentenie, hogy az álláspontot közzétették). A munkavállalói képviselő álláspontját ugyanakkor kizárták a céltársaság igazgatótanácsának felelősségvállaló nyilatkozata alól.¹¹¹² Rendelkezik a szabályozás a munkavállalói képviselő költségeinek visszatérítéséről is. Ebben a tekintetben megköveteli a céltársaságtól, hogy a munkavállalói képviselő álláspontjában szereplő információ megerősítéséhez szükséges tanácsadáshoz kapcsolódó költségeket kifizesse a munkavállalói képviselőnek, amennyiben a tanácsadás igénybevételére a vállalatfelvásárlási szabályozás által az ilyen információkkal szemben támasztott követelményeknek való megfelelés érdekében került sor.¹¹¹³ Szintén sor került az ajánlattevő kötelezettségeinek megerősítésére. Ennek keretében az ajánlattevőknek negatív nyilatkozatot kell tenniük, ha nincsenek terveik a céltársaság munkavállalóival kapcsolatban, illetve az üzleti tevékenység vagy állóeszközök helyét illetően. Szintén negatív nyilatkozatot kell tenniük arról, ha a céltársaságra vonatkozó stratégiai terveiknek nem lesz hatása a foglalkoztatásra, vagy a céltársaság üzleti tevékenységének helyére.¹¹¹⁴ Előírták továbbá a nyilatkozatok minimum 12 hónapos érvényességét. Így az ajánlattételben részt vevő bármely félnek meg kell felelnie az általa megtenni szándékozott (vagy megtenni nem szándékozott) intézkedések kapcsán az ajánlattételi időszak során tett bármely nyilvános nyilatkozatának az ajánlattételi időszak lezárását követően is. Ahol az intézkedés megtételére/meg nem tételére

¹¹¹² Lásd The Takeover Bids Directive Assesment Report, 103-104. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf.

¹¹¹³ Lásd The Takeover Bids Directive Assesment Report, 104. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf.

¹¹¹⁴ Lásd The Takeover Bids Directive Assesment Report, 104. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf.

vonatkozóan nincsen külön időtartam meghatározva, a nyilatkozathoz legalább 12 hónapos időtartamig tartania kell magát az érintett félnek.¹¹¹⁵

2.2. A munkavállalók körén kívül eső egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vétele az Európai Unió vállalatfelvásárlási szabályozásában

A munkavállalók védelmének áttekintését követően indokolt megvizsgálni az irányelv által a munkavállalók körén kívül eső érdekeltéknek biztosított védelmet. Ennek kapcsán idézem az irányelv 3. cikk (1) bekezdés c) pontját. Ez általános elvként kimondja, hogy a céltársaság ügyviteli vagy irányító szervének a társaság, mint egész érdekében kell eljárnia, és nem tagadhatja meg az értékpapír birtokosaitól az ajánlat érdemi megítélésének lehetőségét. Az irányelv 3. cikk (1) bekezdés f) pontja továbbá kimondja, hogy a céltársaságot nem lehet az értékpapírjaira vonatkozó ajánlat miatt a tevékenységének folytatásában az ésszerűnél hosszabb ideig akadályozni. Az irányelv 7. cikkében a vállalatfelvásárlási ajánlattal, illetve annak elfogadásával kapcsolatban szereplő időkeret meghatározásának egyik indoka annak megelőzése, hogy a céltársaság ügyeinek intézésében akadályozva legyen. A fenteikből az derülhet ki számunkra, hogy az irányelv az egyéb érdekelték (különösen a munkavállalói csoporton kívüli egyéb érdekelték) figyelembe vételéről abban a megközelítésben tesz említést, hogy beleérthetőek lehetnek a „társaság, mint egész” fogalomba, illetve az annak érdekében való eljárásba. Egyúttal azonban ki szükséges emelnünk, hogy mindig egy nehéz és vitatott feladatot jelentett annak meghatározása, hogy a „társaság érdeke” vagy „érdekei” mit foglalnak magukba. Az irányelv 3. cikk (1) bekezdés c) pontja alapján első olvasatra úgy tűnik, hogy a „társaság érdekei” nem egyeznek meg a részvényesek érdekeivel. Máskülönben ugyanis a mondat nagyrészt redundanciát tartalmazna, és így alapvetően nem hordozna jelentést. A társaságra, „mint egészre” történő hivatkozás pedig szintén egy széleskörű megközelítést közvetít, és arra utal, hogy a társaságra, mint minden érdekeltje érdekeinek képviselőjére kell tekinteni. Az irányelv azonban nem ad konkrét meghatározást az érdekelték koncepciójára, de alapvetően kétféle megközelítést sugalmaz. Egyrészt a munkavállalók sorolhatóak ide, akik az irányelv számos rendelkezésében megjelennek. Másrészt ide tartozhatnak a helyi közösségek, melyeket az irányelv 9. cikk (5) bekezdés említ, mikor a „társaság telephelyeire” hivatkozik. A „társaság egészébe” beletartozó más érdekek tipikusan magukba foglalhatják a hitelezői érdekeket, a szerződéses partnereket (pl. alvállalkozók,

¹¹¹⁵ Lásd The Takeover Bids Directive Assesment Report, 103-104. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

beszálltók) és a közhivatalokat/hatóságokat. A környezetet szintén ide sorolhatjuk, legalább abban a terjedelemben, amíg érinti a munkavállalókat vagy a helyi közösségeket.¹¹¹⁶ A „társaság, mint egész” fogalmának konkrét meghatározásának hiányán túl az irányelv arra sem ad magyarázatot, hogy a részvényesek és az egyéb érdekelték érdekei között felmerülő érdekkonfliktust hogyan lehetne feloldani.¹¹¹⁷ Az irányelv 3. cikk (1) bekezdés c) pontja alapvető szintű szabályozása egy arányossági tesztet igényelne az ajánlattétel kapcsán az igazgatók magatartására irányadó két szabály között. Egyrészt ugyanis a társaság egészének érdekében kell eljárniuk, másrészt nem tagadhatják meg az értékpapírok birtokosaitól az ajánlat érdemi megítélésének lehetőségét. Ha egy tagállam a két szabály közül az egyiket feltétlenül alkalmazza, míg teljesen figyelmen kívül hagyja a másikat, akkor valószínűleg nem felel meg az irányelv követelményének. Például egy tagállam jogrendszere sem engedélyezheti az igazgatótanácsnak védekező intézkedések elfogadását megalapozott indokok nélkül. Szintén logikusnak tűnik, hogy minél hatékonyabbak az elfogadott védekező intézkedések, annál erősebbeknek kell lenniük az alapjukként szolgáló indokoknak. Másrészt fontos követelmény, hogy egy igazgatótanács számára se lehessen megtiltani a társaság érdekének megvédéséhez szükséges védekező intézkedések elfogadását. Ezzel párhuzamosan minél korlátozottabb egy igazgatótanács képessége a társaság érdekeinek megvédésére, annál erősebbnek kell lennie a társaság ajánlattal kapcsolatos érdekének.¹¹¹⁸

Érdemes még kitérnünk ezeknek a szabályoknak a nemzeti jogba való átültetésére, a tagállamok jogrendszerében való megjelenésükre. A *The Takeover Bids Directive Assessment Report* megfigyelése alapján úgy értékelhetjük, hogy az irányelv 3. cikk (1) bekezdés c) pontjának nem volt jelentős hatása az irányelv átültetésére. Az irányelv 9. cikkét átültető tagállamok alapvetően úgy tekintették, hogy a semlegességi szabálynak felül kell írnia minden más vonatkozást. Ugyanakkor ezek a jogrendszerek is elismerik formálisan, hogy az igazgatótanács nem cselekedhet a társaság érdekei ellenére. Az irányelv 9. cikkének átültetését mellőző tagállamok pedig az igazgatótanács kötelességét hangsúlyozzák a társaság érdekének megvédésében, és kevesebb figyelmet fordítanak e tevékenység részvényesi jogokra gyakorolt esetleges hatására.^{1119 1120}

¹¹¹⁶ Lásd *The Takeover Bids Directive Assessment Report*, 104. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf.

¹¹¹⁷ Lásd *The Takeover Bids Directive Assessment Report*, 105. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf.

¹¹¹⁸ Lásd *The Takeover Bids Directive Assessment Report*, 105. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf.

¹¹¹⁹ Lásd *The Takeover Bids Directive Assessment Report*, 105. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf.

A „társaság, mint egész” érdekének figyelembe vételére ez alapján azon tagállamok esetében nyílik lehetőség, amelyek nem alkalmazzák a semlegességi szabályt. A „társaság, mint egész” érdekébe pedig beletartozhatnak az egyéb érdekelték érdekei is. Erről azonban az irányelv nem ad pontos meghatározást. Ezért megpróbálhatjuk segítségül hívni a „társaság, mint egész” érdekének (illetve a „társaság érdekének”) meghatározásához a semlegességi szabályt alkalmazó tagállamokban általános társasági jogi rendelkezéseiket. Dániában a hatályos társasági törvény vizsgálataim szerint nem tartalmaz ide vonatkozó rendelkezést.¹¹²¹ Bár a társaság érdekeire több alkalommal is hivatkozik,¹¹²² de egyrészt annak követését nem kívánja meg kimondottan a vállalat vezetésétől, illetve tartalmát nem is határozza meg a törvényben. Németországban a *Takeover Bids Directive Assessment Report* szerint a társaságok igazgatótanácsának és felügyelőbizottságnak a társaság érdekében kell eljárnia a részvénytársaságokra vonatkozó törvényi szabályozás, az *Aktiengesetz* általános rendelkezései alapján.¹¹²³ Saját vizsgálataim során ugyanakkor erre vonatkozó konkrét jogszabályi rendelkezést nem találtam, és így természetesen a „társaság érdeke” fogalom sincs bővebben kifejtve.¹¹²⁴ Magyarországon az új polgári törvénykönyv (2013. évi V. tv.) 3:112. § (2) alapján a vezető tisztségviselő a társaság ügyvezetését a gazdasági társaság érdekeinek elsődlegessége alapján önállóan látja el. E minőségében a jogszabályoknak, a létesítő okiratnak és a társaság legfőbb szerve határozatainak van alávetve. Így hazánkban egyértelműen megjelenik a társaság érdeke, mint a vezető tisztségviselők által figyelembe veendő tényező. Ugyanakkor ennek konkrét tartalmát (így, hogy az egyéb érdekelték érdekei

¹¹²⁰ A jelentős nem uniós jogrendszerek nem alkalmazzák a „társaság érdekei” koncepciót. Ehelyett a „társasági érdek” koncepciója jelenik meg esetükben, melyet ugyanakkor nem határoznak meg pontosabban. (“*interests of the company*” - “*corporate interest*”). Ebből számos helyzet következhet. Például Svájcban a „társasági érdek” koncepciója úgy tűnik, hogy átfedésben van a részvényesi érdekekkel. A céltársaság igazgatótanácsa számára ugyanis követelmény ez utóbbi maximalizálása. Ezzel szemben az Egyesült Államokban mintegy 30 tagállam fogadott el és léptetett hatályba úgynevezett „egyéb érdekeltre vonatkozó törvényeket”, mely felhatalmazza a céltársaságok igazgatótanácsait arra, hogy tekintetbe vegyék a részvényesek pénzügyi érdekein túlmenően az egyéb érdekelték érdekeit. Lásd *The Takeover Bids Directive Assessment Report*, 105. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

¹¹²¹ Lásd *Danish Act on Public and Private Limited Companies* (lov om aktie- og anpartsselskaber (selskabsloven)) Elérhető: http://danishbusinessauthority.dk/file/249079/danish_companies_act.pdf

¹¹²² Lásd egyrészt: *Danish Act on Public and Private Limited Companies* 86. § - egy részvényes nem vehet részt más személlyel szembeni peres eljárás megindításához kapcsolódó bármely szavazásban, vagy más felelősségének megállapításához kapcsolódó szavazásban, ha ennek a részvényesnek a kérdésben jelentős érdekelttsége van, amely ellentétes lehet a korlátolt felelősségű társaság érdekeivel. A menedzsment bizonyos tranzakciókban való részvétele, illetve kizárása kapcsán szintén hivatkozás található a társaság érdekeire. Így a menedzsment olyan tagja nem vehet részt egy üzleti tranzakcióban a törvény 131. §-a alapján, mely tagnak olyan jelentős érdeke áll fenn ebben az üzletben, mely érdek ütközhet a korlátolt felelősségű társaság érdekeivel. Lásd: http://danishbusinessauthority.dk/file/249079/danish_companies_act.pdf,

¹¹²³ *The Takeover Bids Directive Assessment Report*, old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

¹¹²⁴ Lásd *German Aktiengesetz* (Aktiengesetz vom 6. September 1965 (BGBl. I S. 1089), das durch Artikel 3 des Gesetzes vom 24. April 2015 (BGBl. I S. 642) geändert worden ist), Elérhető: <http://www.gesetze-im-internet.de/aktg/>

ide tartoznak-e, és ha igen, mely érdekeltké, és milyen mértékben) már nem határozza meg társasági jogunk.

Hollandia esetében a társasági jog azon alapelvét indokolt kiemelni, mely az igazgatóság és felügyelőbizottság általános kötelezettségeként határozza meg, hogy a társaság legjobb érdekében járjon el, beleértve annak üzleti tevékenységét, figyelembe véve minden érdekelt érdekét.¹¹²⁵ Ez a meghatározás sem egyértelmű ugyanakkor a figyelembe vehető érdekelti kör meghatározása során, - ugyanakkor legalább tág megközelítést fogad el. Lengyelország, Luxemburg és Belgium társasági jogát ebben a tekintetben nem tudtam komolyabb vizsgálatnak alávetni (tekintettel arra, hogy a joganyag angol vagy német nyelven nem volt elérhető), ugyanakkor a *Takeover Bids Directive Assessment Report* nem utal esetükben semmilyen ide vonatkozó említést érdemlő szabályozási megoldás jelenlétére. Így arra vonatkozóan áll rendelkezésre bizonyíték, hogy a semlegességi szabályt alkalmazó uniós tagállamok közül egyedül Hollandia definiálja részletesen a társaság érdeke fogalmát, és így ad részletesebb útmutatást a vállalat vezetőinek a figyelembe vehető érdekelték köréről. Ez alapján még a semlegességi szabályt nem alkalmazó uniós tagállamokban is csak meglehetősen homályos jogi alapok állnak rendelkezésre az egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vételéhez. Hollandia (és esetlegesen Németország) bár hivatkozik az egyéb érdekelti érdekek figyelembe vételére társasági jogában, - ugyanakkor a fogalom pontos terjedelmét nem jelöli ki.

Érdekes ugyanakkor, hogy az angolszász jogi hagyományokhoz tartozó Egyesült Királyság (amely egyébként alkalmazza a semlegességi szabályt) részletesen kibontja társasági jogában az igazgatóság kötelezettségeit az egyéb érdekelték irányába. Egész pontosan a 2006-os *Companies Act* 172. szakasza tartalmazza az ide vonatkozó rendelkezéseket. Ez alapján egy társaság igazgatójának oly módon kell eljárnia, melyről jóhiszeműen úgy hiszi, hogy a legnagyobb valószínűséggel mozdítja elő a társaság sikerét a tagjainak összessége javára. Ennek során pedig (egyéb kérdések mellett) tekintettel lehet bármely döntés lehetséges hosszú távú következményeire; a társaság munkavállalóinak érdekeire; a társaság üzleti kapcsolatainak beszállítókkal, fogyasztókkal és másokkal való előmozdításának szükségességére; a társaság tevékenységeinek közösségre és környezetre gyakorolt hatásaira; annak kívánatosságára, hogy fenntartsák a társaságnak az üzleti magatartás magas szintű

¹¹²⁵ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 91-92. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

szabályainak való megfeleléssel kapcsolatos reputációját; hogy tisztességesen járjanak el a társaság tagjai tekintetében.¹¹²⁶

A „társaság, mint egész” érdekének figyelembe vételére ez alapján azon tagállamok esetében nyílik lehetőség, amelyek nem alkalmazzák a semlegességi szabályt. A „társaság, mint egész” érdekébe pedig beletartozhatnak az egyéb érdekelték érdekei is. Erről azonban az irányelv nem ad pontos meghatározást. Ezért megpróbálhatjuk segítségül hívni a „társaság, mint egész” érdekének (illetve a „társaság érdekének”) meghatározásához a semlegességi szabályt alkalmazó tagállamokban általános társasági jogi rendelkezéseiket. Dániában a hatályos társasági törvény vizsgálataim szerint nem tartalmaz ide vonatkozó rendelkezést.¹¹²⁷ Bár a társaság érdekeire több alkalommal is hivatkozik,¹¹²⁸ de egyrészt annak követését nem kívánja meg kimondottan a vállalat vezetésétől, illetve tatalmát nem is határozza meg a törvényben. Németországban a *Takeover Bids Directive Assessment Report* szerint a társaságok igazgatótanácsának és felügyelőbizottságnak a társaság érdekében kell eljárnia a részvénytársaságokra vonatkozó törvényi szabályozás, az *Aktiengesetz* általános rendelkezései alapján.¹¹²⁹ Saját vizsgálataim során ugyanakkor erre vonatkozó konkrét jogszabályi rendelkezést nem találtam, és így természetesen a „társaság érdeke” fogalom sincs bővebben kifejtve.¹¹³⁰ Magyarországon az új polgári törvénykönyv (2013. évi V. tv.) 3:112. § (2) alapján a vezető tisztségviselő a társaság ügyvezetését a gazdasági társaság érdekeinek elsődlegessége alapján önállóan látja el. E minőségében a jogszabályoknak, a létesítő okiratnak és a társaság legfőbb szerve határozatainak van alávetve. Így hazánkban egyértelműen megjelenik a társaság érdeke, mint a vezető tisztségviselők által figyelembe veendő tényező. Ugyanakkor ennek konkrét tartalmát (így, hogy az egyéb érdekelték érdekei

¹¹²⁶ Lásd British Companies Act of 2006. Elérhető: <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/section/172> ; KEAY, Andrew, Shareholder Primacy in Corporate Law: Can it Survive? Should it Survive?, *European Company and Financial Law Review*, Vol. 7. Issue 3. (2010.) 370-371. old.

¹¹²⁷ Lásd Danish Act on Public and Private Limited Companies (lov om aktie- og anpartsselskaber (selskabsloven)) Elérhető: http://danishbusinessauthority.dk/file/249079/danish_companies_act.pdf

¹¹²⁸ Lásd egyrészt: Danish Act on Public and Private Limited Companies 86. § - egy részvényes nem vehet részt más személlyel szembeni peres eljárás megindításához kapcsolódó bármely szavazásban, vagy más felelősségének megállapításához kapcsolódó szavazásban, ha ennek a részvényesnek a kérdésben jelentős érdekeltége van, amely ellentétes lehet a korlátolt felelősségű társaság érdekeivel. A menedzsment bizonyos tranzakciókban való részvétele, illetve kizárása kapcsán szintén hivatkozás található a társaság érdekeire. Így a menedzsment olyan tagja nem vehet részt egy üzleti tranzakcióban a törvény 131. §-a alapján, mely tagnak olyan jelentős érdeke áll fenn ebben az üzletben, mely érdek ütközhet a korlátolt felelősségű társaság érdekeivel. Lásd: http://danishbusinessauthority.dk/file/249079/danish_companies_act.pdf,

¹¹²⁹ The Takeover Bids Directive Assessment Report, old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

¹¹³⁰ Lásd German Aktiengesetz (Aktiengesetz vom 6. September 1965 (BGBl. I S. 1089), das durch Artikel 3 des Gesetzes vom 24. April 2015 (BGBl. I S. 642) geändert worden ist), Elérhető: <http://www.gesetze-im-internet.de/aktg/>

ide tartoznak-e, és ha igen, mely érdekeltké, és milyen mértékben) már nem határozza meg társasági jogunk.

Hollandia esetében a társasági jog azon alapelvét indokolt kiemelni, mely az igazgatóság és felügyelőbizottság általános kötelezettségeként határozza meg, hogy a társaság legjobb érdekében járjon el, beleértve annak üzleti tevékenységét, figyelembe véve minden érdekelt érdekét.¹¹³¹ Ez a meghatározás sem egyértelmű ugyanakkor a figyelembe vehető érdekelti kör meghatározása során, - ugyanakkor legalább tág megközelítést fogad el. Lengyelország, Luxemburg és Belgium társasági jogát ebben a tekintetben nem tudtam komolyabb vizsgálatnak alávetni (tekintettel arra, hogy a joganyag angol vagy német nyelven nem volt elérhető), ugyanakkor a *Takeover Bids Directive Assessment Report* nem utal esetükben semmilyen ide vonatkozó említést érdemlő szabályozási megoldás jelenlétére. Így arra vonatkozóan áll rendelkezésre bizonyíték, hogy a semlegességi szabályt alkalmazó uniós tagállamok közül egyedül Hollandia definiálja részletesen a társaság érdeke fogalmát, és így ad részletesebb útmutatást a vállalat vezetőinek a figyelembe vehető érdekelték köréről. Ez alapján még a semlegességi szabályt nem alkalmazó uniós tagállamokban is csak meglehetősen homályos jogi alapok állnak rendelkezésre az egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vételéhez. Hollandia (és esetlegesen Németország) bár hivatkozik az egyéb érdekelti érdekek figyelembe vételére társasági jogában, - ugyanakkor a fogalom pontos terjedelmét nem jelöli ki.

Érdekes ugyanakkor, hogy az angolszász jogi hagyományokhoz tartozó Egyesült Királyság (amely egyébként alkalmazza a semlegességi szabályt) részletesen kibontja társasági jogában az igazgatóság kötelezettségeit az egyéb érdekelték irányába. Egész pontosan a 2006-os *Companies Act* 172. szakasza tartalmazza az ide vonatkozó rendelkezéseket. Ez alapján egy társaság igazgatójának oly módon kell eljárnia, melyről jóhiszeműen úgy hiszi, hogy a legnagyobb valószínűséggel mozdítja elő a társaság sikerét a tagjainak összessége javára. Ennek során pedig (egyéb kérdések mellett) tekintettel lehet bármely döntés lehetséges hosszú távú következményeire; a társaság munkavállalóinak érdekeire; a társaság üzleti kapcsolatainak beszállítókkal, fogyasztókkal és másokkal való előmozdításának szükségességére; a társaság tevékenységeinek közösségre és környezetre gyakorolt hatásaira; annak kívánatosságára, hogy fenntartsák a társaságnak az üzleti magatartás magas szintű

¹¹³¹ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 91-92. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

szabályainak való megfeleléssel kapcsolatos reputációját; hogy tisztességesen járjanak el a társaság tagjai tekintetében.¹¹³²

2.3. Az egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vételére az Európai Unióban kialakított szabályozás értékelése

Fontos kérdés, hogy az irányelv által az egyéb érdekelték (és kiemelten a munkavállalók) védelmében alkalmazott szabályozás az érintettek véleménye szerint mennyire tölti be célját. Ennek kapcsán a *The Takeover Bids Directive Assesment Report* által hivatkozott felmérés korántsem fest kedvező képet. Az adatokból arra lehet következtetni, hogy mind a munkavállalói¹¹³³, mind a munkavállalókon kívüli egyéb érdekeltéket védő szabályok¹¹³⁴ hatékonysága megkérdőjelezhető.¹¹³⁵ A munkavállalói képviselők kifejtették továbbá azon álláspontjukat, hogy a munkavállalói érdekek nincsenek kellőképpen figyelembe véve a céltársaságok által kialakított állásfoglalásokban (csupán 25%-uk elégedett ebben a tekintetben), illetve az igazgatótanácsok azon kötelezettségében, hogy a céltársaság legjobb érdekében járjanak el (szintén 25%-uk elégedett csak ebben a tekintetben).^{1136 1137}

3. Az egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vétele az Egyesült Államok vállalatfelvásárlási szabályozásában

¹¹³² Lásd British Companies Act of 2006. Elérhető: <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/section/172> ; KEAY, Andrew, Shareholder Primacy in Corporate Law: Can it Survive? Should it Survive?, *European Company and Financial Law Review*, Vol. 7. Issue 3. (2010.) 370-371. old.

¹¹³³ A *The Takeover Bids Directive Assesment Report* által végzett felmérésből az derül ki, hogy a megkérdezett érdekelték kevésbé elégedettek (a részvényesi jogok védelméhez képest) azzal, amilyen mértékben a vállalatfelvásárlási irányelv a munkavállalói jogokat védi (csak 50% elégedett). Mind a kibocsátók, a befektetők, és a közvetítők, továbbá különösen a munkavállalói képviselők úgy értékelték, hogy az irányelv által a munkavállalóknak nyújtott védelem szintje nem elégséges. Az irányelv alkalmazásának módját szintén nem tekintették általánosan úgy, hogy az védi a munkavállalói érdekeket (48% elégedett csak ebben a tekintetben). Ez a nézet különösen erőteljes a befektetők és közvetítők között (50% elégedett), illetve a munkavállalói képviselők között (0% elégedett) Lásd *The Takeover Bids Directive Assesment Report*, 116. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

¹¹³⁴ A munkavállalókon kívüli egyéb érdekelték érdekeinek védelme tekintetében szintén nem kapunk maradéktalanul kedvező képet. Az érdekelték 47%-a elégedett csak az egyéb érdekelti csoportnak adott védelemmel. A befektetők és közvetítők 65%-a véli úgy, hogy az egyéb érdekelték érdekeinek nyújtott védelem szintje kielégítő. Ugyanakkor nem érkezett világos és egyértelmű válasz a további érdekelti köröktől a feltett kérdésre. Ezek 22%-a vélte úgy, hogy az egyéb érdekelték érdekei megfelelően védettek, és 67%-uk nyilatkozott úgy, hogy csak részben védettek. Lásd *The Takeover Bids Directive Assesment Report*, 117-118. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

¹¹³⁵ Lásd *The Takeover Bids Directive Assesment Report*, 116-118. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

¹¹³⁶ Lásd *The Takeover Bids Directive Assesment Report*, 118. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

¹¹³⁷ Lásd *The Takeover Bids Directive Assesment Report*, 116-118. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

3.1. Az egyéb érdekeltek érdekeinek megjelenése az Egyesült Államok vállalatfelvásárlási szabályozásában

Az ellenséges vállalatfelvásárlások kezdetben az amerikai tőkepiacokon jelentek meg. Ezért nem különösebben meglepő, hogy a vállalatfelvásárlások során a közösségi érdekek figyelembe vételének igénye is először az amerikai elméleti megközelítésben és jogi szabályozásban merült fel. A jogi szabályozás azonban nem a szövetségi jogalkotásban, hanem tagállami szinten valósult meg. Abban öltött testet, hogy az Egyesült Államok tagállamai törekedtek megvédeni az adott tagállamban honos vállalatokat a tagállamon kívülről érkező felvásárlási törekvésekkel szemben.¹¹³⁸ Ez alapján az Amerikai Egyesült Államok tagállamaiban a szövetségi jogon túlmutató vállalatfelvásárlási szabályozásnak jelentős mértékben az volt a deklarált célja, hogy megőrizze a helyi gazdaságot, közösséget, kulturális értékeket, valamint a céltársaság jótékonyág és társadalmi felelősségvállalás területén való szerepvállalását, továbbá az általa biztosított munkahelyeket. Szintén célul tűzték ki, hogy erőteljesebb védelmet, még tisztességesebb elbánást biztosítsanak a helyi részvényesek számára.¹¹³⁹ A célok – még tágabb megközelítést alkalmazva – úgy foglalhatóak össze, hogy érintetlenül megőrizték a honos vállalatok vállalati ökoszisztémáját.¹¹⁴⁰ Ki kell térnünk még egy nyilvánvalónak tűnő, ugyanakkor nem olyan erőteljesen hangsúlyozott céljára a jogalkotásnak.¹¹⁴¹ Ezt pedig úgy ragadhatnánk meg, mint a helyi közösség szempontjából kulcsfontosságú vállalat vezetését ellátó - és helyi szinten prominens – menedzsment¹¹⁴² pozícióban tartása.¹¹⁴³

¹¹³⁸ MAGNUSON, William: *Takeover Regulation in the United States and Europe: an Institutional Approach*, Pace International Law Review, Vol. 21. Issue 1. (2009.) 216-219. old.; v.ö. HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén (HVG-ORAC, Budapest, 2011.)* 391. old.

¹¹³⁹ Lásd HOOK, George C., *What is wrong with takeover legislation?* Northern Illinois University Law Review, Vol. 8. (1988) 293-294. old

¹¹⁴⁰ Érdemes továbbá megjegyezni, hogy mind politikai mind közgazdaságtani szempontból komoly értelme van az egyes államok számára, hogy előnyben részesítsék azon különböző nem befektetői szereplők/érdekeltek érdekeit, akik szavaznak és közvetlenül hozzájárulnak a gazdaságukhoz, olyan személyekkel szemben - nem helyi részvényesek - akiknek jelentősen kisebb a kapcsolódásuk az adott államhoz. Lásd JOHNSON, Lyman, *State Takeover Statutes: Constitutionality, Community, and Heresy*, Washington and Lee Law Review, Vol. 45. (1988) 1053-1054. old.

¹¹⁴¹ Lásd HOOK, George C., *What is Wrong with Takeover Legislation?* Northern Illinois University Law Review, Vol. 8. (1988) 293-294. old

¹¹⁴² Ezen alapul egy fontos kritikai észrevétel az Amerikai Egyesült Államok tagállamainak vállalatfelvásárlásokkal kapcsolatos jogalkotási politikájával szemben. Nevezetesen, hogy azon csoportnak a védelme érdekében fogadják el ezeket a törvényeket, amelynek legkevésbé van szüksége gazdasági védelemre. Ez pedig a menedzsment. Ennek az érvnek az alátámasztására elegendő, ha a vállalatvezetői javadalmazás emelkedő tendenciáira (és a 2000-es években csillagászati magasságot elérő mértékére) hivatkozunk. Szintén felidézhetjük a komoly végkielégítési csomagokat, melyeket a vállalati vezetők kitérgyalnak maguknak. Lásd ANJIER, John C., *COMMENTS-Anti-takeover Statutes, Shareholders, Stakeholders and Risk*, Louisiana Law Review, Vol. 51. (1991) 599-600. old.

A tagállami jogalkotás alapját pedig azon aggodalom képezi, hogy az ellenséges felvásárló (különösen egy tagállamon kívülről érkező felvásárló) szándéka lehet a céltársaság feldarabolása, más államba költöztetése, bezárása, és hasonló. Ez a tevékenysége pedig komoly csapást mérhet a helyi gazdaságra, az állami adóbevételekre, a vállalat jótékonyági és társadalmi felelősségvállaláshoz kapcsolódó kiadásaira, a helyi kultúrára, a közösség egészére és a munkahelyekre.¹¹⁴⁴

3.2. Az ún. üzleti kombinációs törvények, mint az egyéb érdekelteket védő tagállami jogalkotás elemei

Mint arra korábban már kitértünk, az Egyesült Államokban számos tagállam fogadott el ún. üzleti kombinációs törvényeket (*business combination statutes*). Ezek megtiltják a sikeres ajánlattevőnek, hogy irányító pozícióját felhasználva, meghatározott időszakon belül bizonyos tranzakciókat valósítson meg a céltársasággal, illetve annak eszközeivel. Ez az időszak tipikusan háromtól öt évig terjed a vállalat feletti irányítás megszerzését követően. Ezek a törvények tipikusan kivételt fogalmaznak meg arra az esetre, amikor a hivatalban lévő menedzsment hozzájárulását adja a vállalat feletti irányítás megszerzéséhez (vagy az adott ügylethez). Az irányítást biztosító részvény megszerzési törvények típusától eltérően az üzleti kombinációs törvények általában nem biztosítanak felhatalmazást a részvényeseknek arra, hogy a menedzsment ellenkezésének dacára engedélyezzék az üzleti kombinációt. Ezt a

¹¹⁴³ Az Egyesült Államokban a vállalati menedzsmentek szerepét John C. Anjier álláspontja szerint nem lehet letagadni a vállalatfelvásárlásokat megnehezítő tagállami jogalkotás előmozdításában. Sok esetben egy vállalatfelvásárlásokat célzó tagállami törvény egyedüli támogatója egy adott társaság. (Vö. Volkswagengesetz Németországban vagy a MOL-törvény Magyarországon). Továbbá megfigyelése szerint például az Amerikai Egyesült Államok tagállamaiban megfigyelhető vállalatfelvásárlással kapcsolatos törvények tulajdonképpen tipikus vállalatfelvásárlás-ellenes alapszabály-módosítások jogszabályba foglalásaként értelmezhetőek. Így e szerint a némiképp kritikus megközelítés szerint a menedzsment tulajdonképpen a tagállamok jogalkotási folyamatait arra használja fel, hogy biztosítsa maga számára azt a védelmet, amit a részvényesek nem biztosítottak. ANJIER, John C., *COMMENTS-Anti-takeover Statutes, Shareholders, Stakeholders and Risk*, Louisiana Law Review, Vol. 51. (1991) 583. old. Ugyanakkor nem mehetünk el az mellett, hogy az egyéb érdekeltek érdekeinek figyelembe vételét célzó tagállami jogalkotás az egyéb érdekeltek érdekeit hangsúlyozza, éppen ezért nem feltétlenül tűnhet előnyösnek és támogatandónak – különösen a rövidtávú profitot fő célkitűzésnek tekintő – részvényesek szempontjából.

¹¹⁴⁴ Lásd HOOK, George C., *What is wrong with takeover legislation?* Northern Illinois University Law Review, Vol. 8. (1988) 293-294. old; Hook szerint ugyanakkor kétség merülhet fel abban a vonatkozásban, hogy az ajánlattevőnek a tetemes költséggel felvásárolt vállalattal valóban ez lehet-e a szándéka. Lásd HOOK, George C., *What is wrong with takeover legislation?* Northern Illinois University Law Review, Vol. 8. (1988) 294. old. Azonban a negyedik amerikai vállalatfelvásárlási hullám fényében az aggodalmak korántsem tűnnek alaptalannak. Más oldalról nézve pedig a vállalatfelvásárlásokkal kapcsolatos egyik alapvető kritikai elem, hogy negatív hatással lehetnek a vállalatok kutatás-fejlesztési tevékenységére. Tehát arra ösztönözhetik a menedzsmentet, hogy rövid távú szemléletet kövessen. A vállalatfelvásárlásoknak ugyanis lehet bizonyos körülmények között olyan hatása, mely a menedzsmentet arra készíti, hogy sokkal jobban foglalkozzon az üzleti tevékenységének a pénzügyi, mint a termelési oldalával. Lásd ANJIER, John C., *COMMENTS-Anti-takeover Statutes, Shareholders, Stakeholders and Risk*, Louisiana Law Review, Vol. 51. (1991) 593-594. old

sajátosságukat figyelembe véve, Millon¹¹⁴⁵ professzor szerint e törvények célja félreérthetetlenül világos. Nevezetesen, azon ellenséges vállalatfelvásárlások megakadályozása, melyek fenyegetik a helyi, nem-részvényesi érdekeket. Számos törvény pedig világosan meghatározza a megcélzott kedvezményezettek körét is.¹¹⁴⁶ Jól mutatja ezt még ma is Észak-Karolina üzleti kombinációs törvénye, melyet a mai napig részvényes-védelmi törvénynek hívnak.¹¹⁴⁷ New York állam üzleti kombinációs törvényének megalkotása és annak története – mely számos, más állam által elfogadott törvényhez mintául szolgált – is világosan felfedi, hogy a törvény fontos célja a „nem-részvényesi érdekek” (tehát az egyéb érdekeltek érdekeinek) védelme. A törvényhez tartozó hivatalos memorandum New York állam azon óhajára hivatkozott, hogy elkerülje a vállalatfelvásárlások bomlasztó hatását, melyet a céltársaság munkavállalóira, és azokra a közösségekre gyakorol, melyekben a céltársaságok működnek. Ezért a memorandum előrebocsátotta, hogy az új törvény ösztönözni fogja a new york-i társaságok és munkavállalóik jólétének előmozdítása iránti elkötelezettséget, továbbá hivatkozik a hosszú távú növekedés elősegítésére. A törvény tulajdonképpen meg kívánta akadályozni az ellenséges ajánlattevőket olyan intézkedések meghozatalában, melyek fenyegetik a céltársaság működésének folyamatosságát. Ez a logikai alap megmagyarázza az AFL-CIO¹¹⁴⁸ nyilvános támogatását az intézkedés mellett. Az általuk kibocsátott ún. *Support Memorandum* megerősítette, hogy „mindegy melyik fél nyeri el az irányítást egy vállalatfelvásárlási csatában, ennek végső vesztesei valószínűleg a munkavállalók, a fogyasztók, és az a közösség, melyben a társaság található”.¹¹⁴⁹

Bizonyos üzleti kombinációs törvények természetesen törekednek hangsúlyozni a részvényesi jólét fontosságát (mint például Észak-Karolina vállalatfelvásárlásokkal foglalkozó törvénye, melyet érdekes fordulattal részvényes-védelmi törvénynek¹¹⁵⁰ neveznek), a nem-részvényesi érdekek előnyben részesítése is világosan kitűnik felépítésükből. Például a vállalat feletti irányítás megszerzését követően a társaság meglévő tevékenységének folytatását többé-

¹¹⁴⁵ David Millon a Washington and Lee University jogászprofesszora. Elismert jogtudós a társasági jog és a jogtörténet területén.

¹¹⁴⁶ Lásd MILLON, David, *State Takeover Laws: a Rebirth of Corporation Law?* Washington and Lee Law Review, Vol. 45. Issue 3. (1988) 922. old.

¹¹⁴⁷ Lásd North Carolina General Statutes, Chapter 55: North Carolina Business Corporation Act, Article 9 - Shareholder Protection Act. Elérhető (2015. május 14.): <http://www.ncga.state.nc.us/gascripts/statutes/StatutesTOC.pl?Chapter=0055> ; MILLON, David, *State Takeover Laws: a Rebirth of Corporation Law?* Washington and Lee Law Review, Vol. 45. Issue 3. (1988) 922. old.

¹¹⁴⁸ Az AFL-CIO az amerikai szakszervezetek ernyőszerkezete, mely jelenleg 56 szakszervezetet tömörít, melyek együttesen 12,5 millió dolgozót képviselnek. Lásd <http://www.aflcio.org/About>.

¹¹⁴⁹ Lásd MILLON, David, *State Takeover Laws: a Rebirth of Corporation Law?* Washington and Lee Law Review, Vol. 45. Issue 3. (1988) 923-924. old.

¹¹⁵⁰ Lásd Shareholder Protection Act. N.C. GE. STAT. §§ 55-75 (Supp. 1988)., MILLON, David, *State Takeover Laws: a Rebirth of Corporation Law?* Washington and Lee Law Review, Vol. 45. Issue 3. (1988) 924. old. 97. lbj.

kevésbé érintetlenül fenntartani szándékozó ajánlattevőre feltehetőleg jóval kevésbé hat visszatartó jelleggel ez a törvényi szabályozás. Az ehhez hasonló szabályozási megoldásokból arra lehet következtetni, hogy a törvény kialakítása erőteljesen utal a nem-részvényesi érdekeltek bomlasztó hatású vállalatfelvásárlásoktól való megvédésének szándékára.¹¹⁵¹

3.3. Az egyéb érdekeltek érdekeinek megjelenése a vállalatfelvásárlásokkal kapcsolatos bírói gyakorlatban

Az Egyesült Államokban csak néhány bírósági döntés támasztja alá, hogy az igazgatók a részvényeseken kívül más, nem-részvényesi érdekeltek felé is tartoznak bizonyos kötelezettségekkel. Valószínűleg a legismertebb ezek közül a *Pepper v. Litton*, melyben az Egyesült Államok Legfelsőbb Bírósága (*Supreme Court*) úgy találta, hogy az igazgatók „*fiduciárius kötelezettsége a társaságban jelenlévő érdekek teljes közösségének védelmére van kialakítva – hitelezőikére valamint részvényesekére*”. Mindazonáltal, a *Pepper* esetben fellelhető speciális körülmények, különösen az alperes *Litton* kettős szerepe (mely mind meghatározó részvényes, mind hitelező volt) jelentős mértékben felhígítják a döntés erejét azon indítvány forrásaként, hogy az igazgatóknak általános kötelezettsége van a hitelezők felé.¹¹⁵²

1985-ben *Delaware* állam legfelsőbb bírósága (*Supreme Court of Delaware*) a *Smith v. Van Gorkom* ügyben kifejtette, hogy „*vállalatvezetői feladatuk teljesítése során az igazgatókat egy merev fiduciárius kötelesség terheli a társasággal és részvényeseivel szemben.*”¹¹⁵³ Ugyanebből az évből fontos még említeni az *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.* ügyben a *Delaware* bíróság által meghozott döntést. Ebben a *Delaware Supreme Court* az igazgatótanács azon kötelességére hivatkozott, hogy értékelje a vállalatfelvásárlás által a vállalatra jelentett veszélyt. A bíróság úgy foglalt állást, hogy az olyan tényezők figyelembe vétele mellett, mint az ajánlati ár adekvátsága vagy a részvényeseket érintő más vonatkozások, az igazgatótanács mérlegelheti a részvényeseken kívüli szereplőkre (érdekeltekre), így a hitelezőkre, fogyasztókra, munkavállalókra és talán a közösség egészére gyakorolt hatásokat is. Ugyanakkor az *Unocal* ügyben megfogalmazott fenti elv konkrét helyzetben való alkalmazásának lehetősége, terjedelme nem lett teljesen világos. A *Delaware*

¹¹⁵¹ Lásd MILLON, David, *State Takeover Laws: a Rebirth of Corporation Law?* Washington and Lee Law Review, Vol. 45. Issue 3. (1988) 924. old.

¹¹⁵² Lásd HANKS, James J. Jr., *Playing with Fire: Nonshareholder Constituency Statutes in the 1990s*, Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991) 99-100. old.

¹¹⁵³ Lásd HANKS, James J. Jr., *Playing with Fire: Nonshareholder Constituency Statutes in the 1990s*, Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991) 100. old.

Supreme Court keveset árult el arról, hogy az igazgatótanácsnak hogyan kellene mérlegelnie a részvényesek és az egyéb érdekeltek érdekeit, ha azok ütköznek egymással.¹¹⁵⁴

Ezt követően a *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, ügyben viszont azt mondta ki a *Delaware* bíróság, hogy ha egyszer a társaság eladása elkerülhetetlennek mutatkozik, akkor az igazgatótanács kötelessége a társaságnak a legmagasabb árat ajánló ajánlattevő számára való „elárverezése”. Ez alapján, kizárólag a részvényesi érdekek figyelembe vételére van lehetőség ilyen helyzetekben, és ennek kell alárendelni a nem részvényesi érdekelteket csoportok konkuráló érdekeit. Ez pedig jelentősen gyengíti az *Unocal* ügyben kimondott elv alkalmazási lehetőségét, hiszen megtagad az igazgatótanácstól bármely jogosultságot a nem részvényesi érdekek figyelembe vételére ezekben az „árverezési” helyzetekben.¹¹⁵⁵ Továbbá ebben az ügyben a *Delaware Supreme Court* elvetette azt az elképzelést, hogy az igazgatótanácsnak kötelezettségei állnának fenn a kötvénytulajdonosokkal szemben, a racionálisan ehhez kapcsolódó, részvényeseknél megjelenő valamely előny hiányában. Természetesen, ha a részvényesek hasznára van egy intézkedés, mely az egyéb érdekelteknek (vagy valamely csoportjuknak) kedvez, nincsen szükség törvényi felhatalmazásra az egyéb érdekeltek érdekeinek figyelembe vételéhez.¹¹⁵⁶

1987-ben *Delaware* állam legfelsőbb bírósága az *Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp.*, ügyben kifejtette, hogy egy vállalatfelvásárlási ajánlat megítélése során az igazgatótanács megfelelő körülmények között figyelembe veheti az ajánlat inadekvátságát, az ajánlat természetét és időzítését, a jogellenességéhez kapcsolódó kérdéseket, a részvényeseken kívüli egyéb érdekeltekre gyakorolt hatásokat, a nem teljesítés kockázatát, és a kockán forgó alapvető részvényesi érdekeket.¹¹⁵⁷ A *Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc.*, ügyben a *Delaware Supreme Court* megismételte, hogy a vállalatfelvásárlási ajánlat elfogadásáról való döntéshozatal során az igazgatótanács figyelembe veheti az ajánlat és a lehetséges akvizíció hatását az egyéb érdekeltekre („*other constituencies*”), feltéve hogy az bizonyos ésszerű kapcsolatot hordoz az általános részvényesi érdekekkel. A *Paramount Communications, Inc. v. Time Inc.*, ügyben a *Delaware* bíróság úgy foglalt állást, hogy az igazgatók a

¹¹⁵⁴ Lásd MILLON, David, *State Takeover Laws: a Rebirth of Corporation Law?* Washington and Lee Law Review, Vol. 45. Issue 3. (1988.) 931. old. 116. lábjegyzet; HANKS, James J. Jr., *Playing with Fire: Nonshareholder Constituency Statutes in the 1990s*, Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991.) 100. old.

¹¹⁵⁵ Lásd MILLON, David, *State Takeover Laws: a Rebirth of Corporation Law?* Washington and Lee Law Review, Vol. 45. Issue 3. (1988.) 931. old. 116. lábjegyzet

¹¹⁵⁶ Lásd HANKS, James J. Jr., *Playing with Fire: Nonshareholder Constituency Statutes in the 1990s*, Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991.) 100. old.

¹¹⁵⁷ Lásd HANKS, James J. Jr., *Playing with Fire: Nonshareholder Constituency Statutes in the 1990s*, Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991.) 101. old.

vállalatfelvásárlási ajánlat által jelentett veszély értékelése során figyelembe vehetik – többek között – a részvényeseken kívüli egyéb érdekeltekre gyakorolt hatást.¹¹⁵⁸

Fentieket összefoglalva, a *Delaware* bíróságok álláspontja szerint az egyéb érdekeltek érdekeinek figyelembe vétele, illetve a nekik biztosított előny racionális kapcsolatot kell hogy mutasson a részvényesi érdekekkel. Ugyanakkor – többek között – megválaszolatlan az a kérdés, hogy a *Delaware* bíróságok által hivatkozott részvényesi érdekeket miben lehet tulajdonképpen tetten érni. Jelentheti ez egyrészt a részvényeik értékét, vagy megnyilvánulhat akár a társaság jólétében is.¹¹⁵⁹

Továbbá a *United States Court of Appeals Seventh Circuit* –nak az *Amanda Acquisition Corp. v. Universal Foods Corp.*, ügyben hozott határozata megerősítette, hogy az államok (tagállamok) dönthetnek úgy, hogy a részvényeseken kívül egyéb érdekelteket is védenek.¹¹⁶⁰

3.4. Az egyéb érdekeltek érdekeit figyelembe vevő tagállami jogalkotás

3.4.1. Az egyéb érdekeltek érdekeit figyelembe vevő tagállami jogalkotás kialakításának háttére

A nem-részvényesi érdekeltek védelmének szellemében az Egyesült Államokban a tagállamoknak több mint fele fogadott el az egyéb érdekeltek érdekeit védő törvényeket.¹¹⁶¹

¹¹⁶² Ezek szélesebb körű mérlegelési jogot tesznek lehetővé az igazgatóknak. Lehetővé teszik – például – munkavállalók¹¹⁶³, fogyasztók, beszállítók, és mások érdekeinek figyelembe

¹¹⁵⁸ Lásd HANKS, James J. Jr., *Playing with Fire: Nonshareholder Constituency Statutes in the 1990s*, Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991.) 101-102. old

¹¹⁵⁹ Lásd HANKS, James J. Jr., *Playing with Fire: Nonshareholder Constituency Statutes in the 1990s*, Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991) 102. old

¹¹⁶⁰ Lásd HANKS, James J. Jr., *Playing with Fire: Nonshareholder Constituency Statutes in the 1990s*, Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991) 102. old

¹¹⁶¹ E szabályozási megközelítés nem tekinthető teljesen előzmény nélkülinek. Az 1970-es években az ún. *társadalmi igazságosságot szolgáló alapszabály-módosításokban* jelent meg az elképzelés, hogy a társaságok, és igazgatótanácsuk nem csupán a részvényesek felé tartozik felelősséggel. Az 1980-as években a koncepció új életre kelt, mégpedig törvényi formában, leginkább az ellenséges vállalatfelvásárlások elleni védekezést célozva. Lásd HANKS, James J. Jr., *Playing with Fire: Nonshareholder Constituency Statutes in the 1990s*, Stetson Law Review, Vol. 21. (1991) 98. old.

¹¹⁶² Lásd O'CONNOR, Marleen A., *Corporate Malaise – Stakeholder Statutes: Cause or Cure?* Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991) 4. old.

¹¹⁶³ *Conard* és *Stone* úgy érvelnek, hogy a leghatékonyabb eszköze a munkavállalói érdekek védelmének, ha helyet biztosítunk a munkavállalóknak (illetve képviselőiknek) az igazgatótanácsokban. Így közvetlenül részt vehetnek a stratégiai döntéshozatalban. *Conard* rámutat arra, hogyan építette be az Európai Unió a német munkavállalói képviselői modellt az 5. társasági jogi irányelv tervezetébe. *Conard* ugyanakkor megállapította, hogy kevés esély mutatkozik a munkavállalói képviselet rendszerének meghonosítására az Egyesült Államokban. Ennek indokaként azt jelöli meg, hogy erős a politikai távolságtartás a szakszervezetek döntéshozatalban való részvételének biztosításától. *Stone* ugyanakkor lát lehetőséget a munkavállalói képviselet modelljében. Mindkét szerző megjegyzi, hogy a munkavállalói képviselet rendszerének bevezetésével az egyéb érdekeltek érdekeit figyelembe vevő törvények megoldhatnák az érdekkonfliktusok problémáját. Lásd

vételét az üzleti döntéshozatal során.¹¹⁶⁴ Ezek a törvények a legerőteljesebb példát jelentik a tagállamok vállalatfelvásárlásokkal kapcsolatos jogalkotására, és bizonyos mértékben forradalmasították az amerikai társasági jogot. Újraértelmezik ugyanis az igazgatótanácsoknak a társaság és a részvényesek irányában fennálló (*fiduciárius*) kötelezettségeit. E tagállami törvények kifejezetten úgy rendelkeznek, hogy az igazgatótanács döntéshozatali kompetenciájában figyelembe veheti a részvényesi érdekek mellett a nem részvényesi érdekeket is, sőt, hogy az egyéb érdekelték érdekeit akár a részvényesi érdek elé helyezheti.¹¹⁶⁵ Számos tagállam fogadott el ehhez hasonló jogi szabályozást, melynek hatása gyakran nem is korlátozódik a vállalatfelvásárlási helyzetekre. Ezzel szemben általános értelemben újraértelmezik az igazgatótanácsok *fiduciárius* kötelezettségét. Ezzel lehetővé teszik az igazgatótanács számára a részvényesi érdekeken túlmutató más érdekek figyelembe vételét, legyen szó bármilyen kötelezettség teljesítéséről. Ez számos esetben mentességet biztosíthat a vállalat vezetésének a részvényesek kereseteivel szemben. Így például a társaság munkavállalóinak nyújtott költséges juttatások esetén segítségül hívhatják a tagállami jogban szereplő ilyen felhatalmazást. Továbbá az egyéb érdekelték érdekeit fenyegető felvásárlási törekvéssel szembesülve, az igazgatótanács e törvények alapján kifejezetten lépéseket tehet az egyéb érdekeltékkel kialakult kapcsolat megőrzésére, az egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vételével. Az ilyen tagállami törvények alapján ez még abban az esetben is igaz, ha a részvényesek ez által elveszíthetik egy nyereséggel kecsegtető felvásárlási ajánlat lehetőségét. Bár a vállalatfelvásárlási helyzetek kapcsán kialakított – és fent ismertetett – bírói gyakorlat (*common law*) rendelkezéseiből is kiolvasható¹¹⁶⁶ – bizonyos terjedelemben – hasonló felhatalmazás, az egyértelmű törvényi rendelkezések a menedzsment számára jóval

O'CONNOR, Marleen A., *Corporate Malaise – Stakeholder Statutes: Cause or Cure?* Stetson Law Review, Vol. 21, Issue 1. (1991) 17-18. old.; Lásd továbbá CONARD, Alfred F., *Corporate Constituencies in Western Europe*, Stetson Law Review, Vol. 21, Issue 1 (1991) 73-96. old.; STONE, Katherine van Wezel, *Employees as Stakeholders Under State Nonshareholder Constituency Statutes*, Stetson Law Review, Vol. 21, Issue 1. (1991.) 45, 49-52. old.

¹¹⁶⁴ Lásd O'CONNOR, Marleen A., *Corporate Malaise – Stakeholder Statutes: Cause or Cure?* Stetson Law Review, Vol. 21, Issue 1. (1991) 4. old.

¹¹⁶⁵ Lásd O'CONNOR, Marleen A., *Corporate Malaise – Stakeholder Statutes: Cause or Cure?* Stetson Law Review, Vol. 21, Issue 1. (1991) 4. old.

¹¹⁶⁶ Ezt a szabályt pedig szintén kiemelték az *Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp.*, (*Del.* 1985) ügyben is. Ez pedig jelentősen gyengíti az Unocal ügyben kimondott elv alkalmazási lehetőségét, hiszen megtagad az igazgatótanácstól bármely jogosultságot a nem részvényesi érdekek figyelembe vételére ezekben az „árverzési” helyzetekben. Mivel egyes tagállami törvények felhatalmazást adnak védekező intézkedésekre a nem részvényesi érdekelték érdekében, még a Revlon ügyben meghatározott „árverési” helyzetekben is, ezek a törvények így ellentétesek lehetnek a bíróság fenti döntésével ebben a terjedelemben. Lásd MILLON, David, *State Takeover Laws: a Rebirth of Corporation Law?* Washington and Lee Law Review, Vol. 45, Issue 3. (1988) 931. old. 116. lábjegyzet

nagyobb biztonságot jelentenek cselekvési szabadságának kijelölésében.¹¹⁶⁷ Abban az értelemben szintén új perspektívát ad az amerikai társasági jognak ez a szabályozás, hogy a 20. században megfigyelhető menedzsment-részvényes viszonyrendszeren túli megközelítést hordoz.¹¹⁶⁸ Drasztikus eltérést jelent továbbá a 20. századi amerikai társasági jog azon „nagyrebecsült” alapelvétől, mely a részvényesi jólétet azonosítja a társasági jog meghatározó posztulátumaként.¹¹⁶⁹

Az egyéb érdekeltek érdekeinek figyelembe vételét biztosító tagállami jogalkotás kapcsán az *American Bar Association - Committee on Corporate Laws* kritikus megközelítése is rámutatott arra, hogy az ilyen típusú szabályozással radikálisan módosítanak olyan alapelveket, melyekre az Egyesült Államok társasági joga felépült. Mindezt pedig a nélkül teszik – *American Bar Association* álláspontja alapján –, hogy kellő figyelmet fordítanak az irányadó jog ilyen mértékű megváltoztatásával együttjáró összes gazdasági, társadalmi és jogi hatásra. Ebből kiindulva az *American Bar Association - Committee on Corporate Laws* alapvetően kedvezőtlen véleményt fogalmazott meg az ilyen irányú tagállami jogalkotással kapcsolatban. Továbbá úgy határozott, hogy nem épít be hasonló rendelkezést a *Revised Model Business Corporation Act* rendelkezései közé.¹¹⁷⁰ Meg kell viszont jegyezni, hogy ez az álláspont leginkább az amerikai társasági jog 20. századi alapelveit tekinthette mérvadónak, és nem nyúlt vissza az újkori társasági jog, társasági szféra kialakulásának gyökereihez. Az egyéb érdekeltek érdekeit figyelembe vevő tagállami törvények ugyanis az igazgatói köteleességekkel kapcsolatos korai és hagyományos jogtudomány megközelítésével összhangban állnak.¹¹⁷¹ Ez ugyanis világossá tette, hogy az igazgatók egyedüli kötelessége a társaságok felé áll fenn, és nem a részvényesek felé. Ez a történelmi háttér segít annak a stratégiának a megértésében, mely életre hívja ezeket a törvényeket. A társaságok eredetileg azáltal jöttek létre, hogy az államok megadták számukra az ún. *társasági kartát*. A bejegyzéssel, jogi személlyé válással járó különleges előnyökért cserébe a korai társaságok a köz számára hasznos szolgálat teljesítését ajánlották fel.¹¹⁷² Ahogy azt *John Marshall*¹¹⁷³ bíró

¹¹⁶⁷ Lásd MILLON, David, *State Takeover Laws: a Rebirth of Corporation Law?* Washington and Lee Law Review, Vol. 45. Issue 3. (1988) 925. old.

¹¹⁶⁸ Lásd MILLON, David, *State Takeover Laws: a Rebirth of Corporation Law?* Washington and Lee Law Review, Vol. 45. Issue 3. (1988) 925. old.

¹¹⁶⁹ Lásd MILLON, David, *State Takeover Laws: a Rebirth of Corporation Law?* Washington and Lee Law Review, Vol. 45. Issue 3. (1988) 925. old.

¹¹⁷⁰ Lásd O'CONNOR, Marleen A., *Corporate Malaise – Stakeholder Statutes: Cause or Cure?* Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991) 4. old.

¹¹⁷¹ Lásd COATES, John C., *Note, State Takeover Statutes and Corporate Theory: The Revival of an Old Debate*, New York University Law Review, Vol. 64. (1989) 806, 834, old. lásd szintén 175. lábjegyzet ugyanott.

¹¹⁷² Lásd WALLMAN, Steven M.H., *The Proper Interpretation of Corporate Constituency Statutes and Formulation of Director Duties*, Stetson Law Review, Vol. 21. (1991) 166. old., hivatkozik a Dartmouth College

megfogalmazta a *Trustees of Dartmouth College v. Woodward* ügyben: „a célok, melyekért egy társaságot létrehozunk, általánosan azok, amelyeket a kormányzat elő kíván mozdítani. Ezeket hasznosnak tekintették az országnak...”¹¹⁷⁴ A 19. század vége felé az államok a társasági bejegyzést (jogi személlyé alakulást) szabályozó és általánossá tevő törvényeket fogadtak el, mely viszonylagosan egyszerűvé tette a társaságok bejegyzését. Az államoknak a társaságok bejegyzésének előmozdítására irányuló törekvése abból a remélt előnyből fakadt, melyet a társaságok nyújthattak a társadalomnak. Azért biztosítottak korlátozott felelősséget a részvényeseknek, és „örök életet” a vállalatok számára, mert reményük szerint a társadalom hasznát látja a társasági növekedés és életképesség ösztönzésének. A társadalmi hasznok előmozdításában megnyilvánuló érdeket jelölhetjük meg *Steven Wallman*¹¹⁷⁵ szerint, mely ösztönzi a jogot, hogy különleges egyéni előnyöket adományozzon a befektetőknek és a társaságoknak.¹¹⁷⁶ *Wallman* szerint a társadalmi jólét általános előmozdítása a bejegyzés (jogi személlyé válás) elsődleges célja. A részvényesek számára nyújtott vonzó hozam csupán ennek az eszköze. A kizárólag a részvényesi érdeket figyelembe vevő megközelítés hívei ezt nem veszik figyelembe. Megközelítésük arra utal, hogy az állam által megadott bejegyzés (a jogi személlyé váláshoz kapcsolódó előnyök) szándéka kevesek egyéni haszonhoz jutása, ellentétben a közösség hasznával mindenki javára.¹¹⁷⁷ Az egyéb érdekelték érdekeit figyelembe vevő tagállami törvények pedig visszavezetik az igazgatók kötelezettségeit ezekhez a gyökerekhez. Azt várják el ugyanis az igazgatóktól, hogy a (tág értelemben felfogott) „társaság” legjobb érdekében járjanak el. Ezt azért is tekinti indokoltnak *Wallman*, mivel a részvényesek napjaink nagy, magas köztulajdoni hányaddal rendelkező vállalataiban sokkal jobban eltávolodtak a társaságoktól, mint ahogy ez kezdetben megfigyelhető volt. A diverzifikált részvénytulajdonnal rendelkező részvényesek már nem tekintik a részvények tulajdonlását az adott társaság irányába megnyilvánuló hosszú távú elköteleződésnek, hanem inkább a pénzügyi előnyszerzés önálló eszközének. Az eredmény a társaság és az egyes

v. Woodward (17 U. S. 518, 1819) esetre. Lásd http://www.americanbar.org/groups/public_education/initiatives_awards/students_in_action/dartmouth.html

¹¹⁷³ Chief Justice John Marshall, élt 1755-1835-ig. Az Amerikai Egyesült Államok Legfelsőbb Bíróságának (Supreme Court) vezető bírója (Chief Justice of the Supreme Court) 1801-1835-ig. A leghosszabban hivatalban lévő személy máig is ebben a pozícióban.

¹¹⁷⁴ Lásd WALLMAN, Steven M.H., *The Proper Interpretation of Corporate Constituency Statutes and Formulation of Director Duties*, Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991) 166. old.

¹¹⁷⁵ Steven M. H. Wallmann, a Securities and Exchange Commission biztosa 1994-1997-ig. Ezt megelőzően a Covington & Burling jogi iroda partnere.

¹¹⁷⁶ Lásd WALLMAN, Steven M.H., *The Proper Interpretation of Corporate Constituency Statutes and Formulation of Director Duties*, Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991) 166-167. old.

¹¹⁷⁷ Lásd WALLMAN, Steven M.H., *The Proper Interpretation of Corporate Constituency Statutes and Formulation of Director Duties*, Stetson Law Review, Vol. 21. (1991) 167-168. old.

részvényesek érdekeinek elválása.¹¹⁷⁸ Az egyéb érdekelték érdekeit figyelembe vevő tagállami törvények éppen ennek kapcsán nyújtanak segítséget. Gátat szabnak annak a téves elképzelésnek, mely szerint az igazgatók kizárólag a részvényesek érdekében kötelesek eljárni. Ez különösen fontos annak fényében, hogy az elmúlt időszakban a részvényesi érdeket egyre inkább a rövid távú részvényárakra hivatkozással határozták meg.¹¹⁷⁹ Ezek a törvények ugyanakkor azt írják elő, hogy az igazgatók a társaság legjobb érdekében járjanak el. *Wallman* szerint ez egyrészt biztosítja a részvényeseket arra vonatkozóan, hogy a pénzüket a társaság hosszú távú jólétének és profitmaximalizáló képességének emelése érdekében fektetik be. Másodsorban, e törvények kifejezetten felhatalmazzák az igazgatókat az egyéb (társasághoz kapcsolódó) érdekelték érdekeinek figyelembe vételére. Ez rugalmasságot biztosít az igazgatóknak, hogy kiegyensúlyozzák a társaságba befektető szereplők néha (és különösen a vállalatfelvásárlások viszonylatában) versengő célkitűzéseit és várakozásait. Ez pedig arra tekintet nélkül történik, hogy a befektetés pénzügyi tőke vagy humán tőke formájában valósult meg.¹¹⁸⁰

Wallman a vállalatfelvásárlások kapcsán még rámutat arra, hogy álláspontja szerint nem kell a részvényeseknek lenniük a vállalatfelvásárlásokból befolyó váratlan profit kizárólagos kedvezményezettjeinek. Szintén nem szabad a társaság érdekeinek hirtelen másodlagossá válniuk, mikor egy felárat kínáló ajánlatot tesznek a társaság részvényeire. A társaság érdekét középpontba állító modell alapján, amennyiben a társaság legjobb érdekét nem mozdítja elő a vállalatfelvásárlás, az igazgatótanács fiduciárius kötelezettsége körében eljárva, és a helyzetet mérlegelve juthat arra az álláspontra, hogy nem támogatja az ajánltot. Teheti ezt még abban az esetben is, ha felárat ajánlottak a részvényeseknek részvényeikért.¹¹⁸¹

Millon professzor álláspontja szerint az igazgatótanácsnak a nem részvényesi érdekek figyelembe vételére adott ilyen kifejezett felhatalmazással bizonyos tagállamok nyíltan lehetővé tették számukra az ellenséges ajánlatokkal szembeni ellenállást (más államok talán hallgatólagosan tettek így például az üzleti kombinációs törvények elfogadásával).¹¹⁸²

¹¹⁷⁸ Lásd WALLMAN, Steven M.H., *The Proper Interpretation of Corporate Constituency Statutes and Formulation of Director Duties*, Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991) 166-167. old.

¹¹⁷⁹ Lásd WALLMAN, Steven M.H., *The Proper Interpretation of Corporate Constituency Statutes and Formulation of Director Duties*, Stetson Law Review, Vol. 21. (1991) 168. old.

¹¹⁸⁰ Lásd WALLMAN, Steven M.H., *The Proper Interpretation of Corporate Constituency Statutes and Formulation of Director Duties*, Stetson Law Review, Vol. 21. (1991) 168-169. old.

¹¹⁸¹ Lásd WALLMAN, Steven M.H., *The Proper Interpretation of Corporate Constituency Statutes and Formulation of Director Duties*, Stetson Law Review, Vol. 21. (1991) 185. old.

¹¹⁸² Lásd MILLON, David, *State Takeover Laws: a Rebirth of Corporation Law?* Washington and Lee Law Review, Vol. 45. (1988) 925-926. old.

A gondolatmenet zárásaként pedig *Lyman Johnson*¹¹⁸³ professzor 1988-as tanulmányát idézném fel, amelyben szereplő megközelítés még a fentieknél is tágabb kontextusba helyezi a vállalatfelvásárlások viszonylatában az egyéb érdekeltek jogi védelmét.¹¹⁸⁴ A professzor szerint feltehető az a kérdés, hogy vajon a 20. századi társasági jogi felfogás nem volt-e túl szűklátókörű, - már ami a részvényesi érdekek túlzott előtérbe helyezését illeti? Továbbá, csak mert bizonyos jelenségekről nem ad jó leírást, tudatosan figyelmen kívül kell hagynia őket, és a részvényesi jólét maximalizálására fókuszálnia, mint egyedüli és egyetlen jelzőre?¹¹⁸⁵ *Johnson* szerint továbbá a vállalatfelvásárlási jogalkotás – egyrészt – törekvés az államok részéről némiképp beleszólni abba, hogy milyen kihatással van az élettelen "vállalatok feletti irányítás piaca" (*market for corporate control*) az adott területen élő közösség, polgárok életére. Ezt az érvet azonban gyakran teszik félre olyan érvekkel, hogy különös, elhibázott, vagy parokiális. Mindazonáltal, *Johnson* professzor megfogalmazása alapján felmerül a racionális kérdés: vajon létre tud-e jönni egy valódi közösség anélkül, hogy legyenek saját helyi, bizonyos tekintetben önálló gazdasági törekvései, vállalkozásai? Ha a valódi közösség az egészséges gazdaságon (is) alapul, akkor a helyi gazdasági rendszerek (vállalatfelvásárlások által történő) kérlelhetetlen „*pofozása*” keveset tehet a közösségi jólétért.¹¹⁸⁶ Továbbá valóban az kedvez egy helyi közösség jólétének, ha a vállalatai folyamatos "fegyelmezését" olyan külső (akár) nemzetközi piaci erők végzik el megfoghatatlan piaci törvényszerűségekre hivatkozva, melyek nem veszik tekintetbe, és sok esetben nem is kívánják az ilyen közösségek jólétét vagy akár létezését? Napjainkban a nemzetközi gazdasági erők könnyedén tudnak átlépni gazdasági és kulturális határokat. Ezzel párhuzamosan számos fontos, de közgazdasági szempontból le nem írható érték (mint az udvariasság/jószomszédság, jótékonyosság, a gyökerek tisztelete, a maradandó lojalitás) alárendelődik a jól mérhető, és kétségbenvonhatatlan üzleti nézőpontnak.¹¹⁸⁷

3.4.2. Az egyéb érdekeltek érdekeit figyelembe vevő tagállami jogalkotás gyakorlati érvényesülése

¹¹⁸³ Lyman P. Q. Johnson, a Washington and Lee University School of Law professzora.

¹¹⁸⁴ Lásd JOHNSON, Lyman, *State Takeover Statutes: Constitutionality, Community, and Heresy*, Washington and Lee Law Review, Vol. 45. (1988) 1056-1057. old.

¹¹⁸⁵ Lásd JOHNSON, Lyman, *State Takeover Statutes: Constitutionality, Community, and Heresy*, Washington and Lee Law Review, Vol. 45. (1988) 1056-1057. old.

¹¹⁸⁶ Lásd JOHNSON, Lyman, *State Takeover Statutes: Constitutionality, Community, and Heresy*, Washington and Lee Law Review, Vol. 45. (1988) 1054. old.

¹¹⁸⁷ Lásd JOHNSON, Lyman, *State Takeover Statutes: Constitutionality, Community, and Heresy*, Washington and Lee Law Review, Vol. 45. (1988) 1054-1055. old.; Lásd szintén BERRY, Wendell, *Does Community Have a Value?*, in Home Economics, North Point Press, (1987) 179, 183-184. old.

Fontos kérdés, hogy egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vételét biztosító tagállami jogszabályok miként érvényesülnek a gyakorlatban. A bírói gyakorlat is fenntartja-e azt a helyzetet, hogy az egyéb érdekelték érdekeit védő törvényi szabályozás alapján az igazgatóknak, mint megbízottaknak, lehetőségük legyen az egyéb érdekelték érdekeit és elvárásait is figyelembe venni. Ez alapján egy olyan jogi normára van szükség, mely megvédi a részvényeseket a menedzseri önérdektől,¹¹⁸⁸ és oltalmazza az egyéb érdekelték¹¹⁸⁹ „befektetéseit” a kizsákmányolástól.¹¹⁹⁰ *McDaniel* és *Wallman* egyaránt kialakították erre vonatkozó modelljüket. E modellek normát biztosítanak a különböző érdekelték érdekeinek egymáshoz viszonyított súlyának meghatározásához. Ezek közül egyik modell sem biztosít lehetőséget a nem részvényesi érdekelték számára, hogy az e törvények által nyújtott bármely jogosultságuknak (bírói úton) érvényt szerezzenek.¹¹⁹¹

McDaniel normája alapján az igazgatók a részvényesek és az egyéb érdekelték alkuszaiaként járnak el (vállalatfelvásárlási helyzetben). A norma felváltja az eddig érvényesülő, a részvényesi jólét maximalizálására vonatkozó célt egy kettős céllal. Ez pedig az, hogy „maximalizálják az egyéb érdekelték hasznát”, miközben „minimalizálják a részvényesek veszteségét”. E kettős célt követve, *McDaniel* három irányelvet ajánl figyelembe venni. Először is, az igazgatótanácsnak el kell utasítania minden olyan javaslatot (vállalatfelvásárlási ajánlatot), mellyel az egyéb érdekelték többet veszítenek, mint amennyit a részvényesek

¹¹⁸⁸ Az egyéb érdekelték érdekeit figyelembe vevő tagállami törvényekkel kapcsolatban a részvényesek szempontjából az lehet a legfőbb kritikai észrevétel, hogy ezek nem számolnak a menedzsment önérdékű magatartásának lehetőségével. A menedzsment ugyanis a munkahelyek elvesztésére hivatkozó retorikát alkalmazhat a vállalatfelvásárlásokat gátló törvényi szabályozás elfogadtatása érdekében, ugyanakkor például ellenállnak a gyárbezárásokra vonatkozó jogi szabályozás elfogadásának. Éppen ezért ez a jogalkotási megoldás vállalatfelvásárlási helyzetekben csak korlátozott, indirekt segítséget jelenthet a nem részvényesi érdekelték számára a kritikusok szerint. Továbbá még ez sem érvényesül, ha a menedzsment rendelkezik ún. „arany ejtőernyővel”, tehát egy bőkezű végkielégítést biztosító megállapodással. Lásd O’CONNOR, Marleen A., *Corporate Malaise – Stakeholder Statutes: Cause or Cure?* Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991) 14-15. old; Lásd továbbá HANKS, James J. Jr., *Playing with Fire: Nonshareholder Constituency Statutes in the 1990s*, Stetson Law Review, Vol. 21. (1991)., KARMEL, Roberta S., *The Duty of Directors to Non-Shareholders Constituencies in Control Transactions - A Comparison of U.S. and U.K. Law*, Wake Forest Law Review, Vol. 25. Issue 1. (1990), MACEY, Jonathan R., *An Economic Analysis of the Various Rationales for Making Shareholders the Exclusive Beneficiaries of Corporate Fiduciary Duties*, Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991) 23, 42-43. old., MACEY, Jonathan R., *State Anti-Takeover Statutes: Good Politics, Bad Economics*, Wisconsin Law Review (1988)

¹¹⁸⁹ Az egyéb érdekelték védelmével kapcsolatban *Hanks* azt a kritikus megközelítést alkalmazza, hogy ez a jogalkotási megoldás az igazgatóktól szociálpolitikai (*social policy*) kérdésekben való döntéshozatalt kíván meg. Ezt szerintük ugyanakkor a legjobb szerződésekre és a speciálisan ilyen tárgyú jogalkotásra bízni. Lásd O’CONNOR, Marleen A., *Corporate Malaise – Stakeholder Statutes: Cause or Cure?* Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991) 14-15. old; Lásd továbbá HANKS, James J. Jr., *Playing with Fire: Nonshareholder Constituency Statutes in the 1990s*, Stetson Law Review, Vol. 21. (1991)

¹¹⁹⁰ Lásd O’CONNOR, Marleen A., *Corporate Malaise – Stakeholder Statutes: Cause or Cure?* Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991) 13. old.

¹¹⁹¹ Lásd O’CONNOR, Marleen A., *Corporate Malaise – Stakeholder Statutes: Cause or Cure?* Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991) 13. old.

nyernek. Másodikként, ha a részvényesek többet nyernek egy tranzakcióban, mint amennyit az egyéb érdekeltnek veszítenek, akkor az igazgatótanácsnak gondoskodnia kell arról, hogy az egyéb érdekeltet kompenzálják. Végezetül pedig a legellentmondásosabb javaslat. Ez alapján az igazgatók engedélyezhetik az egyéb érdekeltnek, hogy részesedjenek a tranzakció hasznából az elszenvedett veszteségért nyújtott bármely kompenzáción túlmenően, tekintettel arra, hogy az egyéb érdekelt visszamaradó kockázatokat (*residual risk*) is viselnek. Azonban az egyéb érdekelt számára juttatott bármely haszonnak ésszerű viszonyban kell állnia a részvényeseknek juttatott előnyökkel.¹¹⁹²

Wallman normája alárendeli a részvényesi érdekeket a társaság legjobb érdekének. Megközelítése alapján az igazgatóknak olyan stratégiát kell követniük, mely hosszú távon maximalizálja a vállalati értéket (*corporate value*). *Wallman* úgy érvel, hogy ez a modell nem érinti az igazgatói felelősségre vonhatóság szintjét, mivel az igazgatók abban a tekintetben számon kérhetőek, hogy a társaság legjobb érdekében cselekedtek-e, tekintet nélkül arra, hogy ez kedvezett-e a részvényeseknek vagy egyéb érdekeltnek (ahogy fogalmaz, a *nem-részvényeseknek*). A vállalatfelvásárlásokkal összefüggésben *Wallman* kiemelte, hogy az igazgatók számára a társaság legjobb érdekében való fellépés lehetővé tétele egy olyan normaként jelenik meg, mely kiegyensúlyozza a részvényesek érdekeit más érdekeltkével „egy tisztességes és igazságos módon, mely konzisztens ezen érdekelt jóhiszemű felfogásával és várakozásaival.”¹¹⁹³

Az igazgatók számára a vállalatfelvásárlások során az egyéb érdekelt által elszenvedett veszteség mérséklését vagy felszámolását lehetővé tevő törvények segítenek annak biztosításában, hogy a tranzakció ténylegesen is nettó nyereséget eredményezzen a társadalmi jólétben. Habár a részvényeseknek fizetett vállalatfelvásárlási felárak – minden bizonnyal – csökkennek ennek eredményeként, az így előálló prémiumok közelebb fognak kerülni ahhoz, hogy valós hasznot és új értéket képviseljenek. Nem pusztán más érdekelt vagyonának átcsoportosítását fogják jelenteni a részvényesek irányába. Ahogy az egyéb érdekelt csoportok által elszenvedett veszteségek csökkennek, a vállalatfelvásárlások kevesebb ellentmondást fognak hordozni, és civilizáltabbakká válnak.¹¹⁹⁴ A fejezet elején a *Pareto* hatékonyság elérését jelöltük meg célként a vállalatfelvásárlási tranzakciók, illetve

¹¹⁹² Lásd O'CONNOR, Marleen A., Corporate Malaise – Stakeholder Statutes: Cause or Cure? *Stetson Law Review*, Vol. 21. (1991) 13-14. old.; MCDANIEL, Morey W., *Stockholders and Stakeholders*, *Stetson Law Review*, Vol. 21. Issue 1. (1991) 131-137. old.

¹¹⁹³ Lásd O'CONNOR, Marleen A., Corporate Malaise – Stakeholder Statutes: Cause or Cure? *Stetson Law Review*, Vol. 21. (1991) 14. old.; WALLMAN, Steven M.H., *Corporate Constituency Statutes: Placing the Corporation's Interests First*, *Business Law Update*, Nov.-Dec. 1990, 170-171, 190-192. old.

¹¹⁹⁴ Lásd MCDANIEL, Morey W., *Stockholders and Stakeholders*, *Stetson Law Review*, Vol. 21. Issue 1. (1991) 162. old.

szabályozásuk tekintetében. Fentiekből látható, hogy az alkalmazott szabályozási megközelítés e cél elérését képes lehet elősegíteni.

3.5. Az egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vételét biztosító tagállami jogalkotás elemzése

3.5.1. A felhatalmazó jellegű szabályozások

Az 1980-as évek vállalatfelvásárlási hullámai közepette 29 tagállam fogadott el az Amerikai Egyesült Államokban a nem részvényesi érdekeltet védő törvényi szabályozást, melyek azóta is e tagállamok jogrendszerének részét képezik. Az elfogadott törvények alapvetően egy sémát követnek, de fellelhetőek közöttük bizonyos különbségek. Egyes tagállamok pedig túlléptek elfogadott szabályozásukkal a vállalatfelvásárlások kérdéskörén, és így a többi tagállam esetében megfigyeltnél szélesebb körben érvényesülő szabályozást alkottak.¹¹⁹⁵ Az egyéb érdekelték érdekeit figyelembe vevő tagállami jogszabályokat az alábbiak szerint rendszerezhetjük.

Először is legtipikusabbak a felhatalmazó jellegű szabályozások. Ez felhatalmazza arra egy társaság igazgatóját (ugyanakkor nem követeli meg tőle), hogy a társaság legjobb érdekének figyelembe vétele során figyelembe vegye a részvényeseken kívüli más személyek érdekeit (ezek azok a személyek, akikre gyakran egyéb érdekltként, „*stakeholder*”-ként hivatkozik a tudományos közvélemény). Ezen túlmenően szintén gyakran felhatalmazást biztosítanak olyan általános érvényű tényezők figyelembe vételére, mint a helyi és a nemzeti gazdaság, a társadalmi megfontolások, és bármely más olyan tényező, melyet az igazgatók helyénvalónak tartanak. Egyes törvények szintén lehetővé teszik a társaságok igazgatóinak, hogy figyelembe vegyék a társaság és részvényesei hosszú távú és rövid távú érdekeit, beleértve annak lehetőségét, hogy ezeket az érdekeket legjobban a társaság hosszú távú függetlensége szolgálja. Az első ilyen egyéb érdekelték érdekeit védő, felhatalmazó jellegű szabályozást *Pennsylvania* államban fogadták el 1983-ban.¹¹⁹⁶ *Pennsylvania* szabályozásában jelenleg is megtalálhatjuk ezeket a felhatalmazó rendelkezéseket.¹¹⁹⁷ A szabályozás tartalmazza az igazgatók által követendő magatartási szabályokat, általuk figyelembe veendő tényezőket. Így

¹¹⁹⁵ HANKS, James J. Jr., *Playing with Fire: Nonshareholder Constituency Statutes in the 1990s*, Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991.) 102. old

¹¹⁹⁶ HANKS, James J. Jr., *Playing with Fire: Nonshareholder Constituency Statutes in the 1990s*, Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991.) 103. old

¹¹⁹⁷ Lásd *Pennsylvania Consolidated Statutes Title 15. Corporations and Unincorporated Associations Chapter 17. Officers, Directors and Shareholders, Subchapter B. Fiduciary Duty* Elérhető: <http://www.legis.state.pa.us/cfdocs/legis/LI/consCheck.cfm?txtType=HTM&ttl=15>,

Pennsylvania társasági jogában az 1712. szakasz kiemeli, hogy egy gazdasági társaság igazgatójának *fiduciarius* viszonyban kell állnia a társasággal. Igazgatói kötelességeit pedig (beleértve bármely igazgatótanácsi tagságából származó kötelességeit, melyben szolgálhat) jóhiszeműen; oly módon, melyről ésszerűen hiszi, hogy a társaság legjobb érdekében áll; és azzal a gondossággal, beleértve az ésszerű vizsgálatot, szakértelmet és igyekezetet, melyet egy szokásos mértékben körültekintő személy alkalmazna hasonló körülmények között; kell gyakorolnia.^{1198 1199} Az 1715. szakasz az igazgatók hatáskörének gyakorlásáról rendelkezik általánosan. Ez alapján általános szabályként, a pozíciójukból fakadó kötelességeik teljesítésében, az igazgatótanács, az igazgatótanács bizottságai, és a gazdasági társaságok egyes igazgatói, a társaság legjobb érdekeinek figyelembe vétele során, az általuk megfelelőnek ítélt mértékben figyelembe vehetik a következőket. Egyrészt bármely intézkedés hatását bármely vagy minden olyan csoportra vonatkozóan, melyet vagy melyeket az intézkedés érint. Ebben a körben nevesíti a törvény a társaság részvényeseit, munkavállalóit, beszállítóit, fogyasztóit és hitelezőit. Szintén figyelembe vehetik az intézkedés azokra a közösségekre gyakorolt hatását, melyekben a társaság irodái vagy más létesítményei elhelyezkednek. Továbbá a társaság rövid távú és hosszú távú érdekeit, beleértve azokat az előnyöket, melyek a társaságnál hosszú távú terveiből jelentkezhetnek, illetve annak lehetőségét, hogy ezeket az érdekeket legjobban a társaság hosszú távú függetlensége szolgálhatja. Figyelembe lehet venni a társaság feletti irányítás megszerzésére törekvő bármely személy erőforrásait, szándékait és magatartását (múltbeli, megállapított, lehetséges). A törvény ezen túlmenően lehetővé teszi minden más ide vonatkozó tényező figyelembe vételét.¹²⁰⁰ Az igazgatótanács, az igazgatótanács bizottságai, és az egyes igazgatók felé nincs kötelezettség a társaság legjobb érdekeinek vagy bármely intézkedés hatásainak figyelembe vétele során arra vonatkozóan, hogy bármilyen társasági érdeket vagy az

¹¹⁹⁸ Lásd *Pennsylvania Consolidated Statutes Title 15. Corporations and Unincorporated Associations Chapter 17. Officers, Directors and Shareholders, Subchapter B. Fiduciary Duty, § 1712. (a) Standard of care and justifiable reliance.* Elérhető: <http://www.legis.state.pa.us/cfdocs/legis/LI/consCheck.cfm?txtType=HTM&ttl=15&div=0&chpt=17&scn=12&subscn=0>

¹¹⁹⁹ A hivatkozott § 1712 továbbá meghatározza azoknak az információknak, véleményeknek, jelentéseknek vagy nyilatkozatoknak (beleértve a pénzügyi beszámolóknak és más pénzügyi adatoknak) a körét, melyekre az igazgató kötelességének teljesítése során jóhiszeműen jogosult hagyatkozni. Lásd *Pennsylvania Consolidated Statutes Title 15. Corporations and Unincorporated Associations Chapter 17. Officers, Directors and Shareholders, Subchapter B. Fiduciary Duty, § 1712. (a) Standard of care and justifiable reliance.* Elérhető: <http://www.legis.state.pa.us/cfdocs/legis/LI/consCheck.cfm?txtType=HTM&ttl=15&div=0&chpt=17&scn=12&subscn=0>

¹²⁰⁰ Lásd *Pennsylvania Consolidated Statutes Title 15. Corporations and Unincorporated Associations Chapter 17. Officers, Directors and Shareholders, Subchapter B. Fiduciary Duty, § 1715. Exercise of powers generally (a) General rule.* Elérhető: <http://www.legis.state.pa.us/cfdocs/legis/LI/consCheck.cfm?txtType=HTM&ttl=15&div=0&chpt=17&scn=15&subscn=0>.

intézkedéssel érintett bármely csoport érdekeit meghatározó vagy irányító érdeknek vagy tényezőnek tekintsenek.¹²⁰¹ ¹²⁰² Indokolt kiemelni továbbá, hogy ez a szabály nem ró az igazgatótanácsra, az igazgatótanács bizottságaira, vagy bármely egyéni igazgatókra bármilyen jogi, vagy azzal egyenértékű köteletséget, kötelezettséget vagy felelősséget, illetve nem keletkeztet semmilyen jogot, indokot vagy alapot perindításra az igazgatótanáccsal, az igazgatótanács bizottságaival és az egyes igazgatókkal szemben.¹²⁰³ Az alábbiakban bemutatom az egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vételére felhatalmazó tagállami jogalkotást.

3.5.1.1. Arizona

Arizona államban 1987-ben lépett hatályba erre vonatkozó szabályozás, mely jelenleg is megtalálható társasági jogában. Pennsylvania állam fent bemutatott szabályozásához képest fontos különbségként értékelhetjük, hogy az egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vételére vonatkozó felhatalmazás nem általános jellegű, hanem kifejezetten a vállalatfelvásárlásokhoz kapcsolódik.¹²⁰⁴ Ez alapján vállalatfelvásárlások során a kibocsátó nyilvános részvénytársaság igazgatójának a társaság legjobb érdekének figyelembe vétele során figyelembe kell vennie a társaság, illetve részvényesei hosszú távú és rövid távú érdekeit, beleértve annak lehetőségét, hogy ezeket az érdekeket leginkább a társaság folyamatos függetlensége szolgálhatja. (Ez a szakasz ugyanakkor a vállalatfelvásárlási helyzeteken túlmenően nem módosítja az igazgatói pozíciót betöltők kötelességeit¹²⁰⁵).¹²⁰⁶

¹²⁰¹ Lásd Pennsylvania Consolidated Statutes Title 15. Corporations and Unincorporated Associations [Chapter 17. Officers, Directors and Shareholders](#), Subchapter B. Fiduciary Duty, § 1715. Exercise of powers generally (b) Consideration of interests and factors. Elérhető: <http://www.legis.state.pa.us/cfdocs/legis/LI/consCheck.cfm?txtType=HTM&ttl=15&div=0&chpt=17&sctn=15&subctn=0>

¹²⁰² Ezeknek a tényezőknek és a figyelembe vétele ugyanakkor nem jelenti az 1712. szakaszban leírt (és általuk is ismertetett) gondosság mértékére és jogos bizalomra vonatkozó szabályozás megsértését. Lásd Pennsylvania Consolidated Statutes Title 15. Corporations and Unincorporated Associations [Chapter 17. Officers, Directors and Shareholders](#), Subchapter B. Fiduciary Duty, § 1715. Exercise of powers generally (b) Consideration of interests and factors. Elérhető: <http://www.legis.state.pa.us/cfdocs/legis/LI/consCheck.cfm?txtType=HTM&ttl=15&div=0&chpt=17&sctn=15&subctn=0>

¹²⁰³ Lásd Pennsylvania Consolidated Statutes Title 15. Corporations and Unincorporated Associations Chapter 17. Officers, Directors and Shareholders, Subchapter B. Fiduciary Duty, § 1717. Limitation on standing. Elérhető: <http://www.legis.state.pa.us/cfdocs/legis/LI/consCheck.cfm?txtType=HTM&ttl=15&div=0&chpt=17&sctn=17&subctn=0>.

¹²⁰⁴ A vonatkozó szabályozás ugyanis az Arizona Revised Statute Title 10. Corporations and Associations Chapter 23. Corporate Takeovers. részében található (nem pedig az igazgatók tevékenységére vonatkozó általános követelmények között). Elérhető: <http://www.azleg.state.az.us/ArizonaRevisedStatutes.asp?Title=10>,

¹²⁰⁵ A szabályozás hatálya ugyanis az Arizona Revised Statute Title 10. Corporations and Associations Chapter 23. Corporate Takeovers. hatálya alá tartozó esetekre terjed ki (*In discharging the duties of the position of director under this chapter,...*) Arizona Revised Statute Title 10. Corporations and Associations Chapter 23.

3.5.1.2. Florida

Florida állam társasági jogi szabályozása általános jelleggel lehetővé teszi az igazgatótanácsban helyet foglaló igazgatóknak, hogy a részvényesi érdekeken túlmenően figyelembe vegyék döntéshozataluk során az egyéb érdekelték érdekeit. Így ez a lehetőség általánosan adott, nem csupán speciális (pl. a Florida állam esetében releváns vállalatfelvásárlási) helyzetekben (de természetesen ekkor is érvényesülnek).¹²⁰⁷ Florida államban egy igazgatónak igazgatói kötelességeit, beleértve a bizottsági tagságból fakadó kötelezettségeit jóhiszeműen; azzal a gondossággal, melyet egy ugyanilyen pozícióban lévő szokásos mértékben körültekintő személy hasonló körülmények között gyakorolna; és oly módon, melyről ésszerűen hiszi, hogy a társaság legjobb érdekeiben áll; kell gyakorolnia.¹²⁰⁸ Ezt követően ismerteti a jogszabály, hogy a kötelességei ellátása körében az igazgató mely információkra, véleményekre, jelentésekre vagy nyilatkozatokra (beleértve a pénzügyi beszámolókat és más pénzügyi adatokat) jogosult hagyatkozni.¹²⁰⁹ Ezt követően pedig általános jelleggel (tehát bizonyos tranzakciókra való korlátozás nélkül) tartalmazza a jogszabály, hogy kötelességeinek teljesítése során egy igazgató figyelembe vehet olyan tényezőket, melyeket lényegesnek ítél. Ennek kapcsán felsorolja a társaság és részvényesei hosszú távú kilátásait és érdekeit; illetve bármely intézkedésnek a társaságnak vagy leányvállalatainak munkavállalóira, beszállítóira, fogyasztóira gyakorolt szociális, gazdasági, jogi és egyéb hatásait; továbbá azon közösségeket és társadalmat, melyekben a társaság vagy

Corporate Takeovers. 10-2702. (Duties of Directors) Elérhető:
<http://www.azleg.state.az.us/FormatDocument.asp?inDoc=/ars/10/02702.htm&Title=10&DocType=ARS>,

¹²⁰⁶ Arizona Revised Statute Title 10. Corporations and Associations Chapter 23. Corporate Takeovers. 10-2702. (Duties of Directors) Elérhető:

<http://www.azleg.state.az.us/FormatDocument.asp?inDoc=/ars/10/02702.htm&Title=10&DocType=ARS>,

¹²⁰⁷ Ezt jól mutatja, hogy az ide vonatkozó rendelkezések a Florida Statutes -Title XXXVI. Business Organizations, Chapter 607. Florida Business Corporation Act 607.0830 szakaszában, General standards for directors címszó alatt találhatóak. Elérhető:

http://www.leg.state.fl.us/Statutes/index.cfm?App_mode=Display_Statute&Search_String=&URL=0600-0699/0607/Sections/0607.0830.html

¹²⁰⁸ Florida Statutes -Title XXXVI. Business Organizations, Chapter 607. Florida Business Corporation Act 607.0830 (1) Elérhető:

http://www.leg.state.fl.us/Statutes/index.cfm?App_mode=Display_Statute&Search_String=&URL=0600-0699/0607/Sections/0607.0830.html,

¹²⁰⁹ Florida Statutes -Title XXXVI. Business Organizations, Chapter 607. Florida Business Corporation Act 607.0830 (2). A 607.0830 (4) alapján pedig az igazgató nem jár el jóhiszeműen, ha a kérdéses témával kapcsolatban az ebben megengedettek túlmenően (tehát a (2) alszakaszban megengedetten kívül) jogosulatlanul szerzett információkat ad hitelt. Elérhető:

http://www.leg.state.fl.us/Statutes/index.cfm?App_mode=Display_Statute&Search_String=&URL=0600-0699/0607/Sections/0607.0830.html,

leányvállalatai működnek; illetve az adott állam és a nemzet gazdaságát.¹²¹⁰ Az igazgató pedig nem felelős bármely igazgatóként megtett intézkedéséért, illetve bármely intézkedés megtételének elmulasztásáért, ha hivatali kötelességét a fenti szabályokkal összhangban folytatta.¹²¹¹

3.5.1.3. Hawaii

Hawaii állam társasági jogában a Florida állam által alkalmazotthoz hasonló rendelkezést találunk. Ezek az igazgatók tevékenységére irányadó általános előírások között kaptak helyet.¹²¹² Ez alapján egy igazgatónak igazgatói kötelességeit, beleértve a bizottsági tagságból fakadó igazgatói kötelességeit jóhiszeműen; azzal a gondossággal, melyet egy ugyanilyen pozícióban lévő szokásos mértékben körültekintő személy hasonló helyzetben gyakorolna; és oly módon, melyről az igazgató ésszerűen hiszi, hogy a társaság legjobb érdekében áll, kell gyakorolnia.¹²¹³ Ezt követően a törvény kimondja, hogy a társaság legjobb érdekének meghatározása során egy igazgató a társaság részvényeseinek érdekeinek tekintetbe vételén túlmenően, saját mérlegelésére bízva tekintetbe veheti bármelyiket az itt leírt tényezők közül. Így a társaság munkavállalóinak, fogyasztóinak, beszállítóinak és hitelezőinek az érdekeit; az adott (tag)állam és a nemzet gazdaságát; közösségi és társadalmi megfontolásokat, beleértve korlátozások nélkül bármely intézkedés hatását azokra a közösségekre, melyekben vagy melyek közelében a társaságnak irodái vannak vagy tevékenységeket végez. Szintén figyelembe veheti a társaságnak és részvényeseinek hosszú és rövid távú érdekeit, beleértve, korlátozások nélkül annak lehetőségét, hogy ezeket az érdekeket legjobban a társaság folyamatos függetlensége szolgálja.¹²¹⁴

3.5.1.4. Iowa

¹²¹⁰ Florida Statutes -Title XXXVI. Business Organizations, Chapter 607. Florida Business Corporation Act 607.0830 (3) Elérhető: http://www.leg.state.fl.us/Statutes/index.cfm?App_mode=Display_Statute&Search_String=&URL=0600-0699/0607/Sections/0607.0830.html,

¹²¹¹ Florida Statutes -Title XXXVI. Business Organizations, Chapter 607. Florida Business Corporation Act 607.0830 (5) Elérhető: http://www.leg.state.fl.us/Statutes/index.cfm?App_mode=Display_Statute&Search_String=&URL=0600-0699/0607/Sections/0607.0830.html,

¹²¹² Hawaii Code, Division 2. Business, Title 23. Corporations and Partnerships, Chapter 414. Hawaii Business Corporation Act Part IX. Directors and Officers C. Standards of Conduct § 414-221 General standards for directors. Elérhető: <http://law.justia.com/codes/hawaii/2010/division2/title23/chapter414/414-221/>,

¹²¹³ Hawaii Code, Division 2. Business, Title 23. Corporations and Partnerships, Chapter 414. Hawaii Business Corporation Act Part IX. Directors and Officers C. Standards of Conduct § 414-221 General standards for directors. (a) Elérhető: <http://law.justia.com/codes/hawaii/2010/division2/title23/chapter414/414-221/>,

¹²¹⁴ Hawaii Code, Division 2. Business, Title 23. Corporations and Partnerships, Chapter 414. Hawaii Business Corporation Act Part IX. Directors and Officers C. Standards of Conduct § 414-221 General standards for directors. (b) Elérhető: <http://law.justia.com/codes/hawaii/2010/division2/title23/chapter414/414-221/>,

Iowa állam társasági joga külön szakaszt szentel az akvizíciós javaslatok megítélésének.¹²¹⁵ A szakasznak már a címe is félreérthetetlenül jelzi, hogy elfogadásának indoka a közösségi érdekek figyelembe vétele volt: a 490.1108A szakasz ugyanis az *“Akvizíciós javaslatok megfontolása – közösségi érdekek”* (*Consideration of Acquisition Proposals – Community Interests*) címet viseli. Ez kimondja, hogy egy igazgató annak meghatározása során, hogy mi áll a társaság legjobb érdekében, mikor fontolóra vesz egy vételi ajánlatot vagy felvásárlási javaslatot, egyesülést, konszolidációt (*consolidation*), vagy hasonló javaslatot, figyelembe veheti bármely vagy mindegyik közösségi érdek tényezőt az alábbiak közül, bármely intézkedés részvényesekre gyakorolt hatásának figyelembe vételén túlmenően. Így az intézkedés hatását a társaság munkavállalóira, beszállítóira, hitelezőire és fogyasztóira; az intézkedés hatását azon közösségekre, melyekben a társaság működik; illetve a társaságnak és részvényeseinek hosszú távú és rövid távú érdekeit, beleértve annak lehetőségét, hogy ezeket az érdekeket legjobban a társaság folyamatos függetlensége szolgálhatja.¹²¹⁶

Ha a fent leírt közösségi érdek-tényezők alapján az igazgatótanács megállapítja, hogy a társaság felvásárlására vagy egyesítésére vonatkozó javaslat vagy ajánlat nem áll a társaság legjobb érdekében, elutasíthatja ezeket. Ha az igazgatótanács bármilyen ilyen javaslat vagy ajánlat elutasításáról dönt, nincs arra vonatkozó kötelezettsége, hogy előmozdítsa a javaslatot vagy ajánlatot, vagy, hogy eltávolítsa akadályait. Szintén nem kell tartózkodnia a javaslat vagy ajánlat akadályozásától. Bármely vagy az összes közösségi érdek-tényező figyelembe vétele nem minősül a *business judgement rule*¹²¹⁷, vagy az igazgatónak a részvényesek, vagy a részvényesek bizonyos csoportja felé fennálló bármely köteletségének megszegésének. Ez még abban az esetben is igaz, ha az igazgató ésszerűen úgy dönt, hogy egy közösségi érdek-

¹²¹⁵ Lásd Iowa Code Title 12 - Business Entities Subtitle 2 - Business and Professional Corporations and Companies Chapter 490 – Business Corporations, Elérhető: <http://law.justia.com/codes/iowa/2009/title-12/subtitle-2/chapter-490/>,

¹²¹⁶ Lásd Iowa Code Title 12 - Business Entities Subtitle 2 - Business and Professional Corporations and Companies Chapter 490 – Business Corporations, 490.1108A Consideration of Acquisition Proposals – Community Interests 1. Elérhető: <http://law.justia.com/codes/iowa/2009/title-12/subtitle-2/chapter-490/490-1108a/>,

¹²¹⁷ A *business judgement rule*-t Iowa állam esetében az Iowa Code Title 12 - Business Entities Subtitle 2 - Business and Professional Corporations and Companies Chapter 490 – Business Corporations, 490.830 szakaszban az igazgatók magatartási szabályai (*Standards of conduct for directors*) címmel olvashatjuk. Az (1) alszakasz kifejti, hogy az igazgatótanács minden tagjának, igazgatói kötelességeinek teljesítése során, a következők közül valamennyivel összhangban kell eljárnia: a) jóhiszeműen, b) oly módon, melyről az igazgató ésszerűen hiszi, hogy a társaság legjobb érdekeiben áll. A (2) alszakasz ezt kiegészíti azzal, hogy az igazgatótanács vagy bizottságának tagjai, amikor tájékozottá válnak döntéshozatali feladatuk tekintetében, vagy figyelmet szentelnek felügyeleti funkciójuknak, köteleységüket azzal a gondossággal kell teljesíteniük, melyet egy ugyanilyen pozícióban lévő személy ésszerűen gondolna helyesnek hasonló körülmények között. Elérhető: <http://law.justia.com/codes/iowa/2009/title-12/subtitle-2/chapter-490/490-830/>

tényező, vagy érdek-tényezők nagyobb súllyal esnek latba, mint a társaságnak, vagy egy részvényesnek, vagy a részvényesek csoportjának nyújtott pénzügyi vagy egyéb előnyök.¹²¹⁸

A szakasz elején a társaság legjobb érdekére való hivatkozás azért indokolt, hiszen a business judgement rule érvényesül Iowa államban is az igazgatók magatartási szabályai tekintetében.

3.5.1.5. Indiana

Indiana állam társasági joga az igazgatók magatartására vonatkozó általános szabályok között biztosít lehetőséget a döntéshozatali folyamatban a részvényesi érdekeken túlmenően az egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vételére.¹²¹⁹ E szerint egy igazgató igazgatói kötelességeit, beleértve a bizottsági tagságból eredő igazgatói kötelességeit, azon tények alapján melyek számára akkor ismertek, jóhiszeműen; azzal a gondossággal, melyet egy szokásos mértékben körültekintő személy ugyanilyen pozícióban hasonló helyzetben gyakorolna; oly módon, melyről az igazgató ésszerűen hiszi, hogy a társaság legjobb érdekében áll, teljesíti.¹²²⁰ Egy igazgató a társaság legjobb érdekének figyelembe vétele során az *Indiana Code - 23-1-35-1 Sec. 1. (d)* alapján figyelembe veheti bármely intézkedés hatását a társaság részvényesre, munkavállalóra, beszállítóira, és fogyasztóira. Szintén figyelembe veheti hatásukat azokra a közösségekre, melyekben a társaságnak irodái vagy más létesítményei (üzemei) helyezkednek el, továbbá bármely más tényezőket, melyeket az igazgató helyénvalónak ítél.¹²²¹ A szabályozás egyik érdeket sem helyezi a másik fölé, és vállalatfelvásárlások esetén sem állítja követelményként az igazgatói döntéshozatal elé a részvényesi érdekek (és hozam) kizárólagos figyelembe vételét. Teljes mérlegelési jogkört biztosít a társaságok igazgatóinak az egyes érdekek mérlegelésében.^{1222 1223} A szabályozás

¹²¹⁸ Lásd Iowa Code Title 12 - Business Entities Subtitle 2 - Business and Professional Corporations and Companies Chapter 490 – Business Corporations, 490.1108A Consideration of Acquisition Proposals – Community Interests 2. Elérhető: <http://law.justia.com/codes/iowa/2009/title-12/subtitle-2/chapter-490/490-1108a/>.

¹²¹⁹ Lásd Indiana Business Corporation Law Elérhető: <http://www.in.gov/legislative/ic/2010/title23/ar1/>.

¹²²⁰ Indiana Business Corporation Law - Indiana Code - 23-1-35-1, Chapter 35. Standards of Conduct for Directors, Standards of conduct; liability; reaffirmation of corporate governance rules; presumption, Sec. 1. (a) Elérhető: <http://www.in.gov/legislative/ic/2010/title23/ar1/ch35.pdf>.

¹²²¹ Indiana Business Corporation Law - Indiana Code - 23-1-35-1, Chapter 35. Standards of Conduct for Directors, Standards of conduct; liability; reaffirmation of corporate governance rules; presumption, Sec. 1. (d) Elérhető: <http://www.in.gov/legislative/ic/2010/title23/ar1/ch35.pdf>.

¹²²² Az Indiana Business Corporation Law - Indiana Code - 23-1-35-1, Chapter 35. Standards of Conduct for Directors, Standards of conduct; liability; reaffirmation of corporate governance rules; presumption, Sec. 1. (f) magyarázatot tartalmaz az egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vételét lehetővé tevő rendelkezések értelmezése kapcsán. Ebben kifejtésre kerül, hogy az Indiana Code - 23-1-35 hatályba léptetésével Indiana állam törvényhozó testülete, a General Assembly felelős társaságirányítási szabályokat vezetett be az indiana-i társaságok részére, beleértve az indiana-i társaságok igazgatóinak magatartására vonatkozó szabályokat, illetve az igazgatói üzleti megítélés (*business judgement*) gyakorlása során figyelembe vehető társaságban jelenlévő csoportokat és érdekeket. A General Assembly továbbá meg kíván újra erősíteni ezek közül bizonyos felelős társaságirányítási szabályokat, hogy biztosítsa azt, hogy az indiana-i társaságok igazgatóinak, az üzleti megítélés

szintén meghatározza azon információk, vélemények, jelentések, állásfoglalások (ide értve a pénzügyi beszámolókat és más pénzügyi adatok) forrását, melyre az igazgató igazgatói tevékenységének ellátása során hagyatkozhat. Az igazgató pedig nem jár el jóhiszeműen, ha a kérdéses témával kapcsolatban olyan ismeretet, melynek hitelt ad, a szabályozásban megengedetten kívül jogosulatlanul szerzett.¹²²⁴

Az *Indiana Code - 23-1-35-1 Sec. 1. (e)* alapján az igazgató nem felelős bármely igazgatóként megtett intézkedéséért, illetve intézkedés megtételének elmulasztásáért, tekintet nélkül az állítólagos kötelességszegés természetére, beleértve a gondossági kötelezettség (*duty of care*), a lojalitási kötelezettség (*duty of loyalty*), illetve a jóhiszeműségi kötelezettség (*duty of good faith*) állítólagos megszegését, hacsak az igazgató megszegte vagy nem teljesítette az igazgatói pozícióból fakadó kötelezettségeket a fent bemutatott rendelkezésekkel (Lásd *Indiana Code - Section 23-1-35-1*) összhangban; és ez a kötelezettségszegés vagy mulasztás

(*business judgement*) gyakorlása során nem kell elfogadniuk egy javasolt társasági intézkedést, ha az igazgatók jóhiszeműen úgy döntenek, miután az általuk megfelelőnek ítélt módon megfontolták és felmérték az intézkedés társasági érdekeltre gyakorolt hatását, hogy az intézkedés nem áll a társaság legjobb érdekében. Egy ilyen döntés meghozatala során az igazgatóknak nem szükséges meghatározó vagy irányító tényezőként figyelembe venni a javasolt intézkedés hatását bármely bizonyos társaságban jelenlévő csoportra vagy érdekre. Az előbb elmondottak általános jellegének szűkítése nélkül, az igazgatóknak nem szükséges nem alkalmazhatónak nyilvánítani az üzleti kombinációkra vonatkozó szabályozás bármely elemét (lásd *Indiana Code 23-1-43*), illetve nem alkalmazhatónak nyilvánítani vagy visszavonni egy ún. *poison pill* megállapodást (*shareholder rights plan* – Lásd *Indiana Code 23-1-26-5*), vagy bármilyen intézkedést megtenniük vagy megtagadniuk kizárólag azért, amilyen hatást egy ilyen intézkedés a vállalat feletti irányítás tervezett megszerzésére, vagy a részvényeseknek a tervezett akvizíció során esetlegesen kifizetésre kerülő összegre gyakorolhatna. Delaware államban és más jogrendszerekben bizonyos bírói döntések, melyeket máskülönben az indiana-i társasági jog értelmezéséhez útmutatónak tekinthetnénk; beleértve azokat a bírói döntéseket, melyek a társaság feletti irányítás esetleges megváltozását jelentő tranzakciókra vonatkozóan különböző, vagy magasabb szintű vizsgálatot írnak elő az igazgatóknak a társaság feletti irányítás tervezett megszerzésével kapcsolatban hozott intézkedései tekintetében; inkonzisztensek az üzleti értékítélet szabályának (*business judgement rule*) e szabályozás szerinti megfelelő alkalmazásával. Ezért a General Assembly szándékában állt megerősíteni, hogy ez a szakasz az igazgatóknak teljes diszkréciót biztosít a d) alszakaszban felsorolt tényezők mérlegelésében, ahogy azt megfelelőnek ítélik; és szintén védeni az igazgatókat, és egyúttal azon társasági intézkedés érvényességét, melyet az üzleti megítélés jóhiszemű gyakorlása során hoztak ésszerű vizsgálatot (*reasonable investigation*) követően. Elérhető: <http://www.in.gov/legislative/ic/2010/title23/ar1/ch35.pdf>,

¹²²³ Az *Indiana Code - Section 23-1-35-1 Sec. 1. (g)* tovább értelmezi az egyéb érdekelt érdekeinek figyelembe vételére vonatkozó felhatalmazást. Ez alapján bármely intézkedés megtételében, vagy megtételének elutasítása esetén, vagy a részvényesek számára bármely kérdés tekintetében tett javaslat, vagy a javaslattétel elutasítása esetén, az igazgatótanácsnak lehetősége van, saját mérlegelési jogkörében, hogy tekintetbe vegye a társaság hosszú és rövidtávú legjobb érdekét, figyelembe véve, és az igazgatók által megfelelőnek ítélt módon felmérve, ennek hatását a társaság részvényesire, és az egyéb, társaságot alkotó csoportokra és érdekekre (ezen csoportok és érdekek listája az *Indiana Code - Section 23-1-35-1 Sec. 1. (d)* alszakaszban került felsorolásra és leírásra). Szintén figyelembe vehetnek bármely egyéb tényezőt, melyet az igazgatók helyénvalónak ítélnak a (d) alszakasz alapján. Ha egy döntés született az előbbiekre tekintettel az igazgatótanács elfogulatlan igazgatói többségének jóváhagyásával, ezt a döntést bizonyító erejű vélelemmel érvényesnek kell tekinteni, ha csak bizonyításra nem kerül, hogy a döntést nem jóhiszeműen hozták, ésszerű vizsgálatot követően (*reasonable investigation*). Az *Indiana Code - Section 23-1-35-1 Sec. 1. (h)* alszakasz meghatározza, hogy a (g) alszakasz értelmében mely igazgató tekinthető elfogulatlan igazgatónak. Elérhető: <http://www.in.gov/legislative/ic/2010/title23/ar1/ch35.pdf>

¹²²⁴ *Indiana Business Corporation Law - Indiana Code - 23-1-35-1, Chapter 35. Standards of Conduct for Directors, Standards of conduct; liability; reaffirmation of corporate governance rules; presumption, Sec. 1. (b), (c)* Elérhető: <http://www.in.gov/legislative/ic/2010/title23/ar1/ch35.pdf>.

szándékos kötelességszegést (*wilfull misconduct*) vagy hanyagságot, gondatlanságot (*recklessness*) jelent.¹²²⁵

3.5.1.6. Kentucky

Bár Kentucky állam alapvetően a bourbon whiskey-jéről ismert, érdemes társasági jogát¹²²⁶ is megvizsgálunk. Ebben az államban az egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vétele kimondottan nem jelenik meg az igazgatók általános magatartási szabályai között.¹²²⁷ Csupán általános utalást olvashatunk a társaság legjobb érdekében való eljárásra az igazgató pozíciójából fakadó kötelességeinek teljesítése során.¹²²⁸ Ugyanakkor az igazgatók magatartási szabályai szempontjából speciális szabályok érvényesülnek az üzleti kombinációk esetében.¹²²⁹ E szerint az igazgatótanács kötelessége teljesítésekor az üzleti kombinációk esetében,¹²³⁰ vagy egyébként,¹²³¹ a társaság legjobb érdekének tekintetbe vétele során a társaság részvényeseinek érdekein túlmenően figyelembe vehet egyéb érdekeket is, melyet a jogszabály kifejezetten fel is sorol. Így figyelembe veheti a társaság munkavállalóinak, beszállítóinak, hitelezőinek és fogyasztóinak az érdekeit; az állam és a nemzet gazdaságát; közösségi és társadalmi megfontolásokat; továbbá a társaság és részvényesei hosszú távú és rövid távú érdekeit, beleértve annak lehetőségét, hogy ezeket az érdekeket legjobban a társaság hosszú távú függetlensége szolgálja.¹²³² Az üzleti kombinációkra vonatkozó szabályozás szintén egyértelmű felhatalmazást tartalmaz a *poison pill* védekezési módszer

¹²²⁵ Indiana Business Corporation Law - Indiana Code - 23-1-35-1, Chapter 35. Standards of Conduct for Directors, Standards of conduct; liability; reaffirmation of corporate governance rules; presumption, Sec. 1. (e) Elérhető: <http://www.in.gov/legislative/ic/2010/title23/ar1/ch35.pdf>,

¹²²⁶ Kentucky Revised Statutes Title XXIII. – Private Corporations and Associations Chapter 271B Business Corporations, Elérhető: <http://www.lrc.ky.gov/statutes/>,

¹²²⁷ Kentucky Revised Statutes Title XXIII. – Private Corporations and Associations Chapter 271B Business Corporations, Subtitle 8 – Directors and officers, Standards of Conduct, 8-300 General standards for directors, Elérhető: <http://www.lrc.ky.gov/statutes/statute.aspx?id=13389>,

¹²²⁸ Kentucky Revised Statutes Title XXIII. – Private Corporations and Associations Chapter 271B Business Corporations, Subtitle 8 – Directors and officers, Standards of Conduct, 8-300 General standards for directors, (1) (c) Elérhető: <http://www.lrc.ky.gov/statutes/statute.aspx?id=13389>,

¹²²⁹ Kentucky Revised Statutes Title XXIII. – Private Corporations and Associations Chapter 271B Business Corporations, Subtitle 12 – Sale of Assets, Business Combinations, Elérhető: <http://www.lrc.ky.gov/statutes/chapter.aspx?id=38546>,

¹²³⁰ Tehát a Kentucky Revised Statutes Title XXIII. – Private Corporations and Associations Chapter 271B Business Corporations, Subtitle 12 – Sale of Assets, Business Combinations, 271B.12-210. Minimum share vote requirements for approval of business combinations - Limitations on business corporation. hatálya alá tartozó kérdésekben.

¹²³¹ A „vagy egyébként” („or otherwise”) kitétel terjedelmét nem magyarázza meg a jogszabály, így annak értelmezéséhez a Kentucky bírósági gyakorlat elemzésére lenne szükség. Ez alapján az is elképzelhető, hogy általános jellegű felhatalmazásként értelmezik az igazgatótanácsok magatartását illetően az egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vételét.

¹²³² Kentucky Revised Statutes Title XXIII. – Private Corporations and Associations Chapter 271B Business Corporations, Subtitle 12 – Sale of Assets, Business Combinations, 271B.12-210. Minimum share vote requirements for approval of business combinations - Limitations on business corporation. (4) Elérhető: <http://www.lrc.ky.gov/statutes/statute.aspx?id=13430>,

alkalmazására.¹²³³ Kimondja ugyanis, hogy az alapszabály eltérő rendelkezése hiányában (mely rendelkezés még az előtt került beépítésre az alapszabályba, mielőtt sor került volna az itt tárgyalásra kerülő jogok vagy opciók kialakítására vagy kiadására) a társaság részvényeseinek érdekeinek figyelembe vétele során egy társaság igazgatótanácsa kialakíthat és kibocsáthat olyan jogokat vagy opciókat¹²³⁴, melyek olyan rendelkezéseket tartalmaznak, mely az opció (gyakorlási) árát vagy az ilyen jogok vagy opciók alapján kibocsátható részvények számát utólagosan igazíthatják a társaságot érintő részvényfelvásárlás vagy reorganizáció, egyesülés, konszolidáció, eszközértékesítés vagy más esemény esetén. Az ilyen jogok vagy opciók szintén tartalmazhatnak olyan feltételeket, melyek megakadályozzák a társaság legalább bizonyos számú vagy százalékos arányú részvényeinek birtokosát vagy birtokosait abban, hogy gyakorolják ezeket a jogokat vagy opciókat.¹²³⁵

3.5.1.7. Louisiana

Louisiana állam társasági joga¹²³⁶ az igazgatók és tisztségviselők felelősségét tárgyaló rendelkezései között¹²³⁷ foglalkozik az egyéb érdekeltek érdekeinek figyelembe vételével. Ez alapján, amikor az igazgatótanács egy vállalatfelvásárlási ajánlatot (vagy egy felvásárlási ajánlat vagy részvénycseré-ajánlat megtételére irányuló vagy egy egyesülés vagy konszolidáció végrehajtására irányuló ajánlatot) értékeli, annak meghatározása során, hogy mit tekint a társaság és részvényesei legjobb érdekében állónak, figyelembe veheti a következő tényezőket, illetve bármely más tényezőt, melyet fontosnak ítél.¹²³⁸ Így a javasolt tranzakció kapcsán felajánlott ellenértéket nem csupán a társaság részvényeinek aktuális piaci ára tükrében vizsgálhatja, hanem szintén a piaci ár több éves perióduson keresztül való alakulása tekintetében is, illetve a társaság árverés/versenytárgyalás keretében egészben vagy részben

¹²³³ Kentucky Revised Statutes Title XXIII. – Private Corporations and Associations Chapter 271B Business Corporations, Subtitle 12 – Sale of Assets, Business Combinations, 271B.12-210. Minimum share vote requirements for approval of business combinations - Limitations on business corporation. (5) Elérhető: <http://www.lrc.ky.gov/statutes/statute.aspx?id=13430>,

¹²³⁴ A Kentucky Revised Statutes Title XXIII. – Private Corporations and Associations Chapter 271B Business Corporations, Subtitle 6. – Shares and Distributions, Issuance of Shares, 271B. 6-240. Share options. (részvény-opciókra vonatkozó szabályozás) rendelkezéseivel összhangban. Elérhető: <http://www.lrc.ky.gov/statutes/chapter.aspx?id=38527>,

¹²³⁵ Kentucky Revised Statutes Title XXIII. – Private Corporations and Associations Chapter 271B Business Corporations, Subtitle 12 – Sale of Assets, Business Combinations, 271B.12-210. Minimum share vote requirements for approval of business combinations - Limitations on business corporation. (5) Elérhető: <http://www.lrc.ky.gov/statutes/statute.aspx?id=13430>,

¹²³⁶ Louisiana Law Revised Statutes Title 12 - Corporations and Associations Elérhető: <http://www.legis.state.la.us/lss/lss.asp?doc=76657>,

¹²³⁷ Louisiana Law Revised Statutes Title 12 - Corporations and Associations § 92. Liability of directors and officers. Elérhető: <http://www.legis.state.la.us/lss/lss.asp?doc=76657>,

¹²³⁸ Louisiana Law Revised Statutes Title 12 - Corporations and Associations § 92. Liability of directors and officers. G. Elérhető: <http://www.legis.state.la.us/lss/lss.asp?doc=76657>,

történő értékesítése során, vagy a társaság rendes felszámolása/végelszámolása esetén esetlegesen elérhető becsült ár, ellenérték tekintetében. Szintén figyelembe veheti más társaságok részvényeiért hasonló tranzakciók során a piaci ár felett fizetett prémiumot, illetve a részvények piaci értékére és a társasági pénzügyi helyzetére és jövőbeli kilátásaira ható aktuális politikai, gazdasági és egyéb tényezőket.¹²³⁹ Szintén figyelembe veheti egy ilyen tranzakció szociális és gazdasági hatásait a társaságra, leányvállalataira, vagy ezek munkavállalóira, fogyasztóira, hitelezőire, és azon közösségekre, melyekben a társaság vagy leányvállalata üzleti tevékenységet végez.¹²⁴⁰ Szintén figyelembe veheti az ajánlattevő fél vagy felek üzleti és pénzügyi körülményeit, illetve jövedelemezőségi kilátásait, beleértve, de nem kizárólagosan, az ajánlattevő fél vagy felek adósságszolgálati és más meglévő vagy valószínűsíthető pénzügyi kötelezettségeit, illetve e körülmények lehetséges hatásait a társaságra és leányvállalataira, és azokra a közösségekre, amelyekben üzleti tevékenységet végeznek.¹²⁴¹ Szintén figyelembe veheti az ajánlattevő fél vagy felek, illetve menedzsmentjük kompetenciáját, tapasztalatát és feddhetlenségét.¹²⁴²

3.5.1.8. Maine

Maine államban a társasági törvény¹²⁴³ hatályos rendelkezéseit áttekintve megállapíthatjuk, ez a tagállam is lehetőséget biztosít a honos vállalataiban működő igazgatótanácsok számára az egyéb érdekeltek érdekeinek figyelembe vételére döntéshozataluk során.¹²⁴⁴ Az igazgatók magatartására irányadó szabályok között szerepel, hogy az igazgatótanács minden tagjának igazgatói kötelességének teljesítése során jóhiszeműen, és oly módon kell eljárnia, melyről az igazgató ésszerűen hiszi, hogy a társaság legjobb érdekében áll.¹²⁴⁵ Ez az igazgatók magatartására vonatkozó alapvető norma (*Basic standard of conduct*). Az igazgatótanács vagy egy bizottságának tagjai, amikor tájékozottá válnak döntéshozatali funkciójuk kapcsán, vagy figyelmet szentelnek ellenőrzési feladataikra, kötelességüket azzal a gondossággal kell

¹²³⁹ Louisiana Law Revised Statutes Title 12 - Corporations and Associations § 92. Liability of directors and officers. G. (1) Elérhető: <http://www.legis.state.la.us/lss/lss.asp?doc=76657>,

¹²⁴⁰ Louisiana Law Revised Statutes Title 12 - Corporations and Associations § 92. Liability of directors and officers. G. (2) Elérhető: <http://www.legis.state.la.us/lss/lss.asp?doc=76657>,

¹²⁴¹ Louisiana Law Revised Statutes Title 12 - Corporations and Associations § 92. Liability of directors and officers. G. (3) Elérhető: <http://www.legis.state.la.us/lss/lss.asp?doc=76657>,

¹²⁴² Louisiana Law Revised Statutes Title 12 - Corporations and Associations § 92. Liability of directors and officers. G. (4) Elérhető: <http://www.legis.state.la.us/lss/lss.asp?doc=76657>,

¹²⁴³ Maine Revised Statutes Title 13-C: Maine Business Corporations Act. Elérhető: <http://www.mainelegislature.org/legis/statutes/13-C/title13-Cch0sec0.html>,

¹²⁴⁴ Maine Revised Statutes Title 13-C: Maine Business Corporations Act. Chapter 8. Directors and Officers. Elérhető: <http://www.mainelegislature.org/legis/statutes/13-C/title13-Cch8sec0.html>

¹²⁴⁵ Maine Revised Statutes Title 13-C: Maine Business Corporations Act. Chapter 8. Directors and Officers. Subchapter 3. Directors. 13-C §831. Standards of conduct for directors. 1. Basic standard of conduct. A, B. Elérhető: <http://www.mainelegislature.org/legis/statutes/13-C/title13-Csec831.html>,

teljesíteniük, amelyet egy ugyanilyen pozícióban lévő személy ésszerűen (reasonably) megfelelőnek hinne hasonló körülmények között.¹²⁴⁶ Ez tekinthető az igazgatói gondosság általános mértékének. Az igazgatók magatartására irányadó szabályok között továbbá a törvény külön tárgyalja az egyéb érdekelték érdekeit, illetve azok figyelembe vételének lehetőségét. Ez alapján kötelességük teljesítése során a társaság igazgatói és tisztségviselői a társaság és részvényesei legjobb érdekének figyelembe vétele során figyelembe vehetik bármely intézkedés hatását a társaság munkavállalóira, beszállítóira és fogyasztóira, illetve a közösségekre, amelyekben a társaság irodái és egyéb létesítményei elhelyezkednek, és minden más ide vonatkozó tényezőket.¹²⁴⁷

3.5.1.9. Massachusetts

Massachusetts társasági jogát¹²⁴⁸ megvizsgálva szintén megtalálhatjuk azon rendelkezést, mely az igazgatókat felhatalmazza az egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vételére. Ezt ebben az esetben is az igazgatók magatartására vonatkozó általános normák között találjuk.¹²⁴⁹

A szabályozás alapján az igazgatónak igazgatói kötelességeit, beleértve a bizottsági tagságból fakadó kötelességeit jóhiszeműen; azzal a gondossággal, melyet egy ugyanilyen pozícióban lévő személy ésszerűen hinne megfelelőnek hasonló körülmények között; oly módon, melyről az igazgató ésszerűen hiszi, hogy a társaság legjobb érdekében áll, kell teljesítenie.¹²⁵⁰ Annak meghatározása során pedig, hogy az igazgató mit hisz ésszerűen a társaság legjobb érdekében állónak, egy igazgató figyelembe veheti a társaság munkavállalóinak, beszállítóinak, hitelezőinek és fogyasztóinak az érdekeit, az adott állam, a régió és a nemzet gazdaságát, közösségi és társadalmi megfontolásokat, és a társaság és részvényesei hosszú távú és rövid

¹²⁴⁶ Maine Revised Statutes Title 13-C: Maine Business Corporations Act. Chapter 8. Directors and Officers. Subchapter 3. Directors. 13-C §831. Standards of conduct for directors. 2. General standard of care. Elérhető: <http://www.mainelegislature.org/legis/statutes/13-C/title13-Csec831.html>,

¹²⁴⁷ Maine Revised Statutes Title 13-C: Maine Business Corporations Act. Chapter 8. Directors and Officers. Subchapter 3. Directors. 13-C §831. Standards of conduct for directors. 6. Interests of other constituencies. Elérhető: <http://www.mainelegislature.org/legis/statutes/13-C/title13-Csec831.html>,

¹²⁴⁸ Massachusetts General Laws – Part I. Administration of the Government, Title XXII. Corporations, Chapter 156D Business Corporations Elérhető: <https://malegislature.gov/laws/generallaws/parti/titlexxii/chapter156d>

¹²⁴⁹ Massachusetts General Laws – Part I. Administration of the Government, Title XXII. Corporations, Chapter 156D Business Corporations, Section 8.30. General standards for directors. Elérhető: <https://malegislature.gov/Laws/GeneralLaws/PartI/TitleXXII/Chapter156D/Section8.30>,

¹²⁵⁰ Massachusetts General Laws – Part I. Administration of the Government, Title XXII. Corporations, Chapter 156D Business Corporations, Section 8.30. General standards for directors. (a) (1) (2) (3) Elérhető: <https://malegislature.gov/Laws/GeneralLaws/PartI/TitleXXII/Chapter156D/Section8.30>,

távú érdekeit, beleértve annak lehetőségét, hogy ezeket az érdekeket legjobban a társaság folyamatos függetlensége szolgálhatja.¹²⁵¹

3.5.1.10. Minnesota

Minnesota társasági joga¹²⁵² szintén biztosítja az igazgatók számára, hogy figyelembe vehessék döntéshozataluk során az egyéb érdekelték érdekeit. Az ezt biztosító rendelkezéseket az igazgatótanácsra vonatkozó szabályok közt,¹²⁵³ az igazgatók magatartását szabályozó norma tartalmazza.¹²⁵⁴ Ez alapján az igazgatónak az igazgatói pozícióból fakadó kötelességeit jóhiszeműen; oly módon, melyről az igazgató ésszerűen hiszi, hogy a társaság legjobb érdekében áll; és azzal a gondossággal, melyet egy ugyanilyen pozícióban lévő szokásos mértékben körültekintő személy hasonló körülmények között gyakorolna; kell gyakorolnia. Az a személy, aki ennek megfelelően teljesíti kötelességeit, nem felelős azon okból, hogy a társaság igazgatója, vagy igazgatója volt (*business judgement rule*).¹²⁵⁵ Az igazgatói pozíciójából fakadó kötelességeinek teljesítése során egy igazgató a társaság legjobb érdekének figyelembe vételekor pedig figyelembe veheti a társaság munkavállalóinak, fogyasztóinak, beszállítóinak és hitelezőinek érdekeit, az állam és a nemzet gazdaságát, közösségi és társadalmi megfontolásokat, illetve a társaság és részvényesei hosszú távú és rövid távú érdekeit, beleértve annak lehetőségét, hogy ezeket az érdekeket legjobban a társaság folyamatos függetlensége szolgálhatja.¹²⁵⁶

3.5.1.11. Nevada

Nevada állam társasági jogában¹²⁵⁷ szintén jelen van olyan rendelkezés, mely a társaságok igazgatóit felhatalmazza az egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vételére. Ez az igazgatókra és a társaság tisztségviselőire irányadó szabályozás keretében, hatásköreik

¹²⁵¹ Massachusetts General Laws – Part I. Administration of the Government, Title XXII. Corporations, Chapter 156D Business Corporations, Section 8.30. General standards for directors. Elérhető: <https://malegislature.gov/Laws/GeneralLaws/PartI/TitleXXII/Chapter156D/Section8.30>,

¹²⁵² Minnesota Statutes Chapter 302 A. Business Corporations – Minnesota Business Corporation Act Elérhető: <https://www.revisor.mn.gov/statutes/?id=302A>,

¹²⁵³ Minnesota Statutes Chapter 302 A. Business Corporations – Minnesota Business Corporation Act, Board. Elérhető: <https://www.revisor.mn.gov/statutes/?id=302A>,

¹²⁵⁴ Minnesota Statutes Chapter 302 A. Business Corporations – Minnesota Business Corporation Act, Board. Standard of Conduct. Elérhető: <https://www.revisor.mn.gov/statutes/?id=302A.251>,

¹²⁵⁵ Minnesota Statutes Chapter 302 A. Business Corporations – Minnesota Business Corporation Act, Board. 302A.251. Standard of Conduct. Subdivision 1. Standard; liability Elérhető: <https://www.revisor.mn.gov/statutes/?id=302A.251>,

¹²⁵⁶ Minnesota Statutes Chapter 302 A. Business Corporations – Minnesota Business Corporation Act, Board. 302A.251. Standard of Conduct. Subdivision 5. Considerations. Elérhető: <https://www.revisor.mn.gov/statutes/?id=302A.251>,

¹²⁵⁷ Nevada Revised Statutes (NRS) Chapter 78. – Private Corporations Elérhető: <http://www.leg.state.nv.us/NRS/NRS-078.html>

gyakorlása és kötelességeik teljesítése, illetve az irányadó felelősségi szabályok között kerül rögzítésre.¹²⁵⁸ Nevada állam szabályozása alapján az igazgatóknak és a tisztségviselőknek hatásköreiket jóhiszeműen, és a társaság érdekeinek szem előtt tartásával kell gyakorolniuk.¹²⁵⁹ Az igazgatók és tisztségviselők, saját hatásköreiknek a társaság érdekeinek szem előtt tartásával való gyakorlása során figyelembe vehetik a társaság munkavállalóinak, beszállítóinak, hitelezőinek és fogyasztóinak az érdekeit; az állam és a nemzet gazdaságát; a közösség és a társadalom érdekeit; és a társaság és részvényesei hosszú távú és rövid távú érdekeit, beleértve annak lehetőségét, hogy ezeket az érdekeket legjobban a társaság folyamatos függetlensége szolgálhatja.¹²⁶⁰ Az igazgatóknak és tisztségviselőknek egy javasolt társasági intézkedésnek bármely bizonyos, társaságban jelenlévő érdekelti csoportra gyakorolt hatását sem kell meghatározó tényezőként figyelembe venniük. Az egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vételére lehetőséget adó, fent ismertetett rendelkezések nem teremtenek jogalapot a társasággal vagy igazgatóival, tisztségviselőivel szembeni keresetindításra.¹²⁶¹

3.5.1.12. New Jersey

New Jersey állam jogi szabályozását áttekintve a gazdasági társaságokra vonatkozó általános rendelkezések¹²⁶² között találjuk meg az igazgatótanácsokkal kapcsolatban érvényesülő szabályozást,¹²⁶³ illetve hogy kötelességeik teljesítése során mely érdekeltekre lehetnek figyelemmel az ezekben helyet foglaló igazgatók. Ez alapján egy társaság üzleti tevékenységét és viszonyait az igazgatótanácsának irányításával, vagy annak alárendelve kell intézni, kivéve, ha a törvény vagy az alapszabály másként rendelkezik.¹²⁶⁴ A társasággal szembeni kötelességei teljesítése során, és annak meghatározásakor, hogy mit tart ésszerűen a

¹²⁵⁸ Nevada Revised Statutes (NRS) Chapter 78. – Private Corporations, 78.138 Directors and officers: Exercise of powers; performance of duties; presumptions and considerations; liability to corporation and stockholders. Elérhető: <http://www.leg.state.nv.us/NRS/NRS-078.html#NRS078Sec138>

¹²⁵⁹ Nevada Revised Statutes (NRS) Chapter 78. – Private Corporations, 78.138 Directors and officers: Exercise of powers; performance of duties; presumptions and considerations; liability to corporation and stockholders. (1) Elérhető: <http://www.leg.state.nv.us/NRS/NRS-078.html#NRS078Sec138>

¹²⁶⁰ Nevada Revised Statutes (NRS) Chapter 78. – Private Corporations, 78.138 Directors and officers: Exercise of powers; performance of duties; presumptions and considerations; liability to corporation and stockholders. (4) Elérhető: <http://www.leg.state.nv.us/NRS/NRS-078.html#NRS078Sec138>

¹²⁶¹ Nevada Revised Statutes (NRS) Chapter 78. – Private Corporations, 78.138 Directors and officers: Exercise of powers; performance of duties; presumptions and considerations; liability to corporation and stockholders. (5), (6) Elérhető: <http://www.leg.state.nv.us/NRS/NRS-078.html#NRS078Sec138>

¹²⁶² New Jersey Statutes - Title 14A Corporations, General Elérhető: <http://law.justia.com/codes/new-jersey/2013/title-14a/>,

¹²⁶³ New Jersey Statutes - Title 14A Corporations, General, 14A:6-1. Board of Directors. Elérhető: <http://law.justia.com/codes/new-jersey/2013/title-14a/section-14a-6-1/>,

¹²⁶⁴ New Jersey Statutes - Title 14A Corporations, General, 14A:6-1. Board of Directors. (1) Elérhető: <http://law.justia.com/codes/new-jersey/2013/title-14a/section-14a-6-1/>,

társaság legjobb érdekében állónak, az igazgató bármely intézkedés részvényesekre gyakorolt hatásán túlmenően figyelembe veheti a következő érdekek közül bármelyiket. Így az intézkedés hatásait a társaság munkavállalóira, beszállítóira, hitelezőire és fogyasztóira; az intézkedés hatásait arra a közösségre, melyben a társaság működik; a társaság és részvényesei hosszú távú és rövid távú érdekeit, beleértve annak lehetőségét, hogy ezeket az érdekeket legjobban a társaság folyamatos függetlensége szolgálhatja.¹²⁶⁵ Ha pedig e tényezők alapján az igazgatótanács úgy határoz, hogy a társaság felvásárlására vonatkozó bármely javaslat vagy ajánlat nem áll a társaság legjobb érdekében, elutasíthat egy ilyen javaslatot vagy ajánlatot. Ha az igazgatótanács bármely ilyen javaslat vagy ajánlat elutasítása mellett határoz, az igazgatótanácsnak nincs arra vonatkozó kötelezettsége, hogy előmozdítsa, hogy eltávolítson bármely akadályt, vagy, hogy tartózkodjon meghíusítani egy ilyen javaslatot vagy ajánlatot.¹²⁶⁶

3.5.1.13. Új-Mexikó

Új-Mexikóban a társasági jogi szabályozás¹²⁶⁷ szintén meghatározza az igazgatótanács tevékenységére irányadó szabályokat.¹²⁶⁸ Itt is biztosított annak lehetősége, hogy az igazgatótanács az egyéb érdekelték érdekeit is figyelembe vegye döntéshozatala során. A törvény alapján minden társasági hatáskört az igazgatótanács által vagy fennhatósága alatt kell gyakorolni; illetve a társaság üzleti tevékenységét és viszonyait az igazgatótanács irányítása alatt kell intézni (kivéve, ha törvény vagy a társaság alapszabálya másként rendelkezik).¹²⁶⁹ Az igazgatónak igazgatói pozíciójából fakadó kötelességeit (beleértve bármely bizottsági tagságból fakadó kötelességeit, melyben szolgálhat) jóhiszeműen; oly módon, melyről az igazgató úgy hiszi, hogy a társaság legjobb érdekében áll, vagy nem megy szembe a társaság legjobb érdekével; és azzal a gondossággal, melyet egy szokásos mértékben körültekintő

¹²⁶⁵ New Jersey Statutes - Title 14A Corporations, General, 14A:6-1. Board of Directors. (2) Elérhető: <http://law.justia.com/codes/new-jersey/2013/title-14a/section-14a-6-1/>,

¹²⁶⁶ New Jersey Statutes - Title 14A Corporations, General, 14A:6-1. Board of Directors. (3) Elérhető: <http://law.justia.com/codes/new-jersey/2013/title-14a/section-14a-6-1/>,

¹²⁶⁷ New Mexico Statutes Chapter 53: Corporations Elérhető: <http://law.justia.com/codes/new-mexico/2013/chapter-53/>,

¹²⁶⁸ New Mexico Statutes Chapter 53: Corporations, Article 11 - Business Corporations; Substantive Provisions, Section 53-11-35 - Board of directors. Elérhető: <http://law.justia.com/codes/new-mexico/2013/chapter-53/article-11/section-53-11-35/>,

¹²⁶⁹ New Mexico Statutes Chapter 53: Corporations, Article 11 - Business Corporations; Substantive Provisions, Section 53-11-35 - Board of directors. A. Elérhető: <http://law.justia.com/codes/new-mexico/2013/chapter-53/article-11/section-53-11-35/>,

személy alkalmazna hasonló körülmények között ugyanilyen pozícióban; kell gyakorolnia.¹²⁷⁰ Egy igazgatónak annak meghatározása során, hogy ésszerűen mit tart a társaság legjobb érdekében állónak, vagy a társaság legjobb érdekével szembe nem menőnek, figyelembe kell vennie a társaság részvényeseinek érdekeit. Saját belátása szerint pedig figyelembe veheti bármelyiket a következők közül: a társaság munkavállalóinak, beszállítóinak, hitelezőinek és fogyasztóinak az érdekeit; az állam és a nemzet gazdaságát; bármely intézkedés hatását azon közösségekre, melyekben vagy melyek közelében a társaság létesítményei vagy tevékenységei elhelyezkednek; a társaság és részvényesei hosszú távú érdekeit, beleértve annak lehetőségét, hogy ezeket az érdekeket legjobban a társaság folyamatos függetlensége szolgálhatja.¹²⁷¹

3.5.1.14. New York

New York állam esetében a gazdasági társaságokra vonatkozó szabályozáson¹²⁷² belül a társaságok igazgatóinak kötelességeit¹²⁷³ érdemes áttekintenünk. Itt alapvető szabályként azt olvashatjuk, hogy egy igazgatónak igazgatói pozícióból fakadó kötelességeit (beleértve bármely bizottsági tagságból fakadó kötelességeit, melyben szolgálhat) jóhiszeműen; és azzal a fokú gondossággal, melyet egy szokásos mértékben körültekintő személy ugyanilyen pozícióban alkalmazna hasonló körülmények között; kell teljesítenie.¹²⁷⁴ A törvény továbbá meghatározza, hogy az igazgató mely információkra, véleményekre, jelentésekre vagy nyilatkozatokra (beleértve a pénzügyi beszámolókat és más pénzügyi adatokat) jogosult hagyatkozni. Azt a személyt pedig, aki ennek megfelelően teljesíti kötelességeit, nem terheli felelősség azon okból, hogy igazgatói pozíciót tölt vagy töltött be a társaságban (*business judgement rule*).¹²⁷⁵

Ezt követően New York állam szabályozása kifejti, hogy az intézkedések meghozatala során mely tényezőket jogosult egy igazgató figyelembe venni. Ide értendők korlátozás nélkül az

¹²⁷⁰ New Mexico Statutes Chapter 53: Corporations, Article 11 - Business Corporations; Substantive Provisions, Section 53-11-35 - Board of directors. B. Elérhető: <http://law.justia.com/codes/new-mexico/2013/chapter-53/article-11/section-53-11-35/>,

¹²⁷¹ New Mexico Statutes Chapter 53: Corporations, Article 11 - Business Corporations; Substantive Provisions, Section 53-11-35 - Board of directors. D. (1), (2), (3), (4) Elérhető: <http://law.justia.com/codes/new-mexico/2013/chapter-53/article-11/section-53-11-35/>,

¹²⁷² New York Code – Business Corporation Elérhető: <http://law.justia.com/codes/new-york/2010/bsc>

¹²⁷³ New York Code – Business Corporation, Article 7. Directors and Officers, 717. Duty of Directors. Elérhető: <http://law.justia.com/codes/new-york/2010/bsc/article-7/717/>,

¹²⁷⁴ New York Code – Business Corporation, Article 7. Directors and Officers, 717. Duty of Directors. (a) Elérhető: <http://law.justia.com/codes/new-york/2010/bsc/article-7/717/>,

¹²⁷⁵ New York Code – Business Corporation, Article 7. Directors and Officers, 717. Duty of Directors. (a) Elérhető: <http://law.justia.com/codes/new-york/2010/bsc/article-7/717/>,

olyan intézkedések is, melyek a vállalat feletti irányítás¹²⁷⁶ megváltozását, vagy annak lehetőségét foglalják magukban, vagy azzal kapcsolatosak. A figyelembe vehető tényezők között felsorolja a társaság és részvényesei hosszú távú és rövid távú érdekeit. Szintén ide sorolja azokat a hatásokat, melyeket a társaság intézkedései rövid vagy hosszú távon gyakorolhatnak a következők közül bármelyikre: a társaság potenciális növekedési, fejlődési, termelékenységi és nyereségességi kilátásaira; a társaság jelenlegi alkalmazottaira; a társaság nyugdíjba vonult munkavállalóira, illetve egyéb kedvezményezettekre, akik nyugdíjat, jóléti vagy egyéb hasonló juttatásokat kapnak vagy jogosultak kapni, bármilyen, a társaság által fenntartott tervezet, vagy vele kötött megállapodás alapján; a társaság fogyasztóira és hitelezőire; a társaság azon képességére, hogy mint működő vállalkozás, termékeket, szolgáltatásokat, munkalehetőségeket és munkavállalói juttatásokat nyújtson, illetve más módon hozzájáruljon azon közösségek életéhez, melyekben üzleti tevékenységet végez.¹²⁷⁷

Az itt olvasható rendelkezések azonban nem keletkeztetnek bármilyen jellegű kötelezettséget bármely igazgatónak bármilyen személy vagy entitás irányába arra vonatkozóan, hogy figyelembe vegye, vagy, hogy bármilyen különleges súlyt biztosítson bármely előbb említett tényezőnek. Szintén nem szüntetik meg az igazgatók bármely kötelességét, legyen az akár törvényen alapuló, vagy a *common law*, illetve a bírói döntések által elismert.¹²⁷⁸

3.5.1.15. Észak Dakota

Észak Dakota állam esetében a gazdasági társaságokra vonatkozó törvényi szabályozásban¹²⁷⁹ az igazgatók magatartására irányadó szabályokat¹²⁸⁰ indokolt vizsgálatunk tárgyává tenni.

Ide vonatkozóan azt olvashatjuk, hogy az igazgatónak az igazgatói pozícióból fakadó kötelességeit jóhiszeműen; oly módon, melyről az igazgató ésszerűen hiszi, hogy a társaság legjobb érdekében áll; és azzal a gondossággal, melyet egy szokásos mértékben körültekintő személy ugyanilyen pozícióban hasonló helyzetben gyakorolna; kell teljesítenie. Az a

¹²⁷⁶ Az „irányítás” fogalom ebben az esetben annak a hatalomnak a közvetlen vagy közvetett birtoklását jelenti, akár a szavazati joggal rendelkező részvények tulajdonlásán, akár szerződésen, akár egyéb módon alapulón, mely biztosítja a társaság vezetésének és stratégiájának az irányítását, vagy irányának meghatározását. Lásd New York Code – Business Corporation, Article 7. Directors and Officers, 717. Duty of Directors. (b) Elérhető: <http://law.justia.com/codes/new-york/2010/bsc/article-7/717/>,

¹²⁷⁷ New York Code – Business Corporation, Article 7. Directors and Officers, 717. Duty of Directors. (b) Elérhető: <http://law.justia.com/codes/new-york/2010/bsc/article-7/717/>,

¹²⁷⁸ New York Code – Business Corporation, Article 7. Directors and Officers, 717. Duty of Directors. (b) Elérhető: <http://law.justia.com/codes/new-york/2010/bsc/article-7/717/>,

¹²⁷⁹ North Dakota Century Code Title 10 – Corporations, Chapter 10-19.1 - North Dakota Business Corporations Act Elérhető: <http://www.legis.nd.gov/cencode/t10c19-1.pdf?20141210134925>,

¹²⁸⁰ North Dakota Century Code Title 10 – Corporations, Chapter 10-19.1 - North Dakota Business Corporations Act, 10-19.1-50. Standard of conduct for directors Elérhető: <http://www.legis.nd.gov/cencode/t10c19-1.pdf?20141210134925>,

személy, aki így hajtja végre ezeket a kötelességeit, nem felelős azon okból, hogy a társaság igazgatója, vagy igazgatója volt.¹²⁸¹ Az igazgatói pozícióból fakadó kötelességek teljesítése során egy igazgató a társaság legjobb érdekének figyelembe vételekor figyelembe veheti a társaság munkavállalóinak, fogyasztóinak, beszállítóinak és hitelezőinek az érdekeit; az állam és a nemzet gazdaságát; közösségi és társadalmi megfontolásokat; továbbá a társaság és részvényesei hosszú távú valamint rövid távú érdekeit, beleértve annak lehetőségét, hogy ezeket az érdekeket legjobban a társaság folyamatos függetlensége szolgálhatja.¹²⁸²

3.5.1.16. Ohio

Ohio állam társasági joga¹²⁸³ szintén meghatározza az igazgatók tevékenységére vonatkozó magatartási normát.¹²⁸⁴ Ez alapján egy igazgatónak igazgatói pozíciójából fakadó kötelességeit (beleértve bármely bizottságban való tagságból fakadó kötelességeit, melyben az igazgató szolgálhat)¹²⁸⁵ jóhiszeműen; oly módon, melyről az igazgató ésszerűen hiszi, hogy a társaság legjobb érdekében áll, vagy nem megy szembe a társaság legjobb érdekével; és azzal a gondossággal, melyet egy szokásos mértékben körültekintő személy ugyanilyen pozícióban alkalmazna hasonló helyzetben; kell teljesítenie.¹²⁸⁶ A fentiek vonatkozásában egy igazgatónak annak meghatározása során, hogy mit hisz ésszerűen a társaság legjobb érdekében állónak, figyelembe kell vennie a társaság részvényeseinek érdekeit. Az igazgató saját mérlegelése alapján, figyelembe veheti bármelyiket a következők közül: a társaság munkavállalóinak, beszállítóinak, hitelezőinek és fogyasztóinak az érdekeit; az állam és a nemzet gazdaságát; közösségi és társadalmi megfontolásokat; a társaság és részvényesei hosszú távú, valamint rövid távú érdekeit, beleértve annak lehetőségét, hogy ezeket az érdekeket legjobban a társaság folyamatos függetlensége szolgálhatja.¹²⁸⁷

¹²⁸¹ North Dakota Century Code Title 10 – Corporations, Chapter 10-19.1 - North Dakota Business Corporations Act, 10-19.1-50. Standard of conduct for directors (1) Elérhető: <http://www.legis.nd.gov/cencode/t10c19-1.pdf?20141210134925>,

¹²⁸² North Dakota Century Code Title 10 – Corporations, Chapter 10-19.1 - North Dakota Business Corporations Act, 10-19.1-50. Standard of conduct for directors (6) Elérhető: <http://www.legis.nd.gov/cencode/t10c19-1.pdf?20141210134925>,

¹²⁸³ Ohio Revised Code Title XVII. Corporations – Partnerships, Chapter 1701: General Corporation Law Elérhető: <http://codes.ohio.gov/orc/1701>,

¹²⁸⁴ Ohio Revised Code Title XVII. Corporations – Partnerships, Chapter 1701: General Corporation Law. 1701.59 Authority of directors - bylaws. Elérhető: <http://codes.ohio.gov/orc/1701.59>

¹²⁸⁵ Az igazgatók bizottságában szolgáló igazgató a törvény alapján igazgatóként jár el. Lásd Ohio Revised Code Title XVII. Corporations – Partnerships, Chapter 1701: General Corporation Law. 1701.59 Authority of directors - bylaws. (B) Elérhető: <http://codes.ohio.gov/orc/1701.59>

¹²⁸⁶ Ohio Revised Code Title XVII. Corporations – Partnerships, Chapter 1701: General Corporation Law. 1701.59 Authority of directors - bylaws. (B) Elérhető: <http://codes.ohio.gov/orc/1701.59>

¹²⁸⁷ Ohio Revised Code Title XVII. Corporations – Partnerships, Chapter 1701: General Corporation Law. 1701.59 Authority of directors - bylaws. (F) (1), (2), (3), (4) Elérhető: <http://codes.ohio.gov/orc/1701.59>

3.5.1.17. Oregon

Oregon állam gazdasági társaságokra vonatkozó szabályozásában¹²⁸⁸ szintén az igazgatótanács tevékenységével, magatartásával kapcsolatos szabályokat érdemes áttekintenünk.¹²⁸⁹ Az általános magatartási norma alapján egy igazgatónak igazgatói kötelességeit (beleértve a bizottsági tagságból fakadó kötelességeit) jóhiszeműen; azzal a gondossággal, melyet egy szokásos mértékben körültekintő személy ugyanilyen pozícióban alkalmazna hasonló körülmények között; és oly módon, melyről az igazgató ésszerűen hiszi, hogy a társaság legjobb érdekében áll; kell teljesítenie.¹²⁹⁰ A vállalatfelvásárlások kapcsán pedig ezen túlmenően különleges rendelkezéseket találunk. Oregon állam szabályozása ugyanis kifejti, hogy mely érdekeket vehetnek figyelembe egy társaság igazgatói a társaság legjobb érdekének meghatározásához abban az esetben, amikor egy másik félnek a társaság bármely részvényére vonatkozó felvásárlási ajánlat vagy részvénycsere-ajánlat megtételére irányuló vagy a társaság más társasággal való egyesülését vagy konszolidáció teljesítését javasló, vagy a társaság összes vagy lényegében összes eszközének megvásárlására vagy más módon való megszerzésére irányuló bármely ajánlatát értékelik. Így megfelelő megfontolás tárgyává tehetik azokat a szociális, jogi és gazdasági hatásokat, melyeket a javasolt ügylet a társaság munkavállalóira, fogyasztóira és beszállítóira, továbbá azokra a közösségekre és földrajzi területre gyakorol, melyekben a társaság és leányvállalatai működnek. Szintén megfontolás tárgyává tehetik az állam és a nemzet gazdaságát; illetve a társaság és részvényesei hosszú távú, valamint rövid távú érdekeit, beleértve annak lehetőségét, hogy ezeket az érdekeket legjobban a társaság folyamatos függetlensége szolgálhatja; továbbá egyéb releváns tényezőket.¹²⁹¹

3.5.1.18. Rhode Island

¹²⁸⁸ Oregon Revised Statutes Vol. 2. Business Organizations, Commercial Code, Title 7 Corporations and partnerships, Chapter 60. Private Corporations, Elérhető: <http://www.oregonlaws.org/ors/volume/2>, <http://www.oregonlaws.org/ors/chapter/60>.

¹²⁸⁹ Oregon Revised Statutes Vol. 2. Business Organizations, Commercial Code, Title 7 Corporations and partnerships, Chapter 60. Private Corporations, Directors and Officers, Elérhető: <http://www.oregonlaws.org/ors/chapter/60>.

¹²⁹⁰ Oregon Revised Statutes Vol. 2. Business Organizations, Commercial Code, Title 7 Corporations and partnerships, Chapter 60. Private Corporations, Directors and Officers, Standards of Conduct, § 60.357 General standards for directors. (1) Elérhető: <http://www.oregonlaws.org/ors/60.357>

¹²⁹¹ Oregon Revised Statutes Vol. 2. Business Organizations, Commercial Code, Title 7 Corporations and partnerships, Chapter 60. Private Corporations, Directors and Officers, Standards of Conduct, § 60.357 General standards for directors. (5) Elérhető: <http://www.oregonlaws.org/ors/60.357>

Rhode Island állam esetében a gazdasági társaságokra vonatkozó joganyag¹²⁹² részét képező, 1990-ben elfogadott, ún. üzleti kombinációs törvényben¹²⁹³ található rendelkezéseket az egyéb érdekeltek érdekeinek vállalatfelvásárlások során való figyelembe vételéről. Ennek bevezetésében *törvényhozói megállapítások* címszó alatt azt olvashatjuk, hogy Rhode Island állam törvényhozó testülete (*General Assembly*) a nyilvánosan működő hazai részvénytársaságok üzleti kombinációkon keresztül történő ellenséges felvásárlása általában nem szolgálja a közérdeket. Ezért egy engedékeny törvényi módszert (eljárást) kell kialakítani, mely alapján a hazai, nyilvánosan működő részvénytársaságok számára módszerek válnak hozzáférhetővé az ellenséges vállalatfelvásárlások korlátozására. Ennek meghatározása során pedig, hogy egy vállalatfelvásárlás (történjen az akár vételi ajánlattal vagy más akvizíciós ajánlattal) kívánatos-e, egy hazai társaság igazgatótanácsa áttekinthet és figyelembe vehet bármely olyan tényezőt, mely a társaság munkavállalóira, beszállítóira, hitelezőire, fogyasztóira és a közösség egészére hatással van.¹²⁹⁴ Ez a szemlélet jelenik meg már konkrétan is az akvizíciós javaslatokra adott válaszhoz kapcsolódó köteleességekben. Ez alapján bármely javasolt üzleti kombináció tekintetében pozíciójukból fakadó köteleességeik teljesítése során az igazgatótanács, az igazgatótanács bizottságai, az egyes igazgatók és tisztségviselők, a társaság legjobb érdekének figyelembe vételekor, a társaság részvényeseire gyakorolt hatás figyelembe vételén túlmenően, figyelembe vehetik bármelyiket a következő tényezők közül. Így a társaság munkavállalóira, beszállítóira, hitelezőire és fogyasztóira gyakorolt hatást; azon közösségekre gyakorolt hatást, melyekben a társaság működik; a társaság és részvényesei hosszú távú valamint rövid távú érdekeit, beleértve annak lehetőségét, hogy ezeket az érdekeket legjobban a társaság folyamatos függetlensége szolgálhatja.¹²⁹⁵ Amennyiben a fenti tényezőkön alapulóan az igazgatótanács úgy dönt, hogy bármely üzleti kombináció nem szolgálja a társaság legjobb érdekét, elutasíthatja az üzleti kombinációt. Ha az igazgatótanács bármely üzleti kombináció elutasítása mellett dönt, az igazgatótanácsnak nincs arra vonatkozó kötelezettsége, hogy

¹²⁹² General Laws of Rhode Island Title 7 - Corporations, Associations, and Partnerships, Elérhető: <http://webserver.rilin.state.ri.us/Statutes/title7/index.htm>,

¹²⁹³ General Laws of Rhode Island Title 7 - Corporations, Associations, and Partnerships, Chapter 7-5.2 Business Combination Act. Elérhető: <http://webserver.rilin.state.ri.us/Statutes/title7/7-5.2/INDEX.HTM>,

¹²⁹⁴ General Laws of Rhode Island Title 7 - Corporations, Associations, and Partnerships, Chapter 7-5.2 Business Combination Act. § 7-5.2-2 Legislative findings. Elérhető: <http://webserver.rilin.state.ri.us/Statutes/title7/7-5.2/7-5.2-2.HTM>,

¹²⁹⁵ General Laws of Rhode Island Title 7 - Corporations, Associations, and Partnerships, Chapter 7-5.2 Business Combination Act. § 7-5.2-8 Duties in response to acquisition proposals. – (a) Elérhető: <http://webserver.rilin.state.ri.us/Statutes/title7/7-5.2/7-5.2-8.HTM>,

előmozdítsa, vagy, hogy eltávolítson bármely akadályt, vagy, hogy tartózkodjon meghúsitani az üzleti kombinációt.¹²⁹⁶

3.5.1.19. Tennessee

Tennessee államban a gazdasági társaságokra vonatkozó szabályozáson¹²⁹⁷ belül különleges szabályok érvényesülnek vállalatfelvásárlások esetén. Így Tennessee államban a vállalatfelvásárlási helyzetekkel kapcsolatban¹²⁹⁸ elfogadásra került befektetővédelmi törvény (*Investor Protection Act*),¹²⁹⁹ üzleti kombinációs törvény (*Business Combination Act*),¹³⁰⁰ az irányítást biztosító részvény megszerzési törvény (*Control Share Acquisition Act*),¹³⁰¹ az engedélyezett társaságokat védő törvény (*Authorized Corporation Protection Act*),¹³⁰¹ és az ún. greenmail-ügyleteket szabályozó törvény (*Greenmail Act*).¹³⁰²

Az egyéb érdekelték érdekeinek vállalatfelvásárlási helyzetben való figyelembe vétele kapcsán releváns rendelkezéseket az ún. üzleti kombinációs törvényben találhatjuk meg.¹³⁰³ A jogszabály egyrészt tartalmazza, hogy a vállalatfelvásárlásokhoz kapcsolódóan Tennessee állam törvényhozó testülete (*general assembly*) mit tekint és nyilvánít az állam közpolitikai céljának. Ez alapján a Tennessee államban honos vállalatok folyamatos üzleti tevékenységükön keresztül változatos érdekelti kört képviselnek és befolyásolnak. Ide értendők Tennessee állam részvényesei, munkavállalói, fogyasztói, beszállítói, illetve a helyi közösségek és gazdaságuk, melyek jóléte életbevágó az állam érdekében.¹³⁰⁴ Ezen jólét előmozdítása érdekében a honos társaságok belső viszonyai tekintetében érvényesülő

¹²⁹⁶ General Laws of Rhode Island Title 7 - Corporations, Associations, and Partnerships, Chapter 7-5.2 Business Combination Act. § 7-5.2-8 Duties in response to acquisition proposals. – (b) Elérhető: <http://webserver.rilin.state.ri.us/Statutes/title7/7-5.2/7-5.2-8.HTM>,

¹²⁹⁷ Tennessee Code Title 48 - Corporations And Associations. Elérhető: <http://law.justia.com/codes/tennessee/2010/title-48>

¹²⁹⁸ Lásd Tennessee Code Title 48 - Corporations And Associations Chapter 103 - Corporate Takeovers. Elérhető: <http://law.justia.com/codes/tennessee/2010/title-48/chapter-103/>,

¹²⁹⁹ Tennessee Code Title 48 - Corporations And Associations Chapter 103 - Corporate Takeovers Part 1 - Investor Protection Act. Elérhető: <http://law.justia.com/codes/tennessee/2010/title-48/chapter-103/part-1/>,

¹³⁰⁰ Tennessee Code Title 48 - Corporations And Associations Chapter 103 - Corporate Takeovers Part 3 - Control Share Acquisition Act. Elérhető: <http://law.justia.com/codes/tennessee/2010/title-48/chapter-103/part-3/>,

¹³⁰¹ Tennessee Code Title 48 - Corporations And Associations Chapter 103 - Corporate Takeovers Part 4 - Authorized Corporation Protection Act. Elérhető: <http://law.justia.com/codes/tennessee/2010/title-48/chapter-103/part-4/>,

¹³⁰² Tennessee Code Title 48 - Corporations And Associations Chapter 103 - Corporate Takeovers Part 5 – Greenmail Act. Elérhető: <http://law.justia.com/codes/tennessee/2010/title-48/chapter-103/part-5/>,

¹³⁰³ Tennessee Code Title 48 - Corporations And Associations Chapter 103 - Corporate Takeovers Part 2 - Business Combination Act. Elérhető: <http://law.justia.com/codes/tennessee/2010/title-48/chapter-103/part-2/>,

¹³⁰⁴ Tennessee Code Title 48 - Corporations And Associations Chapter 103 - Corporate Takeovers Part 2 - Business Combination Act. 48-103-202. Public policy. (1) Elérhető: <http://law.justia.com/codes/tennessee/2010/title-48/chapter-103/part-2/48-103-202/>,

szabályozásnak lehetővé kell tennie e vállalatok stabil, hosszú távú növekedését.¹³⁰⁵ A Tennessee államban honos vállalatokat magukban foglaló üzleti kombinációk károsíthatják a helyi munkafeltételeket, és bomlasztó hatást gyakorolhatnak a helyi üzleti tevékenységre. Ezek az üzleti kombinációk – például kikényszerített egyesülésekkel – gyakran megakadályozzák, hogy a részvényesek részvénytulajdonuk teljes értékét realizálni tudják. Az ilyen egyesülések során ugyanis a hosszú távú befektetést tervező részvényesek részvényeik kötelező átadására lehetnek kényszerítve, és csupán korlátozott jogi lehetőségük van az ennek való ellentmondásra. Ezen üzleti kombinációk fenyegetése szintén értéktől fosztja meg a részvényeseket azáltal, hogy ösztönzi a rövid távú szemléletet megvalósító üzleti stratégiák elfogadását, mely szintén lehetséges, hogy nem áll a társaság vagy Tennessee állam hosszú távú érdekében.¹³⁰⁶ Szintén kifejtésre került, hogy Tennessee állam hatályban lévő jogszabályai előmozdíthatják az üzleti kombinációk létrejöttét, mely kiegyensúlyozatlanul hagyva károsíthatja az állam gazdaságát a társaságok teljesítményének gyengítésével, és munkanélküliséget, gyárbezárásokat, lecsökkent mértékű jótékonyági adományokat, csökkenő népességet, az illetékből támogatott helyi önkormányzati szolgáltatások fenntartásához csökkenő bevételt, csökkentett adóalapot, és egyéb vállalkozásoknak is csökkentett bevételt okozva.¹³⁰⁷ Tennessee államnak jelentős és jogos érdeke fűződik azon honos vállalatai belső viszonyrendszerének szabályozásához, melyeknek az állammal jelentős üzleti kapcsolatuk van. Ide tartozik azon honos vállalatok részvételével zajló üzleti kombinációk szabályozása, melyek egyedileg vagy összesítve, az állam nagyszámú polgárát foglalkoztatják, jelentős mértékű adót fizetnek, és jelentős gazdasági alappal rendelkeznek Tennessee államban.¹³⁰⁸ Ezért Tennessee állam törvényhozó testülete (*general assembly*) az üzleti kombinációs törvény rendelkezéseivel szándékozik kiegyensúlyozni Tennessee állam jelentős és jogos érdekét a honos vállalatok belső viszonyrendszerének szabályozásában, a

¹³⁰⁵ Tennessee Code Title 48 - Corporations And Associations Chapter 103 - Corporate Takeovers Part 2 - Business Combination Act. 48-103-202. Public policy. (2) Elérhető: <http://law.justia.com/codes/tennessee/2010/title-48/chapter-103/part-2/48-103-202/>,

¹³⁰⁶ Tennessee Code Title 48 - Corporations And Associations Chapter 103 - Corporate Takeovers Part 2 - Business Combination Act. 48-103-202. Public policy. (3) Elérhető: <http://law.justia.com/codes/tennessee/2010/title-48/chapter-103/part-2/48-103-202/>,

¹³⁰⁷ Tennessee Code Title 48 - Corporations And Associations Chapter 103 - Corporate Takeovers Part 2 - Business Combination Act. 48-103-202. Public policy. (4) Elérhető: <http://law.justia.com/codes/tennessee/2010/title-48/chapter-103/part-2/48-103-202/>,

¹³⁰⁸ Tennessee Code Title 48 - Corporations And Associations Chapter 103 - Corporate Takeovers Part 2 - Business Combination Act. 48-103-202. Public policy. (5) Elérhető: <http://law.justia.com/codes/tennessee/2010/title-48/chapter-103/part-2/48-103-202/>,

különböző érdekeltekre gyakorolt hatás tekintetében és a hosszú távú vállalati növekedés előmozdítása és bátorítása érdekében.¹³⁰⁹

Ennek egyik eleme az, hogy a törvény az egyesülések, részvéncsere-ügyletek stb. elleni védekezés kapcsán meghatározott esetben mentesíti a társaságot a felelősség alól. A szabályozás azon belföldi honos társaságra, illetve ezek igazgatóira és tisztségviselőire terjed ki, melynek valamely szavazati joggal rendelkező részvényosztályát a nemzeti értéktőzsdére bevezették, vagy azzal ott kereskednek. E személyek nem tehetőek felelőssé a törvényben meghatározott esetben azért, mert elmulasztották elfogadni valamely érdekelt részvényes részvénytulajdonosát a részvénytulajdonoskor vagy azt megelőzően; vagy hogy betartatni, végrehajtani törekednek Tennessee állam ún. üzleti kombinációs törvényének vagy irányítást biztosító részvény megszerzési törvényének rendelkezéseit; vagy hogy elmulasztanak elfogadni vagy javasolni bármilyen alapszabály, vagy belső szabályzat módosítást az ún. üzleti kombinációs törvény, irányítást biztosító részvény megszerzési törvény, engedélyezett társaságokat védő törvény, vagy a greenmail-ügyleteket szabályozó törvény rendelkezéseire tekintettel; illetve, hogy elleneznek bármely javasolt egyesülést, részvéncsere-ügyletet, felvásárlási ajánlatot, vagy bármilyen jelentős eszközértékesítést a honos társaságnál vagy annak bármely leányvállalatánál. A mentesítést akkor adja meg a törvény, ha e személyek (azaz a honos társaság, illetve annak igazgatói, tisztségviselői) jóhiszeműen meg vannak győződve arról, hogy a fent felsoroltak közé tartozó ügylet hátrányosan érintené a honos társaság munkavállalóit, fogyasztóit, beszállítóit, vagy azokat a közösségeket, melyben a honos társaság vagy leányvállalatai működnek, vagy elhelyezkednek, vagy bármilyen más tényezőt, ha ezek (illetve a fent felsoroltak) figyelembe vételét engedélyezi az igazgatótanács számára a társaság alapszabálya ilyen tranzakciók esetében.¹³¹⁰

3.5.1.20. Wisconsin

Wisconsin államban a gazdasági társaságok szabályozása¹³¹¹ szintén tartalmaz az egyéb érdekeltek érdekeinek figyelembe vételére felhatalmazó jogszabályi rendelkezést. Ezt az

¹³⁰⁹ Tennessee Code Title 48 - Corporations And Associations Chapter 103 - Corporate Takeovers Part 2 - Business Combination Act. 48-103-202. Public policy. (6) Elérhető: <http://law.justia.com/codes/tennessee/2010/title-48/chapter-103/part-2/48-103-202/>,

¹³¹⁰ Tennessee Code Title 48 - Corporations And Associations Chapter 103 - Corporate Takeovers Part 2 - Business Combination Act. 48-103-204 - Corporation not liable for resisting merger, exchange, etc. Elérhető: <http://law.justia.com/codes/tennessee/2010/title-48/chapter-103/part-2/48-103-204/>,

¹³¹¹ Wisconsin Statutes Chapter 180 – Business Corporations Elérhető: <http://docs.legis.wisconsin.gov/statutes/statutes/180>,

igazgatókra és tisztségviselőkre vonatkozó alfejezetben találhatjuk,¹³¹² a – nagyon ideillő – *részvényesekén túlmutató érdekek figyelembe vétele* címmel.¹³¹³ Ez alapján a társaság felé teljesítendő kötelességük, és annak meghatározása során, hogy mit tartanak a társaság legjobb érdekében állónak, a társaság egy igazgatója vagy tisztségviselője, bármely intézkedésnek a részvényesekre gyakorolt hatásán túlmenően figyelembe veheti az intézkedésnek a társaság munkavállalóira, beszállítóira és fogyasztóira gyakorolt hatását; az intézkedésnek azon közösségekre gyakorolt hatását, amelyekben a társaság működik; és bármilyen egyéb tényezőt, melyet az igazgató vagy a tisztségviselő helyesnek ítél.¹³¹⁴

3.5.1.21. Vermont

Vermont államban az egyéb érdekeltek érdekeinek figyelembe vételét lehetővé tevő rendelkezéseket a gazdasági társaságokra irányadó szabályozáson¹³¹⁵ belül, az igazgatókra irányadó magatartási normák között találjuk.¹³¹⁶ Ez alapján egy igazgatónak igazgatói kötelességeit (beleértve az igazgatótanács bizottságában való tagságból származó igazgatói kötelességeit) jóhiszeműen; azzal a gondossággal, melyet egy szokásos mértékben körültekintő személy ugyanebben a pozícióban gyakorolna hasonló körülmények között; és oly módon, melyről az igazgató ésszerűen hiszi, hogy a társaság legjobb érdekében áll; kell teljesítenie. Annak meghatározása során, hogy az igazgató mit hisz ésszerűen a társaság legjobb érdekében állónak, egy tőzsdére bevezetett társaság igazgatója¹³¹⁷ ezen túlmenően, figyelembe veheti a társaság munkavállalóinak, beszállítóinak, hitelezőinek és fogyasztóinak az érdekeit; az állam, a régió és a nemzet gazdaságát; közösségi és társadalmi megfontolásokat, beleértve bármely olyan közösségét, melyben a társaságnak bármilyen irodája vagy létesítménye helyezkedik el. Szintén figyelembe vehet bármely más olyan

¹³¹² Wisconsin Statutes Chapter 180 – Business Corporations, Subchapter VIII. Directors and Officers. Elérhető: <http://docs.legis.wisconsin.gov/statutes/statutes/180>

¹³¹³ Wisconsin Statutes Chapter 180 – Business Corporations, Subchapter VIII. Directors and Officers. 180.0827 Consideration of interests in addition to shareholders' interests. Elérhető: <http://docs.legis.wisconsin.gov/statutes/statutes/180/VIII/0827>,

¹³¹⁴ Wisconsin Statutes Chapter 180 – Business Corporations, Subchapter VIII. Directors and Officers. 180.0827 Consideration of interests in addition to shareholders' interests. (1), (2), (3) Elérhető: <http://docs.legis.wisconsin.gov/statutes/statutes/180/VIII/0827>,

¹³¹⁵ Vermont Statutes Title 11A: Vermont Business Corporations Elérhető: <http://www.leg.state.vt.us/statutes/chapters.cfm?Title=11A>,

¹³¹⁶ Vermont Statutes Title 11A: Vermont Business Corporations Chapter 8. – Directors and Officers Sub-Chapter 3: Standard Of Conduct Elérhető: <http://www.leg.state.vt.us/statutes/sections.cfm?Title=11A&Chapter=008>,

¹³¹⁷ Azon társaságok igazgatója, melyek szavazati joggal rendelkező valamely részvényosztályát a Securities Exchange Act of 1934 12. szakasza alapján bejegyezték. Lásd Vermont Statutes Title 11A: Vermont Business Corporations Chapter 8. – Directors and Officers Sub-Chapter 3: Standard Of Conduct § 8.30. General standards for directors (a) (3) Elérhető: <http://www.leg.state.vt.us/statutes/fullsection.cfm?Title=11A&Chapter=008&Section=00008.30>

tényezőt, melyet az igazgató saját mérlegelése alapján ésszerűen helyénvalónak ítél annak meghatározásához, hogy mit tart ésszerűen a társaság legjobb érdekében állónak. Figyelembe veheti még a társaság és részvényeseinek hosszú távú és rövid távú érdekeit, beleértve annak lehetőségét, hogy ezeket az érdekeket legjobban a társaság folyamatos függetlensége szolgálhatja. Azt itt felsoroltak ugyanakkor nem befolyásolhatják bármilyen módon azokat az érdekeket, melyeket egy nem tőzsdei társaság igazgatója figyelembe vehet annak meghatározása során, hogy mit hisz ésszerűen a társaság legjobb érdekében állónak.¹³¹⁸

3.5.1.22. Wyoming

A felhatalmazó jellegű szabályozási megoldást alkalmazó Wyoming állam 1989-ben elfogadott szabályozása ugyanis a többi tagállami törvényhez képest kiegészült egy speciális elemmel. Ez pedig a kötvénytulajdonosok érdekeinek kielemt figyelembe vételét tette lehetővé. Az ide vonatkozó szabályokat jelenleg a Wyoming Management Stability Act rendelkezései között találhatjuk meg, a kötvénytulajdonosok védelmét szolgáló rendelkezések címszó alatt.¹³¹⁹ Ez alapján bizonyos típusú vállalatok (alapvetően nagy, tőzsdei kereskedésbe bevezetett, Wyoming államban bejegyzett társaságok) alapszabályukban biztosíthatják, hogy bizonyos tranzakciókhoz, döntések meghozatalához szükséges legyen a kötvénytulajdonosok jóváhagyása. A törvény rendelkezései alapján az alapszabályban biztosított védelem csak azokra a kötvényekre, adóslevelekre (debenture) és egyéb adósság-instrumentumokra terjed ki, melyek eredeti összesített értéke lejáratkor öt millió dollár vagy annál több, és melyek eredeti lejáratára két év vagy azt meghaladó időtartam.¹³²⁰ Szintén kimondja a szabályozás, hogy a törvényben felsoroltak közül bármikor tetszőleges számú, kötvénytulajdonosokat védő rendelkezés lehet hatályban. Ilyen rendelkezés lehet, hogy a kötvénytulajdonosok hozzájárulása szükséges bármely 12 hónapos időszakon belül az igazgatók több mint 24%-ának cseréjéhez. Ez alól kivételt képez (és így nem számít be a 24%-os küszöbbe) a halálozás vagy lemondás miatt megüresedett helyek betöltése, amennyiben az ilyen megüresedett

¹³¹⁸ Vermont Statutes Title 11A: Vermont Business Corporations Chapter 8. – Directors and Officers Sub-Chapter 3: Standard Of Conduct § 8.30. General standards for directors (a) Elérhető: <http://www.leg.state.vt.us/statutes/fullsection.cfm?Title=11A&Chapter=008&Section=00008.30>

¹³¹⁹ Wyoming Statutes, Title 17 – Corporations, Partnerships and Associations, Chapter 18 – Whyoming Managemet Stability Act. Article 2. Elérhető: <http://legisweb.state.wy.us/statutes/statutes.aspx?file=titles/Title17/Title17.htm>,

¹³²⁰ Wyoming Statutes, Title 17 – Corporations, Partnerships and Associations, Chapter 18 – Whyoming Managemet Stability Act. Article 2. Bondholder Protection Provisions. 17-18-201. Protection provisions; applicability; defined. (a) Elérhető: <http://legisweb.state.wy.us/statutes/statutes.aspx?file=titles/Title17/Title17.htm>,

helyeket az igazgatótanácsok jelöltjei töltik be.¹³²¹ Szintén beépíthető a törvény alapján a vállalatok alapszabályába annak kimondása, hogy a társaságot esetlegesen érintő, vagy a társaság által végrehajtani tervezett egyesületekhez vagy vállalatfelvásárlásokhoz szükséges a kötvénytulajdonosok hozzájárulása. Ezzel kapcsolatban meg szükséges határozni azon egyesülés vagy vállalatfelvásárlás méretét, mely fölött szükséges a kötvénytulajdonosok jóváhagyása. Ez változhat attól függően, hogy a társaság ajánlattevői vagy céltársasági pozícióban van. Az egyesületek esetében pedig például a létrejövő társaságban az igazgatótanácsban betöltött helyek arányát lehet figyelembe venni annak meghatározásához, hogy szükség van-e a kötvénytulajdonosok hozzájárulására. A kötvénytulajdonosoknak továbbá egy meghatározott egyesülés vagy vállalatfelvásárlás tárgyában kell hozzájárulásukat megadniuk, inkább mintsem az egyesületek vagy vállalatfelvásárlások koncepciójáról általában.¹³²² Szintén meg lehet határozni a kötvénytulajdonosok hozzájárulását bizonyos eszköz vagy eszközök értékesítése, velük való rendelkezés esetében, ha értékük meghaladja a társaság összes eszközének meghatározott százalékát, vagy egy meghatározott értéket, vagy ezen tényezők bármilyen kombinációját. Pontosán meg szükséges határozni, hogy milyen eszközértékesítések/eszközök feletti rendelkezés esetében van szükség a kötvénytulajdonosok beleegyezésére.¹³²³ Továbbá lehetséges arra való felhatalmazás beépítése az alapszabályba, hogy az összes eszköz meghatározott hányada, a társaság nettó értékének meghatározott hányada, vagy egy meghatározott összeg (illetve az előbbi tényezők valamilyen kombinációja) feletti hitelfelvételhez a kötvénytulajdonosok hozzájárulása szükséges. A hozzájárulás kikötése lehet általános érvényű, vagy csupán az egyesületek, vállalatfelvásárlások finanszírozásához, vagy a részvényeseknek való kifizetés teljesítéséhez felvenni szándékozott hitelhez kapcsolódó. A feltételeket ebben az esetben is pontosán meg szükséges határozni^{1324 1325}.

¹³²¹ Wyoming Statutes, Title 17 – Corporations, Partnerships and Associations, Chapter 18 – Wyoming Management Stability Act. Article 2. Bondholder Protection Provisions. 17-18-201. Protection provisions; applicability; defined. (b) (i) Elérhető: <http://legisweb.state.wy.us/statutes/statutes.aspx?file=titles/Title17/Title17.htm>.

¹³²² Wyoming Statutes, Title 17 – Corporations, Partnerships and Associations, Chapter 18 – Wyoming Management Stability Act. Article 2. Bondholder Protection Provisions. 17-18-201. Protection provisions; applicability; defined. (b) (ii) Elérhető: <http://legisweb.state.wy.us/statutes/statutes.aspx?file=titles/Title17/Title17.htm>.

¹³²³ Wyoming Statutes, Title 17 – Corporations, Partnerships and Associations, Chapter 18 – Wyoming Management Stability Act. Article 2. Bondholder Protection Provisions. 17-18-201. Protection provisions; applicability; defined. (b) (iii) Elérhető: <http://legisweb.state.wy.us/statutes/statutes.aspx?file=titles/Title17/Title17.htm>.

¹³²⁴ Wyoming Statutes, Title 17 – Corporations, Partnerships and Associations, Chapter 18 – Wyoming Management Stability Act. Article 2. Bondholder Protection Provisions. 17-18-201. Protection provisions; applicability; defined. (b) (iv) Elérhető: <http://legisweb.state.wy.us/statutes/statutes.aspx?file=titles/Title17/Title17.htm>.

Wyoming államban az egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vétele kapcsán érdemes áttekinteni a jelenleg hatályos társasági törvény (*Wyoming Business Corporation Act*)¹³²⁶ rendelkezései között az igazgatók tevékenységére vonatkozó általános szabályokat is.¹³²⁷ Ez alapján az igazgatótanács minden tagjának, igazgatói kötelességeinek teljesítése során jóhiszeműen; és oly módon, melyről ésszerűen hiszi, hogy a társaság legjobb érdekeiben áll, vagy legalábbis nem megy szembe a társaság legjobb érdekeivel; kell eljárnia¹³²⁸.¹³²⁹ Egy igazgatónak, annak meghatározása során, hogy ésszerűen mit tart a társaság legjobb érdekeiben állónak, vagy a társaság legjobb érdekeivel szembe nem menőnek, figyelembe kell vennie a társaság részvényeseinek érdekeit. Az igazgató saját mérlegelésében szintén figyelembe veheti a következők közül bármelyiket: a társaság munkavállalóinak, beszállítóinak, hitelezőinek és fogyasztóinak az érdekeit; az állam és a nemzet gazdaságát; bármilyen intézkedés hatását azon közösségekre, melyekben vagy melyek közelében a társaság létesítményei vagy tevékenységei elhelyezkednek; a társaság és részvényesei hosszú távú érdekeit, beleértve annak lehetőségét, hogy ezeket az érdekeket legjobban a társaság folyamatos függetlensége szolgálhatja; és bármely más tényezőt, mely fontos a köz vagy közösségi érdekek előmozdítása vagy megőrzése érdekében.¹³³⁰

Fentiekből látható, hogy az egyéb érdekelték védelmében megalkotott tagállami szabályozás nagyrészt felhatalmazó típusú.¹³³¹

3.5.2. Kötelező erejű tagállami szabályozás az egyéb érdekelték figyelembe vételére

¹³²⁵ HANKS, James J. Jr., *Playing with Fire: Nonshareholder Constituency Statutes in the 1990s*, Stetson Law Review, Vol. 21. (1991) 105. old

¹³²⁶ Wyoming Statutes, Title 17 – Corporations, Partnerships and Associations, Chapter 16 – Wyoming Business Corporation Act. Elérhető: <http://legisweb.state.wy.us/statutes/statutes.aspx?file=titles/Title17/T17CH16.htm>,

¹³²⁷ Lásd Wyoming Statutes, Title 17 – Corporations, Partnerships and Associations, Chapter 16 – Wyoming Business Corporation Act, Article 8. – Directors and Officers, 17-16-830. General standards for directors. Elérhető: <http://legisweb.state.wy.us/statutes/statutes.aspx?file=titles/Title17/T17CH16.htm>,

¹³²⁸ Wyoming Statutes, Title 17 – Corporations, Partnerships and Associations, Chapter 16 – Wyoming Business Corporation Act, Article 8. – Directors and Officers, 17-16-830. (a) Elérhető: <http://legisweb.state.wy.us/statutes/statutes.aspx?file=titles/Title17/T17CH16.htm>,

¹³²⁹ További fontos szabály, hogy az igazgatótanács tagjai (vagy az igazgatótanács bizottságának tagjai), amikor tájékozottak lesznek döntéshozatali funkciójukhoz kapcsolódóan, vagy figyelmet fordítanak felügyeleti funkciójuk gyakorlásának, kötelességeiket azzal a gondossággal kell teljesíteniük, amelyet egy ugyanilyen pozíciót betöltő személy ésszerűen helyénvalónak tekintene hasonló körülmények között. Wyoming Statutes, Title 17 – Corporations, Partnerships and Associations, Chapter 16 – Wyoming Business Corporation Act, Article 8. – Directors and Officers, 17-16-830. (b) Elérhető: <http://legisweb.state.wy.us/statutes/statutes.aspx?file=titles/Title17/T17CH16.htm>,

¹³³⁰ Lásd Wyoming Statutes, Title 17 – Corporations, Partnerships and Associations, Chapter 16 – Wyoming Business Corporation Act, Article 8. – Directors and Officers, 17-16-830. (g) Elérhető: <http://legisweb.state.wy.us/statutes/statutes.aspx?file=titles/Title17/T17CH16.htm>,

¹³³¹ Lásd HANKS, James J. Jr., *Playing with Fire: Nonshareholder Constituency Statutes in the 1990s*, Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991.) 103. old

Három tagállam fogadott el kötelező erejű szabályozást az egyéb érdekelték figyelembe vételére. Úttörőnek ezen a területen *Connecticut* állam bizonyult 1983-ban elfogadott szabályozásával. Ez ugyanis megkövetelte a társaságok igazgatóitól, hogy figyelembe vegyék az egyéb érdekelték érdekeit. *Connecticut* állam jelenleg hatályban lévő szabályozása a connecticut-i társasági törvény részét képezi, és most már csupán lehetőségként tartalmazza bizonyos tranzakciók esetében az egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vételét.¹³³² Így a szabályozás e tekintetben módosult. A törvény alapján egy igazgatónak igazgatói kötelességeit, beleértve a bizottsági tagságból fakadó kötelezettségeit jóhiszeműen; azzal a gondossággal, melyet egy ugyanilyen pozícióban lévő szokásos mértékben körültekintő személy hasonló helyzetben gyakorolna; és oly módon, melyről ésszerűen hiszi, hogy a társaság legjobb érdekében áll, kell gyakorolnia.¹³³³ A kötelességei teljesítése körében az igazgató jogosult azon információkra, véleményekre, jelentésekre vagy nyilatkozatokra (beleértve a pénzügyi beszámolókat és más pénzügyi adatokat) hagyatkozni, melyet a társaság egy vagy több tisztviselője vagy munkavállalója készített vagy mutatott be, akiről az igazgató ésszerűen hiszi, hogy megbízhatóak és kompetensek az adott kérdésekben. Szintén jogosult a jogtanácsos, könyvvizsgálók, vagy más személyek véleményére hagyatkozni olyan kérdésekben, melyekről az igazgató ésszerűen hiszi, hogy az adott személy hivatásbeli vagy szakértői kompetenciájához tartoznak. Szintén hagyatkozhat az igazgatótanács azon bizottságára, melynek az igazgató nem tagja, ha az igazgató ésszerűen hiszi, hogy az bizalmat érdemel.¹³³⁴ A törvény szintén rögzíti, hogy az igazgató nem jár el jóhiszeműen, ha a kérdéses témával kapcsolatban olyan ismeretet, melynek hitelt ad, a fent megengedett forrásokon kívül jogosulatlanul szerzett.¹³³⁵ Ez a szabályozás tulajdonképpen a *business judgement rule*¹³³⁶ a connecticut-i társasági törvényben. A törvény ugyanakkor egyes tranzakciók esetében ezen túlmenő szabályozással egészítik ki a *business judgement rule* rendelkezéseit. Ezek a tranzakciók a connecticut-i társasági törvény következő szakaszai által szabályozott körbe

¹³³² Lásd Connecticut Business Corporation Act – Chapter 601 Business Corporations, Standards of Conduct - Sec. 33-756. General standards for directors Elérhető: <http://www.cga.ct.gov/2011/pub/chap601.htm>.

¹³³³ Lásd Connecticut Business Corporation Act Sec. 33-756. General standards for directors. a) Elérhető: <http://www.cga.ct.gov/2011/pub/chap601.htm#Sec33-756.htm>.

¹³³⁴ Lásd Connecticut Business Corporation Act Sec. 33-756. General standards for directors. b) Elérhető: <http://www.cga.ct.gov/2011/pub/chap601.htm#Sec33-756.htm>.

¹³³⁵ Lásd Connecticut Business Corporation Act Sec. 33-756. General standards for directors. b) Elérhető: <http://www.cga.ct.gov/2011/pub/chap601.htm#Sec33-756.htm>.

¹³³⁶ A connecticut-i társasági törvény Sec. 33-756. e) ugyanis kimondja, hogy az igazgató nem felelős bármely igazgatóként meghozott intézkedéséért, vagy bármely intézkedés megtételének elmulasztásáért, ha hivatali kötelességeit a Sec. 33-756. szakasz rendelkezéseivel összhangban látta el. Elérhető: <http://www.cga.ct.gov/2011/pub/chap601.htm#Sec33-756.htm>.

tartoznak: az egyesülési vagy részvény-csere tervek kapcsán való fellépés¹³³⁷; ¹³³⁸ az eszközök értékesítése vagy velük való rendelkezés a rendes üzletmenet keretein belül, jelzálog vagy más megterhelés, az eszközök átruházása vagy szétoztása¹³³⁹; az eszközök eladása vagy velük való egyéb rendelkezés, mely után nem marad számottevő folyamatos üzleti tevékenység¹³⁴⁰; üzleti kombináció elfogadása¹³⁴¹; és üzleti kombináció érdekelt részvényessel (tilalmazott öt évig, kivéve, ha az igazgatótanács jóváhagyja)¹³⁴².¹³⁴³ Ez alapján a speciális szabályozás hatálya kiterjed az egyesülési és vállalatfelvásárlási helyzetekre is. Ezekben az esetekben egy (az 1934-es *Securities Exchange Act* 12. szakaszának rendelkezései alapján) tőzsdére bevezetett részvényosztállyal rendelkező társaság igazgatója – a fent ismertetett általános szabályozásnak való megfelelésen túlmenően – annak meghatározása során, hogy mit tekint ésszerűen a társaság legjobb érdekében állónak, egyéb tényezőket is fontolóra vehet. Így fontolóra veheti a társaság hosszú távú és rövid távú érdekeit; a részvényesek érdekeit, így a hosszú és a rövid távú érdekeket, beleértve annak lehetőségét, hogy ezeket az érdekeket leginkább a társaság folyamatos függetlensége szolgálhatja; a társaság munkavállalóinak, fogyasztóinak, hitelezőinek és beszállítóinak érdekeit; közösségi és társadalmi megfontolásokat, beleértve bármely olyan közösséget, melyben a társaság bármely irodája vagy üzeme található. Az igazgató szabad mérlegelésében szintén figyelembe

¹³³⁷ A részvénycsere-ügyleteket a *Connecticut Business Corporation Act* által nyújtott definíció alapján tágan kell értelmezni. A részvénycsere során egy belföldi társaság megszerezheti egy másik belföldi vagy külföldi társaság egy vagy több részvényosztályba vagy sorozatba tartozó valamennyi részvényét részvényekért, más értékpapírokért, kötvényért (vagy egyéb kötelezettségvállalásért), részvény vagy más értékpapír megszerzésére való jogért, készpénzért vagy egyéb vagyonért, vagy ezek bármely kombinációjáért egy részvénycsere-terv alapján. Szintén, egy belföldi társaság egy vagy több részvényosztályba vagy sorozatba tartozó valamennyi részvényét megszerezheti egy másik belföldi vagy külföldi társaság részvényekért, más értékpapírokért, kötvényért (vagy egyéb kötelezettségvállalásért), részvény vagy más értékpapír megszerzésére való jogért, készpénzért vagy egyéb vagyonért, vagy ezek bármely kombinációjáért egy részvénycsere-terv alapján. Lásd *Connecticut Business Corporation Act* 33-816 a) (Share exchange.) Elérhető: <http://www.cga.ct.gov/2011/pub/chap601.htm#Sec33-816.htm>,

¹³³⁸ Lásd *Connecticut Business Corporation Act* 33-817 (Action on plan of merger or share exchange) Elérhető: <http://www.cga.ct.gov/2011/pub/chap601.htm#Sec33-817.htm>,

¹³³⁹ Lásd *Connecticut Business Corporation Act* 33-830 (Sale or other disposition of assets in regular course of business. Mortgage or other encumbrance, transfer or distribution of assets) Elérhető: <http://www.cga.ct.gov/2011/pub/chap601.htm#Sec33-830.htm>,

¹³⁴⁰ Lásd *Connecticut Business Corporation Act* 33-831 (Sale or other disposition of assets leaving no significant continuing business activity) Elérhető:

¹³⁴¹ Lásd *Connecticut Business Corporation Act* 33-841 (Approval of business combination) Elérhető: <http://www.cga.ct.gov/2011/pub/chap601.htm#Sec33-841.htm>

¹³⁴² Lásd *Connecticut Business Corporation Act* 33-844 (Business combination with interested shareholder prohibited for five years unless approved by board of directors) Elérhető: <http://www.cga.ct.gov/2011/pub/chap601.htm#Sec33-844.htm>,

¹³⁴³ Lásd *Connecticut Business Corporation Act* Sec. 33-756. General standards for directors. d) Elérhető: <http://www.cga.ct.gov/2011/pub/chap601.htm#Sec33-756.htm>,

vehet bármilyen más tényezőt, melyet ésszerűen megfelelőnek ítél annak meghatározásában, hogy mit tart ésszerűen a társaság legjobb érdekében állónak.¹³⁴⁴

Arizona és *Idaho* állam követelményként fogalmazza meg a nyilvánosan működő társaságok igazgatóinak az egyéb érdekeltek érdekeinek figyelembe vételét. Mindazonáltal, e két tagállam szabályozásának hatálya nem terjed ki az igazgatók minden tevékenységére. Az arizonai szabályozás hatálya a fentek alapján kifejezetten a vállalatfelvásárlásokra korlátozódik. *Idaho* állam vonatkozó rendelkezései például az irányítást biztosító részvény megszerzési törvényébe és az üzleti kombinációs törvényébe épültek be. Ez alapján hatályuk is csupán az igazgatók azon kötelezettségei esetében érvényesül, melyet ezek alapján a törvények alapján gyakorolnak. Ugyanakkor *Idaho* állam szabályozásai is megerősítik, hogy „ezen túlmenően, egy igazgató figyelembe veheti az idaho-i munkavállalók, beszállítók, fogyasztók, és közösségek érdekeit kötelessége teljesítése során”.¹³⁴⁵ *Idaho* állam jelenleg hatályban lévő szabályozását megvizsgálva arra a következtetésre juthatunk, hogy a tagállam szabályozása a mai napig megőrizte ezt a jellegzetességét. *Idaho* állam joganyagának társaságokra vonatkozó rendelkezései továbbra sem az igazgatók kötelességeinek általános meghatározása keretében szabályozzák az egyéb érdekeltek érdekeinek figyelembe vételét, hanem az ún. üzleti kombinációs törvény részeként. Az üzleti kombinációk esetében (és ez alapján vállalatfelvásárlási tranzakciók esetében is)¹³⁴⁶ az igazgatók számára az általánostól eltérő kötelességet határoz meg az idaho-i szabályozás.¹³⁴⁷

¹³⁴⁴ Lásd Connecticut Business Corporation Act Sec. 33-756. General standards for directors. d) Elérhető: <http://www.cga.ct.gov/2011/pub/chap601.htm#Sec33-756.htm>,

¹³⁴⁵ HANKS, James J. Jr., *Playing with Fire: Nonshareholder Constituency Statutes in the 1990s*, Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991.) 103-104. old

¹³⁴⁶ Az üzleti kombináció, ha bármely kibocsátó nyilvánosan működő részvénytársaság, és a kibocsátó nyilvánosan működő részvénytársaság érdekelt részvényese közötti viszonyban alkalmazzuk, akkor az alábbiakat fogja át például: a kibocsátó nyilvános részvénytársaság vagy bármely leányvállalatának egyesülése vagy konszolidációja az érdekelt részvényessel, vagy bármely más belföldi vagy külföldi társasággal, tekintet nélkül arra, hogy ezek érdekelt részvényesek-e, ha ekkor, vagy az egyesülést követően az érdekelt részvényes leányvállalatai vagy társult vállalkozásai lesznek. Szintén üzleti kombinációnak tekintünk a kibocsátó nyilvános részvénytársaságra vagy bármely leányvállalatára vonatkozó bármilyen részvénycsere ügyletet egy részvénycsere terv alapján, ha az ellenértéket az érdekelt részvényes részvényei jelentik (vagy bármely más belföldi vagy külföldi társaság részvényei, tekintet nélkül arra, hogy ezek érdekelt részvényesek-e, ha ekkor, vagy az egyesülést követően az érdekelt részvényes leányvállalatai vagy társult vállalkozásai lesznek). Szintén ide tartoznak azok a tranzakciók, melyek során a kibocsátó nyilvános részvénytársaság vagy annak fiókvállalata részvényeket bocsát ki vagy ruház át az érdekelt részvényes (vagy annak bármely leányvállalatai vagy társult vállalkozásai) számára egy tranzakció során, vagy tranzakciók sorozatában, mely azt eredményezi, hogy ennek során a kibocsátó nyilvános részvénytársaság kibocsátott részvényei összesített piaci értékének 5%-át vagy annál többet elérő összesített piaci áru részvényt az megszerez. (ez alól ugyanakkor például kivételt jelent a warrantok vagy részvénytörzs szerzési jogok alapján történő részvénytörzs szerzés, melyeket minden részvényes számára nyújtottak, felajánlottak, vagy osztalékként arányosan kiosztottak). A vállalatfelvásárlási helyzetek kapcsán véleményem szerint ezek a legfontosabb esetei az üzleti kombinációknak az idaho-i szabályozás alapján. Még az „érdekelt részvényes” (*interested shareholder*) fogalmára érdemes kitérnünk az idaho-i jog alapján. Az érdekelt részvényes fogalom, ha bármely kibocsátó nyilvános részvénytársaságra hivatkozással használjuk, bármely személyt jelenthet a kibocsátó nyilvánosan működő részvénytársaságot vagy annak bármely leányvállalatát

A törvény hatálya alá tartozó üzleti kombinációk esetében az üzleti kombinációs törvény szabályozása alapján az igazgatók köteletségére speciális szabályozás vonatkozik.¹³⁴⁸ Ez alapján egy kibocsátó nyilvános részvénytársaság igazgatói pozíciójából fakadó kötelességei teljesítése során egy igazgatónak, a társaság legjobb érdekeinek tekintetbe vétele során tekintetbe kell vennie a társaság és a részvényesei hosszú távú és rövid távú érdekeit, beleértve annak lehetőségét, hogy ezeket az érdekeket legjobban a társaság folyamatos függetlensége szolgálja. Ezen túlmenően, egy igazgató tekintetbe veheti az idaho-i munkavállalók, beszállítók, fogyasztók és közösségek érdekeit kötelességei teljesítése során.¹³⁴⁹

Az igazgatók kötelességei tekintetében szintén speciális szabályozást tartalmaz Idaho-ban az ún. irányítást biztosító részesedés megszerzési törvény.¹³⁵⁰ A törvény alapján az irányító részesedés megszerzése (*control share acquisition*) egy olyan akvizíciót jelent, melynek eredményeképpen egy kibocsátó nyilvános részvénytársaságban a részvény tényleges tulajdonjogát közvetlenül vagy közvetetten megszerző személy számára (figyelmen kívül hagyva az irányító részesedés megszerzési törvény rendelkezéseit), a megszerzett részesedést hozzáadva a részvényt megszerző személy tényleges tulajdonában lévő részvényekhez, lehetővé teszi rögtön a megszerzést követően a törvény 30-1604(1)(d) szakaszban található szavazati határok valamelyikének átlépését.¹³⁵¹ Ilyen szavazati határok a következők:

- legalább 20 százalék megszerzése, de kevesebb, mint harminchárom és egyharmad százalék megszerzése;
- legalább harminchárom és egyharmad százalék megszerzése, de kevesebb, mint 50 százalék, vagy azzal megegyező;
- 50 százalék feletti szerzés.¹³⁵²

leszámítva, aki közvetlenül vagy közvetetten tényleges tulajdonosa a kibocsátó nyilvános részvénytársaság szavazati joggal rendelkező részvényei szavazati jogának 10%-ának, vagy még magasabb részének; vagy a kibocsátó nyilvános részvénytársaság társult vállalkozása. Lásd Idaho Code – Title 30. Corporations. Chapter 17. Business Combination Act. ID Code § 30-1701 (6), (10) Elérhető: <http://legislature.idaho.gov/idstat/Title30/T30CH17SECT30-1701.htm>,

¹³⁴⁷ Lásd Idaho Code – Title 30. Corporations. Chapter 17. Business Combination Act Elérhető: <http://legislature.idaho.gov/idstat/Title30/T30CH17.htm>,

¹³⁴⁸ Lásd Idaho Code – Title 30. Corporations. Chapter 17. Business Combination Act Elérhető: <http://legislature.idaho.gov/idstat/Title30/T30CH17.htm>,

¹³⁴⁹ Lásd Idaho Code – Title 30. Corporations. Chapter 17. Business Combination Act 30-1702. Duties of Director Elérhető: <http://legislature.idaho.gov/idstat/Title30/T30CH17SECT30-1702.htm>

¹³⁵⁰ Lásd Idaho Code – Title 30. Corporations. Chapter 16. Control Share Acquisition Act Elérhető: <http://legislature.idaho.gov/idstat/Title30/T30CH16.htm>,

¹³⁵¹ Lásd Idaho Code – Title 30. Corporations. Chapter 17. Business Combination Act 30-1601. Definitions. Elérhető: <http://legislature.idaho.gov/idstat/Title30/T30CH16SECT30-1601.htm>,

¹³⁵² Lásd Idaho Code – Title 30. Corporations. Chapter 17. Business Combination Act 30-1604 Information Statement (1) (d) Elérhető: <http://legislature.idaho.gov/idstat/Title30/T30CH16SECT30-1604.htm>,

Az irányító részesedés megszerzési törvény a hatálya alá tartozó helyzetek tekintetében (hasonlóan, mint üzleti kombinációk esetében) úgy rendelkezik, hogy egy kibocsátó nyilvános részvénytársaság igazgatói pozíciójából fakadó kötelességei teljesítése során egy igazgatónak, a társaság legjobb érdekeinek tekintetbe vétele során tekintetbe kell vennie a társaság és a részvényesei hosszú távú és rövid távú érdekeit, beleértve annak lehetőségét, hogy ezeket az érdekeket legjobban a társaság folyamatos függetlensége szolgálja. Ezen túlmenően, egy igazgató tekintetbe veheti az idaho-i munkavállalók, beszállítók, fogyasztók és közösségek érdekeit kötelességei teljesítése során.¹³⁵³

3.5.3. Az egyéb érdekelték érdekeit figyelembe vevő tagállami szabályozások értékelése

Összefoglalásul elmondhatjuk, hogy a fent ismertetett rendelkezések alapvetően jól kategorizálhatóak, ugyanakkor közelebbi vizsgálatuk mégis jelentős eltérésekre tud rámutatni az alkalmazott szabályozási megoldások, vagy a szabályozás terjedelme tekintetében. Különösen igaz ez a felhatalmazó típusba sorolható szabályozásokra, mely a legnagyobb, legelterjedtebb csoportot képezi. Ezek közül egyesek szabályozása csak az igazgatókra terjed ki, míg más esetekben az igazgatókra és a társaság tisztségviselőire is vonatkozik. Egyes tagállamok a nem részvényesi (érdek)csoportokra gyakorolt hatás figyelembe vételét teszik lehetővé, míg mások ezen csoportok „érdekeinek” figyelembe vételét. A megfogalmazásból arra lehet következtetni, hogy ez utóbbi egy kiterjedtebb koncepcióra utal. Számos törvény alkalmaz olyan szóhasználatot, hogy a „*társaság legjobb érdekének figyelembe vétele során*”. Ez a megfogalmazás mintegy a társaság érdekéhez kapcsolja a nem részvényesi érdekelték érdekeinek figyelembe vételét. Más törvények ugyanakkor nem alkalmazzák ezt a nyelvezetet. Bizonyos esetekben pedig a részvényesekre történik utalás a társaság helyett. Szintén fontos különbség, hogy számos, egyéb érdekelték érdekeit figyelembe vevő törvényi szabályozás minden társasági döntésre és intézkedésre kiterjeszti hatályát, míg egyesek csupán a vállalatfelvásárlásokra korlátozódnak. Végül pedig indokolt kiemelni, hogy jelentős különbségek mutatkoznak azon érdekelti csoportok között, melyek érdekeit e törvények alapján figyelembe lehet venni. Ehhez kapcsolódóan szintén eltérések mutatkoznak az olyan

¹³⁵³ Lásd Idaho Code – Title 30. Corporations. Chapter 17. Business Combination Act 30-1602. Duties of Directors. Elérhető: <http://legislature.idaho.gov/idstat/Title30/T30CH16SECT30-1602.htm>,

egyéb tényezők figyelembe vételének lehetőségében, melyek nem kötődnek valamely kimondott érdekelti csoporthoz.¹³⁵⁴

4. Az egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vételét biztosító szabályozási megoldások értékelése

Az Európai Unió vállalatfelvásárlási irányelvét megvizsgálva láthatjuk, hogy az egyéb érdekelték közül elsősorban a munkavállalókat érinti szabályozása.¹³⁵⁵ A munkavállalói érdekeket pedig alapvetően a vállalat jövőjéről, saját sorsukról számukra biztosított információkkal törekszik védeni. Így az ajánlati dokumentációban kell erre vonatkozóan tájékoztatást adni az ajánlattevőnek.¹³⁵⁶ Jelentős hiányossága azonban a szabályozásnak, hogy nem határoz meg szankciót a valótlan ajánlattevői nyilatkozatok esetében. Szintén nem mondja ki, hogy mennyi ideig köteles az ajánlatban ide vonatkozóan tett nyilatkozatához tartani magát az ajánlattevő.¹³⁵⁷ Ebből csak azt a következtetést vonhatjuk le, hogy az irányelv a munkavállalók irányába még a megbízható információk szolgáltatására sem nyújt megfelelő garanciát. Ezt támasztják alá az irányelv alkalmazásával kapcsolatos munkavállalói tapasztalatok is.¹³⁵⁸ Az Európai Unió legtöbb tagállama az irányelv vonatkozó rendelkezéseit további követelmények meghatározása nélkül vette át.¹³⁵⁹ Egyes tagállamok ugyanakkor az irányelv ide vonatkozó hiányosságait felismerve megerősíteni törekedtek a munkavállalók irányelvben biztosított jogait. Ennek során bizonyos tagállamok nemzeti szabályozásukban további információk biztosítását (akár az ajánlati dokumentációban, akár a céltársaság vezetésének ezzel kapcsolatos állásfoglalásában), vagy konzultáció lefolytatását írták elő. Az Egyesült Királyságban – példaértékűen – meghatározták a nem valós ajánlattevői nyilatkozatok jogkövetkezményét, illetve, hogy mennyi ideig kell tartania magát az ajánlattevőnek az ajánlati dokumentációban tett nyilatkozatához. A legmesszebbre talán a francia és a belga szabályozás ment a munkavállalói érdekek védelmében, mikor is jogot

¹³⁵⁴ Lásd HANKS, James J. Jr., *Playing with Fire: Nonshareholder Constituency Statutes in the 1990s*, Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991) 105-106. old

¹³⁵⁵ Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 101. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

¹³⁵⁶ 2004/25/EK irányelv 6. cikk (3) i); (2)

¹³⁵⁷ Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 102-103. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

¹³⁵⁸ Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 102., 116-118. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

¹³⁵⁹ Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 101-102. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

biztosítanak a munkavállalói képviselőknek az ajánlattevő meghallgatására.¹³⁶⁰ A munkavállalói képviselet intézményét alkalmazó tagállamokban pedig a munkavállalói képviselők részt vehetnek a felügyelőbizottság ajánlással kapcsolatos álláspontjának megfogalmazásában.¹³⁶¹ Ugyanakkor a tagállamok által elfogadott szabályozási megoldások nem hoznak a munkavállalók védelmének megközelítésében átütően új szemléletet. A munkavállalók védelme az Európai Unióban a számukra biztosított információkban, illetve – néhány tagállam esetében – bizonyos konzultációs jogukban jelenik meg. Az információhoz való hozzájutás lehetővé teszi, hogy megfogalmazhatják ajánlással kapcsolatos álláspontjukat,¹³⁶² így például hangot adjanak a vállalatfelvásárlással kapcsolatos aggodalmaiknak, kétségeiknek.¹³⁶³ Ez lehetséges, hogy hatást tud gyakorolni az ajánlattevőre, és az módosítja az ajánlat feltételeit, a céltársasággal kapcsolatos elképzeléseit. Másfelől megközelítve a céltársaság részvényesei is tekintetbe vehetnék elméletileg a munkavállalói érdekeket az ajánlat elfogadása során. Erre ugyanakkor semmilyen garancia nincs, hiszen az ajánlatról jellemzően dönteni hivatott részvényeseket vélhetően saját profitérdekeik jobban befolyásolják. Így amíg kellően attraktív ajánlással szembesülnek, ez a megfontolás kevésbé befolyásolja döntésüket. A megszerzett információk szintén lehetőséget adhatnak a munkavállalóknak, hogy ez alapján elhagyják a társaságot. Ez azonban a legtöbb munkavállaló esetében általában csak elméleti lehetőség.¹³⁶⁴ Másrészt az irányelv fenti rendelkezései alapján a munkavállalók érdekeit a céltársaság ügyvezető/irányító testülete képviseli (illetve kellene képviselnie), mivel a munkavállalók nem rendelkeznek önálló döntéshozatali hatáskörrel. Ugyanakkor komolyan megkérdőjelezhető e rendszer hatékonysága a munkavállalók érdekeinek képviseletében.¹³⁶⁵ A végső döntéshozatali jogkör ugyanis a céltársaság igazgatótanácsának (vagy éppen a céltársaság részvényeseinek) kezében van. Nincs garancia azonban arra, hogy az igazgatók és részvényesek figyelembe

¹³⁶⁰ Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 102-104. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

¹³⁶¹ Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 102-103. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf, 2004/25/EK irányelv 14. cikk

¹³⁶² 2004/25/EK irányelv 9. cikk (5)

¹³⁶³ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 101. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

¹³⁶⁴ Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 101. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

¹³⁶⁵ Lásd SJAFJELL, Beate, *The Core of Corporate Governance: Implications of the Takeover Directive for Corporate Governance in Europe*, UCD Working Papers in Law, Criminology & Socio-Legal Studies Research Paper No. 27/2010, 15. old et seqq; The Takeover Bids Directive Assessment Report, 101. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

szándékozzanak venni a munkavállalók védelmének szempontjait a vállalatfelvásárlások során.¹³⁶⁶

A munkavállalók körén túlmutató egyéb érdekelti kört pedig az irányelv csak még közvetettebb módon „védi”. Így például az irányelv 9. cikk (5) bekezdése alapján a céltársaság vezetésének ajánlatra vonatkozó jelentésében ki kell térni a vállalatfelvásárlásnak a céltársaság telephelyeire gyakorolt valószínű következményeire.¹³⁶⁷

Mind a munkavállalók, mind a rajtuk túlmutató egyéb érdekelti kör védelme tekintetében fontos rendelkezés található az irányelv általános elvei között, a 3. cikk (1) bekezdés c) pontban. Ezen általános elv szerint a céltársaság ügyviteli vagy irányító szervének a társaság, mint egész érdekében kell eljárnia. Ebből azt a következtetést vonhatjuk le, hogy az irányelv az egyéb érdekelték érdekeinek védelmében jelentős szerepet szán a céltársaságok ügyviteli/irányító szervének. Ezt azonban rögtön felülírja az irányelv 9. cikk (2) bekezdése, mely a vállalatfelvásárlások során semlegességre kötelezi a céltársaság vezetését. Bár az irányelv biztosítja a kisserződés lehetőségét e rendelkezés alól a tagállamok számára, a legtöbb tagállam alkalmazza e szabályt. Így az általános elv szintjén megjelenő elvárás kevésbé tudja hatékony cselekvéssé változtatni a céltársaság ügyviteli/irányító szerve, - hiszen semlegességre van a legtöbb tagállamban kötelezve. Ezen túlmenően pedig az elvi szinten megjelenő cselekvési lehetőség fontos korlátja, hogy az irányelv (de még a tagállami szabályozások sem) határozzák meg közelebbről, hogy mi tartozik bele a „társaság érdeke” fogalomba. Bár arra következtetni enged az irányelv, hogy a részvényesi érdekeken túlmutat e fogalom terjedelme, de ebben a tekintetben nem ad konkrét támpontot. Szintén nem ad útmutatást arra vonatkozóan, hogy a különböző érdekek között felmerülő érdekkonfliktus feloldásának mi lenne a megfelelő módja.¹³⁶⁸ Ez alapján (még ha a semlegességi szabály nem is köti meg kezüket) legfeljebb meglehetősen óvatos szerep juthat a céltársaság ügyviteli/irányító szervének az egyéb érdekelték védelmében.

¹³⁶⁶ Összehasonlítási alapul ki kell fejtenünk, hogy a jelentős, nem uniós tagállamok jogrendszereiben megtalálható vállalatfelvásárlási szabályozás alapján a munkavállalók védelme egyrészt az információhoz jutás tekintetében, másrészt az ajánlattételi folyamatba való bevonásuk tekintetében rendkívül gyengének tűnik. Legfeljebb az ajánlattevőt egyes esetekben arra kötelezik, hogy hozza nyilvánosságra szándékait az ajánlati dokumentációban a céltársaság munkavállalói tekintetében, illetve az ajánlatnak rájuk gyakorolt hatását illetően. Ilyen szabályozás van érvényben például Ausztráliában, Kanadában, Kínában és Hong-Kongban. Egyik jelentős, nem EU-tag ország jogrendszere alapján sem szükséges a céltársaság igazgatótanácsának egyébként informálnia a munkavállalókat, vagy más módon konzultálnia a munkavállalókkal. Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 101. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

¹³⁶⁷ Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 104-106. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

¹³⁶⁸ Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 104-105. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

Az Egyesült Államok által az egyéb érdekeltek számára biztosított védelmet megvizsgálva azt láthatjuk, hogy az szövetségi szinten nem haladja meg az Európai Unió vállalatfelvásárlási irányelvében megjelenő szabályozás eredményeit. A *Williams Act* rendelkezéseiben megjelenő felhatalmazás¹³⁶⁹ alapján a *Securities and Exchange Commission* szabályozása a munkavállalók számára az ajánlat rájuk, illetve céltársaságra gyakorolt hatásaira vonatkozó információk megszerzését biztosítja. Ezeket az ajánlattevőnek – ahogy az Európai Unióban is – az ajánlati dokumentáció keretében kell ismertetnie.¹³⁷⁰ Egyéb konzultációs jogot pedig nem bocsájt a szövetségi szintű szabályozás a munkavállalók rendelkezésére.

Az Egyesült Államokban a vállalatfelvásárlásokra irányadó szabályok közt fontos szerepet játszanak *Delaware* állam bíróságának határozatai. A *Delaware* bíróságok pedig az évek során néhány ügyben érintették az egyéb érdekeltek érdekeinek figyelembe vételét vállalatfelvásárlási helyzetekben, és irányt szabtak ide vonatkozóan az igazgatótanácsok magatartásának. A kialakult álláspontot úgy ragadhatjuk meg, hogy az egyéb érdekeltek érdekeinek figyelembe vétele, illetve a nekik biztosított előny racionális kapcsolatot kell, hogy mutasson a részvényesi érdekekkel. Ez alapján a *Delaware* bírósági gyakorlat lehetővé teszi az egyéb érdekeltek érdekeinek figyelembe vételét (illetve helyzetük javítását) a vállalatfelvásárlások kapcsán meghozott igazgatótanácsai döntésekkel, - amennyiben ez egyúttal a részvényesek számára is előnyösnek bizonyul.¹³⁷¹ Ahogy azt a részvényesi érdekek terén már bemutattam, az amerikai vállalatok igazgatótanácsai korántsem kötelesek semlegesek maradni egy vállalatfelvásárlási ajánlat megjelenése esetén.¹³⁷² A fenti gyakorlat fényében pedig lehetőségük van az egyéb érdekelteket is védelemben részesíteni a vállalatfelvásárlás által jelentett „fenyegetéssel” szemben, ha az így meghozott intézkedéseik előnyösek a részvényesi érdekek szempontjából is.

¹³⁶⁹ Lásd Securities and Exchange Act of 1934, 14 (d)(1) Elérhető (2015. május 4.): <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>.

¹³⁷⁰ Lásd SEC Rule §240.14d-100 Schedule TO. Tender offer statement under section 14(d)(1) or 13(e)(1) of the Securities Exchange Act of 1934 Item 6., Item 9. Elérhető: http://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?node=17:4.0.1.1.1&rgn=div5%20-%20se17.4.240_114d_61%20-%20se17.4.240_114d_6100

¹³⁷¹ Lásd MILLON, David, *State Takeover Laws: a Rebirth of Corporation Law?* Washington and Lee Law Review, Vol. 45. Issue 3. (1988.) 931. old. 116. lábjegyzet; HANKS, James J. Jr., *Playing with Fire: Nonshareholder Constituency Statutes in the 1990s*, Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991) 100-102. old.; lásd továbbá *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*; *Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp.*, *Mills Acquisition Co. v. Macmillan, Inc.*; *Paramount Communications, Inc. v. Time Inc.*, eseteket.

¹³⁷² Lásd THOMPSON, Samuel C. Jr., *Change of Control Board: Federal Preemption of the Law Governing a Targets Directors*, Mississippi Law Journal (2000/1) 62. old.; BALOTTI, Franklin és TRAVIS, Laster J.: *Professor Coates Is Right Now Please Study Stockholder Voting*, University of Miami Law Review (2000/július) 827–829. old.; MAGNUSON, William: *Takeover Regulation in the United States and Europe: an Institutional Approach*, Pace International Law Review, Vol. 21. Issue 1. (2009) 216. old.

Az egyéb érdekeltek érdekeinek figyelembe vétele szempontjából az Egyesült Államokban ugyanakkor a tagállami jogalkotás érdemel kiemelt figyelmet.¹³⁷³ Ebben a körben már az ún. üzleti kombinációs törvények kialakítása is erőteljesen utal a nem-részvényesi érdekeltek érdekeinek védelmére. Egyrészt az e törvények által megszabott, a vállalat tevékenységének, szerkezetének jelentős átalakítását korlátozó tilalmak alól általában a hivatalban lévő menedzsment mentesítheti az ajánlattevőt. Ez vélhetően jóval kedvezőbb az egyéb érdekeltek érdekeinek figyelembevétele szempontjából, mintha az erről való döntési jogot a vállalatfelvásárlás során jelentkező felárat megszerezni szándékozó részvényesek közgyűlésének kezébe helyeznénk. Másrészt a szabályozás jellege arra enged következtetni, hogy az a társaság kialakult szerkezetét, tevékenységét jórészt megőrizni szándékozó ajánlattevők számára (akik jellemzően az egyéb érdekeltekkel kialakult viszonyrendszert is ez által fenntartanak) kevésbé hat elrettentően.¹³⁷⁴

Páratlan összehasonlító jogi relevanciával bír azonban, hogy az Egyesült Államokban a tagállamok többsége a vállalatfelvásárlási tevékenység szabályozása során külön törvény megalkotásával látta indokoltnak védeni az egyéb érdekeltek érdekeit. Az Egyesült Államokban mindösszesen 29 tagállam fogadott el ilyen szabályozást, jellemzően az 1980-as évek során.¹³⁷⁵ Ezek alapvető szabályozási megoldása, hogy kibontják a társaság érdeke (vagy ahogy jellemzően megjelölik, „társaság legjobb érdeke”) fogalmát. A társaság legjobb érdekének követése során pedig a részvényesi érdekek mellett felhatalmazást nyújtanak az igazgatók (esetleg más vállalati tisztségviselők, vezető állású munkavállalók) számára az egyéb érdekeltek érdekeinek figyelembe vételére. Az egyéb érdekeltek körébe tartozókat általában részletes felsorolásban ismerteti a szabályozás.¹³⁷⁶ Ez terjedelmében legalábbis

¹³⁷³ Érdekes megemlíteni, hogy az Egyesült Államokban is megfigyelhetőek voltak törekvések a tagállamok részéről az ajánlattevő által közzéteendő információk körének, részletezettségének további szabályozására. Ezek jellemzően az első generációs tagállami vállalatfelvásárlási szabályozások körébe voltak sorolhatóak. Pennsylvania állam például a sikeres felvásárlás munkavállalókra gyakorolt várható hatásainak közzétételét írta elő. Ohio állam hasonló tárgyban született szabályozása a céltársaság működésére gyakorolt hatások, beleértve a foglalkoztatási politika esetleges változásának nyilvánosságra hozatalát követelte meg. Lásd Ohio Revised Code, Title XVII., Corporations – Partnerships, Chapter 1707. Securities, 1707.041. Control bids made pursuant to tender offer or request or invitation for tenders, (A) (2) (d) Elérhető (2011. március 10): <http://codes.ohio.gov/orc/1707.041>, A vonatkozó szabályozás 1980-ban lett az Ohio Revised Code része. Lásd SARGENT, Mark A.: On the Validity of State Takeover Regulation: State Responses to MITE and Kidwell, Ohio State Law Journal (1981/3) 699. old.; SYMPOSIUM: State Regulation of Tender Offers: Current Issues in Tender Offers, Journal of Corporate Law, Vol. 7. Issue 3. (1982) 607-609. o;

¹³⁷⁴ Lásd MILLON, David, *State Takeover Laws: a Rebirth of Corporation Law?* Washington and Lee Law Review, Vol. 45. Issue 3. (1988) 923-924. old.

¹³⁷⁵ Lásd SUBRAMANIAN, Guhan, *The Influence of Antitakeover Statutes on Incorporation Choice: Evidence on the Race Debate and Antitakeover Overreaching*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 150. Issue 6. (2002) 1827-1828. old.

¹³⁷⁶ Erről lásd például HANKS, James J. Jr., *Playing with Fire: Nonshareholder Constituency Statutes in the 1990s*, Stetson Law Review, Vol. 21. (1991); O’CONNOR, Marleen A., *Corporate Malaise – Stakeholder Statutes: Cause or Cure?* Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991); MILLON, David, *State Takeover Laws:*

lefedni (de talán túl is lépi) a *Kecskés* által megalkotott, és dolgozatom elején ismertetett *corporate governance* definícióban szereplő érdekelti kört. Így jellemzően ide sorolhatja a tagállami jogalkotás a társaság munkavállalóinak, beszállítóinak, hitelezőinek és fogyasztóinak az érdekeit; az állam és a nemzet (esetleg régió) gazdaságát; bármilyen intézkedés hatásait arra a közösségre, melyben a társaság működik. A társaság és részvényesei érdekei tekintetében pedig gyakran egyaránt hangsúlyozásra kerülnek a hosszú távú és rövid távú érdekek, továbbá annak lehetősége is, hogy ezeket az érdekeket legjobban a társaság folyamatos függetlensége szolgálhatja. Nem ritka olyan általános felhatalmazás biztosítása az igazgatók számára, hogy figyelembe vehetnek bármilyen olyan tényezőt is, melyet megfelelőnek ítélnék a társaság legjobb érdekének meghatározásához. Szintén gyakran rendezik a tagállamok kifejezetten a különböző érdekek egymáshoz való viszonyát. Ennek során kiemelhetik, hogy az igazgatóknak a döntéshozatal során egyik társaságban jelenlévő érdekelti csoportra gyakorolt hatást sem kell meghatározó tényezőként figyelembe venniük. Így nem szükséges prioritást biztosítani a részvényesi érdekeknek.¹³⁷⁷ Ezt néhol (pl. *Indiana* állam esetében) még azzal is nyomatékosításra került, hogy a tagállam saját joghatósága alatt egyértelműen kizárja a *Delaware* bírói gyakorlat alkalmazási lehetőségét.¹³⁷⁸ Ugyanis a *Delaware* bírói gyakorlat – mint a fentiekben azt ismertettem – csak jóval szűkebb teret enged az egyéb érdekeltek érdekeinek figyelembe vételéhez. Továbbá az egyéb érdekeltek érdekeinek figyelembe vételére kifejezett lehetőséget biztosító tagállami törvények (bár a vállalatfelvásárlások „fenyegetése” vezetett elfogadásukhoz) hatályukat gyakran nem korlátozzák pusztán a vállalatfelvásárlásokra. Hanem lehetőséget biztosítanak az egyéb érdekeltek érdekeinek figyelembe vételére az igazgatók valamennyi döntése során, tehát általános érvennyel. Ez pedig az ilyen törvényi szabályozást alkalmazó tagállamok vállalatainak mindennapi üzleti tevékenységét is erőteljesen befolyásolhatja, és az egyéb érdekeltekkel kialakuló együttműködéshez jó alapot biztosíthat.¹³⁷⁹

a Rebirth of Corporation Law? Washington and Lee Law Review, Vol. 45. Issue 3. (1988); WALLMAN, Steven M.H., *The Proper Interpretation of Corporate Constituency Statutes and Formulation of Director Duties*, Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991); JOHNSON, Lyman, *State Takeover Statutes: Constitutionality, Community, and Heresy*, Washington and Lee Law Review, Vol. 45. (1988)

¹³⁷⁷ Lásd például Pennsylvania Consolidated Statutes Title 15. Corporations and Unincorporated Associations Chapter 17. Officers, Directors and Shareholders, Subchapter B. Fiduciary Duty, § 1715. Exercise of powers generally (b) Consideration of interests and factors. Elérhető: <http://www.legis.state.pa.us/cfdocs/legis/LI/consCheck.cfm?txtType=HTM&ttl=15&div=0&chpt=17§n=15&subsectn=0>

¹³⁷⁸ Lásd pl. *Indiana* esetében *Indiana Business Corporation Law - Indiana Code - 23-1-35-1, Chapter 35. Standards of Conduct for Directors, Standards of conduct; liability; reaffirmation of corporate governance rules; presumption, Sec. 1. (f) (g)* Elérhető: <http://www.in.gov/legislative/ic/2010/title23/ar1/ch35.pdf>,

¹³⁷⁹ A dolgozat II. fejezet 3.5. pontjában az Egyesült Államok tagállamaiban megtalálható, az egyéb érdekeltek érdekeit védő törvényi szabályozás bemutatása alapján készített összefoglaló, következtetés.

Fentiek alapján az Amerikai Egyesült Államok tagállamainak többsége az egyéb érdekeltke érdekeinek védelmében olyan messze is hajlandó volt elmenni, hogy hozzányúlt társasági jogának alapjaihoz, és gyökeresen új megközelítést alkalmazott. Ez pedig kiszakítja a társasági érdekszférák szemléletét a hagyományos menedzsment – részvényes kettősségből, és az egyéb érdekeltke széles körét emeli fel a „társaság legjobb érdekének” meghatározása során figyelembe vehető tényezőként. Újraértelmezik az igazgatótanácsoknak a társaság és a részvényesek irányában fennálló (*bizalmi*) kötelezettségeit, és lehetővé teszik az egyéb érdekeltke érdekeinek figyelembe vételét. Sőt, lehetőség van arra is, hogy az egyéb érdekeltke érdekeit akár a részvényesi érdek elé helyezték.¹³⁸⁰ Ennek kifejezett kimondásával pedig nem találkozhatunk az Európai Unió vállalatfelvásárlási jogában.

Az elmondottakat összegezve arra juthatunk, hogy az Európai Unió közösségi szintű szabályozása, illetve az Egyesült Államok szövetségi szintű szabályozása nagyjából hasonló jogokat biztosít az egyéb érdekeltke számára. Ezek jellemzően a saját, illetve a céltársaság sorsára vonatkozó információk megszerzésére (és esetlegesen álláspontjuk kifejtésére) korlátozódik. Az Európai Unió tagállamainak megközelítése saját jogalkotásukban sem lépett túl ezen a megközelítésen, és legfeljebb további információs/konzultációs jogokkal egészítette azt ki. Az Egyesült Államok tagállamainak többsége ugyanakkor merőben más megközelítést alkalmaz, és a vállalatfelvásárlási helyzetekre (vagy akár azon is túlmutatóan) kiterjesztette a vállalatban jelenlévő, és a vállalat vezetése által figyelembe vehető érdekeltkekről alkotott szemléletét. Ez pedig nagyobb teret enged a vállalatfelvásárlások során az egyéb érdekeltkeérdekeinek figyelembe vételére, mint ahogy az Európában megfigyelhető volt.

¹³⁸⁰ Lásd erre vonatkozóan kifejezetten

IV. Fejezet

Záró következtetések

1. A felelős társaságirányítás megközelítése az Egyesült Államokban és Európában

Az Egyesült Államokban alapvetően érvényesül a felelős társaságirányítás és társasági jog rendszerében a részvényesi érdekek elsődlegességét valló elmélet.¹³⁸¹ Az 1970-es évektől kezdődően ugyanis ez a meghatározó elmélet a nyilvánosan működő vállalatok működésének céljáról az angolszász államokban.¹³⁸² A részvényesi érdekek elsődlegességét valló elmélet alapján a társaságok vezetőinek döntéseiket kizárólag a részvénytulajdonosok javára figyelemmel kell meghozniuk. Az elméletet jól összefoglalja azon axióma, hogy a társaság egyedüli célja a profit maximalizálása, illetve, hogy a vállalat menedzsmentjének célja a részvényesi jólét maximalizálása.¹³⁸³ Ezzel párhuzamosan a jellemzően szórt részvényesi struktúrával rendelkező Egyesült Államokban a felelős társaságirányítás központi kérdése a vállalat feletti tulajdonlás és irányítás elválasztásából adódó érdekkonfliktus kezelése.¹³⁸⁴ Így annak biztosítása, hogy a vállalat menedzserei a számukra biztosított széles hatáskört csak a részvényesek előnyére használják.¹³⁸⁵ Ennek egyik kulcsa pedig az érdekek megfelelő összhangja, a helyes ösztönzési rendszer.¹³⁸⁶ Másik jelentős eszköze például a vállalatfelvásárlások jelenléte, a vállalatok irányításáért való versengés. A lehetőségeihez képest alacsony részvényárat felvonultató vállalatot ugyanis – elméletileg – vállalatfelvásárlások célozzák meg.¹³⁸⁷ Az Egyesült Államokban a munkavállalók és egyéb

¹³⁸¹ Lásd SPRAGUE, Robert, Lyttle, Aaron J., *Shareholder Primacy and the Business Judgment Rule: Arguments for Expanded Corporate Democracy*, Stanford Journal of Law, Business & Finance, Vol. 16. Issue 1. (2010) 3. old.

¹³⁸² Lásd KEAY, Andrew, *Shareholder Primacy in Corporate Law: Can It Survive - Should It Survive*, European Company and Financial Law Review, Vol. 7. Issue 3. (2010) 370., 374. old.

¹³⁸³ Lásd SPRAGUE, Robert, Lyttle, Aaron J., *Shareholder Primacy and the Business Judgment Rule: Arguments for Expanded Corporate Democracy*, Stanford Journal of Law, Business & Finance, Vol. 16. Issue 1. (2010) 4-5. old.; KEAY, Andrew, *Shareholder Primacy in Corporate Law: Can It Survive - Should It Survive*, European Company and Financial Law Review, Vol. 7. Issue 3. (2010) 379. old.

¹³⁸⁴ Lásd BENFIELD, Robert E., *Curing American Managerial Myopia: Can the German System of Corporate Governance Help*, Loyola of Los Angeles International and Comparative Law Journal, Vol. 17. Issue 3. (1995) 619-620. old.

¹³⁸⁵ Lásd BRATTON, William W., *Shareholder Primacy's Corporatist Origins: Adolf Berle and the Modern Corporation*, Journal of Corporation Law, Vol. 34. Issue 1. (2008) 107-108. old.

¹³⁸⁶ Lásd HILL, Jennifer, YABLON, Charles M., *Corporate Governance and Executive Remuneration: Rediscovering Managerial Positional Conflict*, University of New South Wales Law Journal, Vol. 25. Issue 2. (2002) 295. old.

¹³⁸⁷ Lásd GELTER, Martin, *Dark Side of Shareholder Influence: Managerial Autonomy and Stakeholder Orientation in Comparative Corporate Governance*, Harvard International Law Journal, Vol. 50. Issue 1. (2009) 130. old.

érdekeltek nem képesek befolyásolni közvetlenül a vállalat stratégiai döntéseit.¹³⁸⁸ Szintén gyakran hangsúlyozott probléma az amerikai felelős társaságirányítási rendszerben, hogy önkényesen rövid távú célkitűzések követésére készíti a vállalatok vezetését.¹³⁸⁹

Az Európai Unióban, és különösen a kontinentális Európában (tehát az Egyesült Királyságot nem ide sorolva) viszont hagyományosan túl szűknek ítélik a felelős társaságirányítás amerikai felfogását. Elterjedt nézet, hogy Európában a felelős társaságirányítás nem a részvényeseknek a vállalat vezetésével szemben fennálló jogaira helyezi a legfőbb hangsúlyt. Hanem fontos kérdésként szerepelnek a közösségnek a társasággal szemben fennálló jogai is. Így Amerikában a felelős társaságirányítás főként arról szól, hogy miként ellenőrzik a részvényesek a vállalatok vezetését a részvényesi profit érdekében. Míg Európában jóval gyakrabban van a felelős társaságirányításnak olyan vetülete, hogy a társaságot a társadalom (is) ellenőrzés alatt tartja a társadalmi jólét érdekében. Így – Salacuse¹³⁹⁰ professzor megfigyelése szerint – míg Amerikában törekedtek elválasztani a felelős társaságirányítás és a vállalati társadalmi felelősségvállalás (*corporate social responsibility*) kérdéseit, Európában – az eddigi tapasztalatok alapján – inkább összevonják e két témát a helyes társaságirányításról és annak szabályozásáról folytatott párbeszédben.¹³⁹¹ Például Németországban és a német felelős társaságirányítási rendszert alapul vevő uniós tagállamokban jellemzően nagyobb védelmet nyújtanak a munkavállalói, hitelezői és az ezen túlmutató egyéb érdekelti csoportok érdekeinek.¹³⁹² Ezért Németország és Nyugat-Európa felelős társaságirányítási rendszere az egyéb érdekelti érdekek által jelentős mértékben orientált.¹³⁹³ E rendszer ismertetőjegye az ún. együttes döntéshozatali rendszer (*codetermination*), melyben a munkavállalók védelmét a társaság szervezeti rendszerében való részvétel biztosítja. A kétszintű irányítási rendszerben a társaság irányítását, mindennapi ügyeinek intézését az igazgatóság látja el. Míg az ellenőrzési funkciót – a munkavállalók jelentős szerepvállalásával működő – felügyelőbizottság végzi.

¹³⁸⁸ Lásd JACKSON, Katherine V., *Towards a Stakeholder-Shareholder Theory of Corporate Governance: A Comparative Analysis*, Hastings Business Law Journal, Vol. 7. Issue 2. (2011) 312. old.

¹³⁸⁹ Lásd BENFIELD, Robert E., *Curing American Managerial Myopia: Can the German System of Corporate Governance Help*, Loyola of Los Angeles International and Comparative Law Journal, Vol. 17. Issue 3. (1995) 624-625. old.

¹³⁹⁰ Jeswald W. Salacuse a Tufts University The Fletcher School of Law and Diplomacy kereskedelmi jog professzora.

¹³⁹¹ Lásd SALACUSE, Jeswald W., *Corporate Governance, Culture and Convergence: Corporations American Style or with a European Touch*, European Business Law Review, Vol. 14. Issue 5. (2003) 35., 38. old.

¹³⁹² Lásd SHU-ACQUAYE, Florence, *Corporate Governance Issues: United States and the European Union*, Houston Journal of International Law, Vol. 29. Issue 3. (2007) 617. old.; SALACUSE, Jeswald W., *Corporate Governance, Culture and Convergence: Corporations American Style or with a European Touch*, European Business Law Review, Vol. 14. Issue 5. (2003) 38. old.

¹³⁹³ Lásd LICHT, Amir N., *The Maximands of Corporate Governance: A Theory of Values and Cognitive Style*, Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 29. (2004) 734-735. old.

Németország mellett jelentős a munkavállalói részvétel Ausztria, Dánia, Luxemburg, Hollandia és Svédország szabályozásában. Franciaországban, Írországban, Portugáliában és az Európai Unió számos más tagországában szintén a felelős társaságirányítási rendszer fontos részét képezi a munkavállalói részvétel.¹³⁹⁴

2. Következtetések

Fentieket azonban nem tükrözik vissza a jelen dolgozatban tett megállapítások. A részvényesi érdekeket ugyanis az Európai Unió közösségi szintű és tagállami szintű szabályozása egyaránt számottevően hatékonyabb védelemben részesíti, mint az Egyesült Államok szövetségi vagy tagállami szinten megismert szabályozása. A céltársaság részvényesei számára hátrányos vállalatfelvásárlási technikákkal szemben az európai vállalatfelvásárlási irányelv (és különösen annak kötelező nyilvános vételi ajánlattételi szabálya) az amerikai szövetségi szintű szabályozást (*Securities and Exchange Act*) jóval meghaladó garanciákat biztosít. És bár az Egyesült Államok tagállamai a céltársaságok részvényeseinek védelmében számos esetben sokrétű és szerteágazó jogi megoldásokat alakítottak ki (véltetően épp a szövetségi jogalkotás e hiányosságát kiküszöbölendő), azok közül csak a leghatékonyabb mechanizmusokat (együttesen) felvonultató tagállamok szabályozási megoldásai mérhetőek hatásában a vállalatfelvásárlási irányelv által Európában biztosított minimum-garanciához. De természetesen az Európai Unió tagállamai a vállalatfelvásárlási irányelv szabályozásán túlmenően is törekednek saját jogalkotásukkal további védelmet biztosítani a honos vállalataikba befektető részvényesek számára (mely például a méltányos ajánlati ár kiszámítására, illetve a kötelező vételi ajánlat megtételét maga után vonó befolyásszerzési küszöbérték körültekintő meghatározására törekvő szabályozásban ölt testet), így ez még tovább növeli az európai szabályozási megoldások erejét.

A céltársaság igazgatótanácsa és részvényesei között kialakuló érdekellentétet (hiszen míg ebben az esetben az igazgatók elsősorban pozíciójuk megtartásában, addig a céltársaság részvényesei a felvásárlás során elérhető profitban érdekeltek) is a céltársaság részvényesei szempontjából jóval megnyugtatóbban rendezte az Európai Unió vállalatfelvásárlási irányelve, mint ahogy azt az Egyesült Államok szabályozásában megfigyelhetjük. Az Európai Unió ugyanis a vállalatfelvásárlásokat alapvetően előnyös tőkepiaci ügyleteknek tartja, és a vállalatfelvásárlási irányelvben az ún. semlegességi (*neutralitási*) szabályban határozza meg az

¹³⁹⁴ Lásd LICHT, Amir N., *The Maximands of Corporate Governance: A Theory of Values and Cognitive Style*, Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 29. (2004) 734-735. old.

igazgatók által követendő magatartást. Így a céltársaság vezetése nem tehet a részvényesek hozzájárulása nélkül védekező intézkedéseket a vállalatfelvásárlási ajánlatok megakadályozására (kivéve az ún. rivális ajánlatok keresését). Így nem képes a részvényesek hozzájárulása nélkül megakadályozni egy – a részvényesek szempontjából potenciálisan jelentős haszonnal kecsegtető – vállalatfelvásárlási ügyletet. Bár e szabály alkalmazása alól ki lehet szerződni a tagállamoknak, a szabályozás egyértelműen kijelöli ebben a tekintetben az Európai Unió által követendőnek tartott irányt. Szintén fontos, hogy az Európai Unió tagállamainak többsége elfogadta a semlegességi szabály alkalmazását (kivéve Belgium, Dánia, Németország, Magyarország, Luxemburg, Hollandia és Lengyelország). Az Egyesült Államokban ugyanakkor nem érvényesül hasonló szabályozás a menedzsment magatartására vonatkozóan, sem szövetségi, sem tagállami szinten. E területet elsősorban csak a bírói gyakorlat szabályozza (az igazgatók magatartására irányadó szabályok értelmezésével). Sőt, a vállalatfelvásárlásokra inkább, mint „fenyegetésként” történik hivatkozás. Az igazgatótanács vállalatfelvásárlási helyzetben tanúsítandó helyes magatartása tekintetében kialakult bírói gyakorlat (*Delaware* állam mérvadónak számító gyakorlata) alapján a vállalatfelvásárlások által jelentett fenyegetés felmérése, és az erre adott ésszerű válasz (védekezés) az igazgatótanácsok kötelezettségének része. Ezzel párhuzamosan jelentős döntési jogkört kapnak a vállalatfelvásárlásokkal szembeni védekezésre. Ez tulajdonképpen egészen addig terjed, amíg jóhiszeműen járnak el ésszerű vizsgálat alapján, és az elfogadott intézkedések nem tekinthetők „drákóinak” (lásd *Unitrin*).¹³⁹⁵

Így az Európai Unióban a céltársaság részvényeseinek érdekeit az amerikai szabályozási megoldásokon jóval túlmutató garanciák védik. A részvényesi érdekek erőteljes (még az Egyesült Államokban tapasztalható szintet is jóval meghaladó) védelme pozitív sajátossága az Európai Unió szabályozásának. Hozzásegít a befektetői bizalom, a befektetéseknek kedvező tőkepiaci környezet kialakításához, továbbá minimalizálja vállalatfelvásárlási helyzetben azt a kockázatot, melynek a céltársaság részvényesei ki lehetnek téve. Ez vonzónak bizonyulhat a befektetők számára, hiszen a befektetésükhöz kapcsolódó hozam e jelentős konfliktusokat hordozó ügyletek esetében is biztosítva van. Az alacsonyabb befektetői kockázat pedig a befektetési döntések mérlegelésénél mindenképp pozitív tényező, és csökkenti az európai vállalatoknak a növekedéshez szükséges tőke megszerzésének költségét. Így dolgozatomban az Európai Unió részvényeseket védő szabályozásával kapcsolatban nem látom értelmét kritikai észrevétel megfogalmazásának az Egyesült Államok szabályozásával való

¹³⁹⁵ Lásd MAGNUSON, William, *Takeover Regulation in the United States and Europe: an Institutional Approach*, *Pace International Law Review* (2009/tél) 216. old.

összehasonlítás alapján. Még azt a megközelítést sem tekintem helytállónak, mely a megfelelő szintű harmonizáció hiányát, és az ún. *level playing field* megteremtésének elmulasztását kéri számon a vállalatfelvásárlási irányelven.¹³⁹⁶ Így például, hogy nem határoz meg egy olyan egységes befolyásszerzési küszöbértéket, melynek mindenképp ki kellene váltania a kötelező ajánlattételi szabály érvényesülését.¹³⁹⁷ Ugyanis az Egyesült Államok szabályozási megoldásait (a *Securities and Exchange Act* rendelkezéseit, a komplex és szerteágazó tagállami jogalkotási megoldásokat, és a bírói gyakorlatot) megvizsgálva megállapíthatjuk, hogy a vállalatfelvásárlási irányelv által meghatározott európai szabályozási modell (mind a vállalatfelvásárlási irányelvben megjelenő szabályozás, mind annak a tagállamokban való érvényesülése tekintetében) jóval egységesebb, harmonizáltabb képet mutat. Így véleményem szerint nem ebben az irányban kell keresnünk az európai szabályozás hiányosságát. Hanem inkább abban a megközelítésében, hogy a kontinentális Európa vállalati kultúrájának hagyományával szemben az egyéb érdekeltek érdekei csak igen korlátozott mértékben jelennek meg a vállalatfelvásárlási irányelvben. A vállalatfelvásárlások ugyanis jelentős érdekkonfliktusokat hordoznak az egyéb érdekeltek szempontjából is. És amíg a részvényesi érdekek igen komoly garanciákat kapnak az Európai Unió vállalatfelvásárlási irányelvében, addig az egyéb érdekeltek érdekeinek megjelenése túlon túl szerény és erőtlén.

Az irányelv az egyéb érdekeltek érdekei közül a munkavállalókat emeli ki nevesítve. Érdekeiket jórészt a vállalat jövőjéről, saját sorsukról számukra biztosított információkkal törekszik védeni. Ugyanakkor még a pontos, megbízható információszolgáltatás betartására sem kötelezi valós előírás vagy szankció az ajánlattevőt. A munkavállalók továbbá közvéleményük (amennyiben szükségesnek látják) a céltársaság ügyviteli/irányító szervének az ajánlatról készített jelentéséhez csatolva az ajánlatnak a foglalkoztatottságra gyakorolt hatásaira vonatkozó különvéleményüket. Ennek bármilyen mértékű figyelembe vételére azonban szintén semmilyen garancia nincs. A munkavállalói képviselő intézményét alkalmazó tagállamokban pedig a munkavállalói képviselők szintén részt vehetnek a felügyelőbizottság ajánlattal kapcsolatos álláspontjának megfogalmazásában. A munkavállalók, és az egyéb érdekeltek további csoportjainak védelme szempontjából kiemelt szerep hárulna az irányelv 3 cikk (1) c) –ben szereplő általános elvnek. Ez alapján a céltársaság ügyviteli vagy irányító szervének a társaság, mint egész érdekében kell eljárnia. A problémát egyrészt az jelenti, hogy ugyanez a c) pont tartalmazza, hogy a céltársaság

¹³⁹⁶ Lásd EDWARDS, Vanessa, *The Directive on Takeover Bids –Not Worth the Paper Its Written On*, European Company and Financial Law Review, Vol. 1. Issue 4. (2004) 416-439. old.

¹³⁹⁷ Lásd EDWARDS, Vanessa, *The Directive on Takeover Bids –Not Worth the Paper Its Written On*, European Company and Financial Law Review, Vol. 1. Issue 4. (2004)

ügyviteli vagy irányító szerve nem tagadhatja meg az értékpapír birtokosaitól az ajánlat érdemi megítélésének lehetőségét. A két rendelkezés némiképp ellentmond egymásnak, bár ezt feloldják az irányelv konkrét rendelkezései, melyek vitathatatlanul ez utóbbi általános elv érvényesülésének engednek teret. Az irányelv 9. cikk (2) bekezdése ugyanis a vállalatfelvásárlások során semlegességre kötelezi a céltársaság vezetését, így részvényesi felhatalmazás hiányában nem tehetnek semmilyen releváns lépést a vállalatfelvásárlás megakadályozására, még ha ez szolgálná is a társaság, mint egész érdekét. Bár a semlegességi szabály alkalmazása alól lehetséges kiszerezni, a tagállamok többsége mégis alkalmazza azt. Ezek esetében pedig egyértelműen eldőlt, hogy a semlegességre kötelezett igazgatótanács nem léphet fel a társaság, mint egész érdekében (kivéve természetesen, ha megkapja erre vonatkozóan a részvényesek előzetes felhatalmazását). A semlegességi szabályból kiszerezhető államok esetében pedig egy további megoldásra váró probléma is fellép. Mit tekint konkrétan az irányelv a „társaság, mint egész érdekébe” tartozónak? Erre a szabályozásból csak távoli következtetés vonható le, mely nem lenne elégséges alapja a beavatkozásnak. A semlegességi szabály alkalmazása alól kiszerezhető tagállamok általános társasági jogi szabályozása még biztosíthatna – az egyes tagállamok esetében – kiindulási alapot a „társaság érdeke” fogalom meghatározásához, azonban (mint láthattuk) ezek sem kellően részletesek. Így a „társaság érdekére” hivatkozva csak meglehetősen óvatos beavatkozási lehetősége lehet a vállalat vezetésének.

Amerikában szövetségi szinten a *Securities and Exchange Act* felhatalmazása alapján a *Securities and Exchange Commission* szabályozása biztosítja a munkavállalók számára az ajánlat rájuk, illetve céltársaságra gyakorolt hatásaira vonatkozó információk megszerzését.

Az Egyesült Államok szövetségi szintű szabályozása ezzel párhuzamosan nem ír elő semlegességet a céltársaság vezetésének, így lehetőségük van fellépni a károsnak, hátrányosnak ítélt vállalatfelvásárlási ajánlatokkal szemben. A tagállamok többsége (*Subramanian Guhan* 2002-es tanulmánya szerint mindösszesen 31) hatályba léptetett olyan szabályozásokat, melyek kifejezetten felhatalmazzák az igazgatótanácsokat az egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vételére. Ezek részletesen meghatározzák az egyéb érdekelték körét, többségében előremutatón átfogó definíciót biztosítva. Ez pedig az egyéb érdekelték érdekeinek védelmében az európai megoldáshoz képest új dimenziót jelent. Az Egyesült Államok többi tagállamában pedig az ide vonatkozó *Delaware* bírói gyakorlat adhat útmutatást (*Delaware* állam ugyanis nem fogadott el az egyéb érdekelték védelmében tagállami törvényt). Ez alapján is lehetséges az egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vétele, ha az racionális kapcsolatot mutat a részvényesi érdekekkel. Így mindent összevetve

azt láthatjuk, hogy a részvényesi érdekek elsődlegességét kiindulási alapul tekintő Egyesült Államok társaságokra vonatkozó szabályozása (figyelembe véve a szövetségi és tagállami szintű szabályozást) komolyabb teret enged a vállalatfelvásárlások során az egyéb érdekeltek védelmének, mint a közösségi érdekek fontosságát hangsúlyozó Európa. Ezzel párhuzamosan pedig az Európai Unió szabályozása komolyabb garanciákat nyújt a részvényesi érdekek védelmében, mint ahogy ezt az Egyesült Államok esetében megfigyeltük. Ezzel kapcsolatban még a *The Takeover Bids Directive Assessment Report* is megjegyzi, hogy a vállalatfelvásárlási irányelvvel az európai szabályozás részvényes-orientáltabbá vált.¹³⁹⁸

3. De figyelmet kell-e egyáltalán fordítanunk az egyéb érdekeltekre a vállalatfelvásárlások szabályozása során?

Erre a következtetésre jutva ismét csak fel kell tennünk a kérdést: vajon helyes-e ilyen erőteljesen biztosítani a részvényesi érdekek védelmét, míg az egyéb érdekeltekre csekély figyelem fordítódik? A társaságok működési célja kizárólagosan a részvényesi érdekek (profit) szolgálata, vagy ezen túlmutatóan más érdeket is figyelembe kell venni irányításuk során? És itt vissza is kanyarodnék dolgozatom bevezetőjéhez. *Adolf A. Berle* professzor 1931-ben a *Harvard Law Review* hasábjain megjelent *Corporate Powers as Powers in Trust* című tanulmányának, illetve a következő évben *Gardiner C. Means* professzorral közösen írt (és a felelős társaságirányítás modern tudományának alapműveként elismert) *The Modern Corporation and Private Property* könyvének egy alapvető fontosságú megállapítása, hogy a részvényesek a társaságok tulajdonosai, és a társaságoknak az ő érdekeiket kell szolgálniuk. Ebben a megállapításban pedig benn rejlik a részvényesi érdekek elsődlegességét (ha nem éppen kizárólagosságát) hangoztató elmélet fontos alaptézise. Viszont már ezzel egyidőben megjelent azon álláspont, mely nem volt hajlandó elfogadni a részvényesi érdekek ilyen meghatározó, kizárólagos szerepét. Ennek megfogalmazása *E. Merrick Dodd*¹³⁹⁹ professzor nevéhez fűződik. A professzor egyetértett *Berle* olyan jogi szabályozás kialakítását szükségesnek látó megközelítésével, mely hatékonyabban elejét veszi, hogy a vállalat vezetése a saját maga számára átcsoportosítsa a profitot a részvényesek zsebéből. Ezzel párhuzamosan viszont nem tartotta szerencsésnek azon nézőpont erőteljes hangsúlyozását, hogy a gazdasági társaságok kizárólag a részvényeseiknek való profitszerzés érdekében

¹³⁹⁸ Lásd *The Takeover Bids Directive Assessment Report*, 354. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

¹³⁹⁹ Edwin Merrick Dodd professzor, élt 1888-1951. A Washington and Lee University School of Law professzora.

léteznek. Inkább azzal a szemlélettel értett egyet, mely a gazdasági társaságot a gazdasági élet olyan intézményének tekinti, amelynek társadalmi szolgálatot, illetve profittermelő-feladatot egyaránt be kell töltenie.¹⁴⁰⁰ Érvelésében rámutat a gazdasági, társasági szerkezetben már ekkor meglévő azon sajátosságra, hogy az egyre fontosabb szerepet betöltő gazdasági társaságok olyan tulajdonosok kezében vannak, akik nem vesznek részt ügyeik vitelében, gyakran még nem is látták, mely vagyonelemek termelik számukra a hasznot. Véleménye szerint pedig azt a részvényt, akinek kapcsolata a társasággal az osztalék kivételében kimerül, kevés eséllyel tölti el a köz szolgálatára irányuló szakértő szellem. Így egyre inkább nemcsak az érződik, hogy az üzleti tevékenységnek felelőssége van a társadalom felé. Hanem az is, hogy a társaságokat irányító vállalati vezetőknek, menedzsereknek önkéntesen, és a jogi kényszer kivárása nélkül kell kezelniük ezt olyan módon, hogy megfeleljenek e kötelezettségeknek.¹⁴⁰¹ A professzor idézte *Owen D. Young* ma is érvényesnek ható szavait, mely szerint a kapitalizmus megvédésének egyetlen módja azon vezetésen keresztül lehetséges, mely elfogadja a társadalmi felelősséget, és megfelel az emberek nagy többségének józan igényeinek.¹⁴⁰² *Dodd* professzor szerint a társaság – mely a társadalom gazdasági szervezete – csak egy bizonyos feltételes értelemben magántulajdon, és a társadalom helyesen követelheti, hogy oly módon folytassa tevékenységét, mely óvja a hozzá kapcsolódó érdekeket, így akár a munkavállalókét, akár a fogyasztókét. Igaz ez még akkor is, ha ez által a tulajdonosaik vagyoni jogai megrövidítésre kerülnek.¹⁴⁰³ Természetesen ez az álláspont merőben különbözött *Berle* professzornak a részvényesi érdekek köré szerveződő nézőpontjával, így a két professzor lefolytatta a felelős társaságirányítás e fontos kérdése köré szerveződő első tudományos diskurzust. Több tanulmányban fejtették ki saját érveiket, illetve az eltérő nézőponttal szembeni ellenérveiket. A vita azonban már ekkor, a felelős társaságirányítás modern korszakának hajnalán eldőlt a két elmélet viszonyáról, bár *Dodd* professzor ezt 1951-ben, autóbalesetben bekövetkező halála miatt¹⁴⁰⁴ már nem érthette meg. *Berle* professzor 1962-ben, a *Columbia Law Review* hasábjain megjelent *Modern Functions of the Corporate System* című tanulmányában ugyanis árnyalta saját korábbi, a részvényesi érdeket és profitot középpontba állító nézőpontját. Arra utal ugyanis, hogy *Dodd* professzorral

¹⁴⁰⁰ Lásd DODD, E. Merrick, *For Whom Are Corporate Managers Trustees?* Harvard Law Review, Vol. 45. Issue 7. (1932) 1147-1148. old.

¹⁴⁰¹ Lásd DODD, E. Merrick, *For Whom Are Corporate Managers Trustees?* Harvard Law Review, Vol. 45. Issue 7. (1932) 1153-1154. old.

¹⁴⁰² Lásd DODD, E. Merrick, *For Whom Are Corporate Managers Trustees?* Harvard Law Review, Vol. 45. Issue 7. (1932) 1155-1156. old.

¹⁴⁰³ Lásd DODD, E. Merrick, *For Whom Are Corporate Managers Trustees?* Harvard Law Review, Vol. 45. Issue 7. (1932) 1162. old.

¹⁴⁰⁴ Lásd <http://law2.wlu.edu/faculty/profiledetail.asp?id=368>

folytatott vitájában csak azért helyezkedett a már ismertetett álláspontra, mert tartott a vállalati vezetők „szociális államférfiként”, vagy egyetemek számára adományozóként, illetve hasonló filantróp tevékenységet végző szereplőként való megjelenésétől. Ennek oka viszont nem az volt, hogy ellenezte e tevékenységek elvégzését. Hanem abbéli meggyőződése, hogy a vállalati menedzsmentek nem különösebben képzettek e feladat ellátásához. E tevékenységek ellátása során pedig óhatatlanul is visszatérhetnek klasszikus profit-termelő funkciójukhoz, ami azt eredményezné, hogy e tevékenységeket rosszul – vagy még rosszabbul – látnák el. Utalt arra is, hogy az események és a társaságok világa a vitát Dodd professzor javára döntötte el.¹⁴⁰⁵ Szintén számos érdekes megállapítást olvashatunk Berle professzortól e tanulmányában, mely a vállalatok létcélját érintő korábbi vélekedését jelentősen árnyalja. Először is rámutat arra, hogy a *The Modern Corporation and Private Property* című művükben Means professzorral kifejtették, hogy a tulajdon folyamatos mozgásban van, és a klasszikus gazdasági logika nem érvényesül ebben a tekintetben. És megfigyelése szerint 1962-ben még kevésbé érvényesült, mint 1932-ben. Ennek oka pedig, hogy a passzív tulajdon – mely olyan tulajdon, ami elválik a tulajdonlás bárminemű felelősségétől, melynek értéke a nélkül növekszik, vagy éppen csökken tulajdonosának kezében, hogy bármilyen kapcsolatban állna annak kockázatvállalásával, munkájával vagy törekvésével – túlélté azt a gazdasági létjogosultságot, mely életet adott neki. Ezért új filozófiai és gazdasági alapot kell keresnie.¹⁴⁰⁶ Szintén hangot adott annak a meggyőződésének, hogy amikor Means professzorral megállapították, hogy a társaságot pénzügyileg az azt „irányítók” érdekében működtethetik, legalább egy részét felismerték annak, ami „történik”. Nem azt, hogy a vállalatot „irányítók” (tehát a vállalati menedzsmentek) „tolvajokká” váltak; hanem pont az ellenkezőjét. Inkább eljutottak a vállalatot irányítók arra a felismerésre (talán, mint „üzleti államférfiak”), hogy az első számú igény az összegyűjtött profitra vonatkozóan a társaság saját igénye. Így például egy vasgyártó cég elsődleges kötelessége, hogy vasat gyártson, és az elegendő mennyiségben álljon rendelkezésre, hogy megfeleljen a közösség meglévő vagy előrelátható kívánalmainak. Ezek a szükségletek pedig elsőbbséget élveznek a passzív részvényesek bármely testületének osztalék-elvárásaihoz képest; – ahogy ennek valóban lennie kell.¹⁴⁰⁷ Ezek a gondolatok pedig

¹⁴⁰⁵ Lásd BERLE, Adolf A., *Modern Functions of the Corporate System*, *Columbia Law Review*, Vol. 62. Issue 3. (1962) 442-443. old.

¹⁴⁰⁶ Lásd BERLE, Adolf A., *Modern Functions of the Corporate System*, *Columbia Law Review*, Vol. 62. Issue 3. (1962) 448. old.

¹⁴⁰⁷ Lásd BERLE, Adolf A., *Modern Functions of the Corporate System*, *Columbia Law Review*, Vol. 62. Issue 3. (1962) 448-449. old.

egyértelműen a társasági érdek összetett szemlélete, és az egyéb érdekeltek, közösség szerepének fontossága mellett teszik le a voksot véleményem szerint.

A vállalatfelvásárlási tranzakciókra kivetítve a fenti megállapításokat, érdemes elgondolkodni *Means* professzor 1962-es megfigyelésén, aki a „passzív tulajdonlás” egyre nagyobb arányú szerepére hívta fel a figyelmet. És ami igaz volt több mint fél évszázaddal ezelőtt, hatványozottan igaz ma is. A tőzsdei részvénytársaságok világa, a piaci viszonyok iránya ugyanis egyre inkább e tulajdonlási forma irányába tolódik el. A tulajdonlás egyenes céljává jórészt a profit vált, elválasztva azt a tulajdonolt cég, illetve annak tevékenysége vagy jövője iránt érzett bármilyen felelősségtől. Ezzel párhuzamosan a tőke minden eddigénél könnyebben lép át határokat, a befektetések a világ bármely pontjáról történhetnek. A dolgozatomban bemutatottak alapján pedig a vállalatfelvásárlások jelentős azonnali hozamot biztosítanak a részvényeseknek, míg az egyéb érdekeltek, helyi közösségek számára potenciálisan kockázatot jelentenek. Amennyiben egy vállalatfelvásárlásokkal kapcsolatos szabályozási megoldás a részvényesi érdeket előtérbe helyezi, míg más érdekekre (az egyéb érdekeltek érdekeire) csekély hangsúlyt helyez, véleményem szerint az jelentősen elvéti a súlypontokat. Ugyanis a vállalatfelvásárlás részvényeseknél jelentkező előnyei globálisan szétszóródnak a világ minden tájáról befektetők között. Az egyéb érdekelteket, a közösséget érintő kockázatai viszont helyben jelentkeznek. Ezt a megfigyelést még tovább súlyosbítja, hogy számos kutatás veti fel a vállalatfelvásárlások során a részvényesek számára allokkált felár forrásának problémáját. Például *Andrei Shleifer* és *Lawrence H. Summers* közgazdászprofesszorok úgy érvelnek, hogy az ellenséges vállalatfelvásárlások lehetővé teszik a részvényeseknek, hogy kisajátítsák az egyéb érdekeltek vagyonát (jólétét), és az ilyen vállalatfelvásárlások több értéket osztanak újra, mind amennyit teremtenek. Továbbá kiemelték, hogy az egyéb érdekeltektől (pl. munkavállalók, beszállítók) a részvényesek irányába megnyilvánuló értékátcsoportosítások a vállalatfelvásárlási prémium jelentős részét tehetik ki.¹⁴⁰⁸ Az ilyen ügyleteket pedig nem lehet sem kívánatosnak, sem hatékonyak minősíteni. A közgazdaságtan viszont gyakran beéri azzal, ha a vállalatfelvásárlások a *Kaldor/Hicks hatékonyság* értelmében bizonyulnak hatékonyak, tehát ha a nyertesek többet nyernek, mint a vesztesek veszítenek. Ez viszont ebben az esetben nem lehet a követendő cél. *John C. Coffee* professzor is pontosan megfogalmazta egyik okát: nevezetesen, hogy a vállalatfelvásárlás során nyertesek számánál mind helyi, mind nemzeti szinten nagyobb a vesztesek száma. A részvényesek ugyanis viszonylag kevesen vannak az egyéb érdekeltekkel

¹⁴⁰⁸ Lásd SHLEIFER, Andrei, SUMMERS, Lawrence H., Breach of Trust in Hostile Takeovers, in CORPORATE TAKEOVERS: CAUSES AND CONSEQUENCES (A. Auerbach ed. 1988). 33-56. old.

összehasonlítva.¹⁴⁰⁹ Ehhez a fenti megfigyelés alapján hozzátenném, hogy amíg a vesztesek jellemzően helyben vannak (helyi, nemzeti szinten), addig a nyertesek szétszórtnak a világon minden tájára. Így pedig a vállalatfelvásárlások szabályozásában a *Pareto hatékonyságot* kell célul kitűzni.¹⁴¹⁰ Olyan vállalatfelvásárlási tranzakciókat kell célul kitűzni, és a szabályozásnak olyan vállalatfelvásárlási tranzakcióknak kell elősegítenie, melyek megfelelnek a *Pareto hatékonyság* követelményének, azaz ha egy ilyen tranzakció során egyesek jobb helyzetbe kerülnek, míg mások nem kerülnek rosszabb helyzetbe.

Azon állásponttal szemben pedig, amely egy társaság (vagy vállalatvezetés) fegyelmezésében nélkülözhetetlennek tartja a gyakori ellenséges vállalatfelvásárlások hatásait, szembehelyezném azt a felvetést, mely szerint nem feltétlenül bölcs dolog ezt a feladatot olyan külső (akár) nemzetközi piaci erőkkel elvégeztetni, melyek nem veszik tekintetbe, és akár nem is kívánják a vállalatok működésének helyet adó közösségek jólétét.¹⁴¹¹

Amennyiben pedig e szabályozási irány megvalósításában a vállalati szektor hatékonysága és nyereségessége iránt érzett aggodalom tartana vissza bennünket, érdemes felidézni az ezzel kapcsolatos legújabb kutatási eredményeket. Különösen kiemelném *Aleksandra Kacperczyk*¹⁴¹² professzornak a *Strategic Management Journal* hasábjain 2009-ben megjelent, empirikus eredményeit bemutató tanulmányát. Ez a kutatás a vállalatfelvásárlásokkal szembeni védelem, az egyéb érdekeltek irányába megnyilvánuló vállalati figyelem és a hosszú távú részvényárfolyam kapcsolatát vizsgálta. Az egyéb érdekeltekkel szemben a vállalatok által tanúsított figyelem kapcsán a kutatásban tanulmányozott minta a *Kinder, Lydenberg, Domini & Co. (KLD)* társaság adataira épül. Összesen 878 társaság szerepel benne. Ennek részét képezik a *Standard & Poor's (S&P) 500* index vállalatai is. A kutatás 1991 és 2002 közötti adatokat használ. A kutatás nagy hangsúlyt helyez a *Delaware* államban az 1990-es évek közepén hozott bírósági határozatok következtében a vállalatoknak biztosított jelentősebb vállalatfelvásárlás elleni védettség hatásaira.¹⁴¹³ A kutatás eredményeit az alábbiakban összegezzük. A kutatásnak először sikerült kimutatnia a vállalatfelvásárlások elleni védettség pozitív hatását a vállalatok egyéb érdekeltekkel szemben tanúsított

¹⁴⁰⁹ Lásd COFFEE, John C., *Unstable Coalitions: Corporate Governance as a Multi-Player Game*, Georgetown Law Journal, Vol. 78. Issue 5. (1990) 1548. old.

¹⁴¹⁰ Lásd MCDANIEL, Morey W., *Stockholders and Stakeholders*, Stetson Law Review, Vol. 21. (1991) 129-130. old.

¹⁴¹¹ JOHNSON, Lyman, *State Takeover Statutes: Constitutionality, Community, and Heresy*, Washington and Lee Law Review, Vol. 45. (1988) 1054-1055. old.

¹⁴¹² Aleksandra Kacperczyk az MIT Sloan School of Management professzora.

¹⁴¹³ Lásd KACPERCZYK, Aleksandra, *With Greater Power Comes Greater Responsibility? Takeover Protection and Corporate Attention to Stakeholders*. Strategic Management Journal, Vol. 30. Issue 3. (2009) 267-271. old.

figyelmére. A kutatás során továbbá a vállalatok létcélját leíró két elmélet közvetlenül összehasonlításra került az ellenséges vállalatfelvásárlások viszonyában. A kutatás úgy találta, hogy a vállalatfelvásárlás elleni védelemmel rendelkező cégek menedzserei kiterjesztik az értékteremtéssel kapcsolatos koncepciójukat, mely korábban a részvényesek és a technikai (a társasággal közvetlen kapcsolatban álló) egyéb érdekelték (így a munkavállalók és fogyasztók) érdekeit részesítette előnyben. A hivatalban lévő menedzserek így kiterjesztették figyelmüket az olyan egyéb érdekelték körére is, akik csak közvetett kapcsolatban állnak a nyilvánosan működő részvénytársasággal. Ilyen érdekelték pl. a közösség vagy a természeti környezet. A kutatás továbbá kimutatta, hogy azok a társaságok, melyek kiterjesztik figyelmüket a társasággal csak közvetett kapcsolatban álló intézményi egyéb érdekeltékre is, magasabb részvényesi értéket tudnak felmutatni hosszú távon. Ezek az eredmények a szerző szerint egy lépést jelentenek a felelős társaságirányítás új szemléletének előmozdításában. Ez a szemlélet elkerüli a részvényesi érdekekre való szűk látókörű összpontosítást. Ehelyett pedig minden érdekelt érdekeinek kiegyensúlyozására irányuló szélesebb perspektívájú megközelítést alkalmaz a szervezet és a társadalom számára megvalósuló értékteremtés folyamatában.¹⁴¹⁴

4. Javaslatok

Fentiek tükrében véleményem szerint nem lehet kérdéses, hogy az Európai Unió szabályozási modelljének további fejlesztésére milyen irányba kell javaslatokat megfogalmazni. Az lenne Európához és társasági kultúrájához méltó, ha a részvényesi érdekeket védő szabályozás megtartásával párhuzamban, és azzal összhangban, kialakításra kerülne az egyéb érdekelték hatékonyabb védelme is. Ha nem csak utalás történe a szabályozás kialakítása során arra, hogy az (ellenséges) vállalatfelvásárlások előnyös tőkepiaci tranzakciók, hanem a szabályozás szintjén garanciák jelennének meg arra vonatkozóan, hogy a – szabályozás által egyébként jelentős garanciákkal védett – részvényesi érdekek nem az egyéb érdekelték rovására lesznek kiszolgáltatva. A vállalatfelvásárlási ajánlatok álláspontom szerint koránt sem ítéltetők meg egységesen előnyösen, sőt, az uniformizált megközelítés is alapvetően téves. Elég, ha a piaci és befektetői igények szempontjaira nagyon is nyitott *Delaware* állam bírósági gyakorlatát idézzük, mely nem ritkán lát „fenyegetést” a vállalatfelvásárlási ajánlatokban. Ebből, és az

¹⁴¹⁴ Lásd KACPERCZYK, Aleksandra, *With Greater Power Comes Greater Responsibility? Takeover Protection and Corporate Attention to Stakeholders*. Strategic Management Journal, Vol. 30. Issue 3. 271-280. old.

Egyesült Államok szabályozási megoldásaiból és bírói gyakorlatából, tapasztalatából is egyértelmű lehet számunkra, hogy a vállalati vezetők magatartása tekintetében sem formális (azaz minden esetben éppen semlegességet, vagy valamilyen uniformizált megközelítést előíró) szabályozásra van szükség, hanem tartalmi (tehát a vállalatfelvásárlási ajánlatok értékéhez igazodó) megítélésre. Ebből a szempontból az irányelv semlegességi szabályát opcionálissá tevő 12. cikkét inkább dicsérni kellene, mint kárhóztatni. Ugyanakkor ezzel párhuzamosan nem jelennek meg azok az érdekek, melyek védelmében a vállalat vezetése megakadályozhat egy vállalatfelvásárlási ajánlatot, - már ha erre a semlegességi szabályból való kiszereződés okán éppen lehetősége van az irányelv alapján. Ebben az esetben valószínűleg az irányelv 3. cikk (1) c) nyújthatna eligazítást, nevezetesen, hogy a „társaság, mint egész érdekében kell eljárnia”. Azonban ez a szabály is nélkülözi a konkrétumokat. A társaság érdekének meghatározását így konkrétan tartalmaznia kellene a vállalatfelvásárlási irányelvnek, hogy irányt szabjon a vállalat vezetése által követendő magatartásnak. A vállalatfelvásárlási helyzetekben a társaság érdekének meghatározásában, e fogalom tartalmának kialakításában pedig segítségünkre lehet egyrészt a felelős társaságirányítás modern tudományának a vállalatban jelenlévő érdekelti körről alkotott álláspontja, másrészt pedig az Amerikai Egyesült Államok tagállamainak jogalkotásában a társaság legjobb érdekének figyelembe vétele során megjelent tényezők. Nyilvánvalóan ide kell, hogy tartozzon a részvényesek érdeke. Érdemes kiemelni egyaránt a részvényesek hosszú távú és rövid távú érdekeit is (beleértve annak lehetőségét, hogy ezeket az érdekeket legjobban a társaság folyamatos függetlensége szolgálhatja). Az egyéb érdekelték érdekei között pedig indokolt lehet szerepeltetni a társaság munkavállalóinak, beszállítóinak, hitelezőinek és fogyasztóinak az érdekeit, az adott állam és a nemzet gazdaságát, valamint közösségi és társadalmi megfontolásokat. Álláspontom szerint egy ehhez hasonló átfogó definíciót kellene biztosítani az irányelvnek a „társaság, mint egész” érdekéről.

Amikor pedig meghatározásra került a fentiek alapján az irányelv által (és így a tagállamok nemzeti jogában is) „társaság, mint egész érdeke”, akkor a jelenleginél kiegyensúlyozottabban kell az annak érdekében való fellépés alapelvét összhangba hozni azzal a másik alapelvvel, mely szerint nem lehet megtagadni az értékpapír birtokosaitól az ajánlat érdemi megítélésének lehetőségét.¹⁴¹⁵ Így például ha a „társaság, mint egész” fogalomba tartozó egyes érdekek egyértelmű és jelentős sérelmet szenvednek (például az egyéb érdekelték), míg ezzel párhuzamosan mások előnyhöz jutnak (például a részvényesek), a semlegességi szabály nem

¹⁴¹⁵ Lásd 2004/25/EK irányelv 3. cikk (1) c)

szabad, hogy útját állja a beavatkozásnak. Mivel minden tranzakció egyedi (és így például éppen lehetséges, hogy az egyéb érdekeltet ért érdeksérelem hosszabb távon még nagyobb károsodástól menti meg e csoportot), így az Európai Unióban is indokolt lenne kialakítani azokat a komplex normákat, melyek logikus és átlátható módon keretet szabnak a tranzakciók egyedi megítélésének.

Fentiek megvalósításához először is az ajánlattevő által az ajánlatban biztosított információk, és ezen belül a társaság jövőbeli üzleti tevékenységére, a munkavállalók helyzetére vonatkozó információk (Lásd 2004/25/EK irányelv 6. cikk 3. i.) esetében látom szükségesnek előírni, hogy ebben a tekintetben is kötve legyen nyilatkozatához az ajánlattevő a vállalat felvásárlását követően középtávon (ennek kapcsán egy három-öt éves periódust tudok elképzelni).¹⁴¹⁶ Jelenleg ugyanis csak a részvényesek felé nyújtott információk, ajánlati feltételek (pl. felajánlott ellenérték, ajánlat elfogadására nyitva álló időszak, stb.) esetében nyilvánul meg ez a kötöttség. Továbbá szintén, tekintettel a vállalatban jelenlévő érdekeltk körének összetett értelmezésére, szükséges előírni, hogy az ajánlattevő adjon tájékoztatást az ajánlatnak a „társaság, mint egész” fogalom alá tartozó valamennyi érdekeltre gyakorolt hatásáról. Az ajánlat e részében ajánlattevőnek be kell mutatnia azt is, hogy miként fog a vállalatfelvásárlás valóban új értéket teremteni (akár egy csereügyletet követően a vállalatban maradó részvényesek számára, akár az egyéb érdekeltk és a közösség nézőpontjából). Ajánlattevő pedig ebben a tekintetben adott nyilatkozatához szintén kötve legyen a vállalat felvásárlását követően középtávon. Így az ajánlatnak a társasághoz kapcsolódó összes érdekeltre gyakorolt hatása (mind a részvényesi, mind az egyéb érdekeltkre gyakorolt hatása) megbízhatóan felmérhetővé válik.

Második lépésben a „társaság, mint egész érdeke”, illetve a részvények birtokosainak az ajánlat érdemi megítélésének lehetőségében megnyilvánuló érdeke közötti ésszerű kompromisszum a feladatunk. Ebben a tekintetben a német példát látom alkalmazhatónak. Németország ugyanis nem alkalmazza kötelezően az irányelv semlegességi szabályát, - hanem annál tágabb mozgásteret biztosít a vállalatok vezetésének.¹⁴¹⁷ A német

¹⁴¹⁶ Ehhez a megoldáshoz jelenleg leginkább az angol jogi szabályozás áll a legközelebb. Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report 190. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf. Az ajánlattevő nyilatkozatainak tekintetében a The Takeover Bids Directive Assessment Report is hangsúlyozza, hogy a szabályozás hiányosságokat mutat a közzététel precizitását, érvényességének világos meghatározását, illetve a kikényszeríthetőséget tekintve. Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 356. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

¹⁴¹⁷ Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 190. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

*Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG)*¹⁴¹⁸ ugyanis lehetővé teszi a társaságok igazgatóságainak, hogy az ajánlattételi szándék közzétételétől az ajánlat eredményének közzétételéig terjedő időszakban is lépéseket tegyenek az ajánlat megakadályozására, amennyiben erre felhatalmazást kapnak a felügyelőbizottságtól. Természetesen az olyan védekező intézkedések elfogadása, melyek alkalmazásához egyébként közgyűlési felhatalmazásra lenne szükség (pl. korábban el nem fogadott saját részvényszerzési program), továbbra is a közgyűlés jóváhagyásához kötöttek.¹⁴¹⁹

Fenti példa alapján olyan szabályozási modell kialakítását látom optimálisnak, mely alapvetően a részvényesi döntéshozatal talaján áll, így a vállalatfelvásárlásokkal szembeni védekező intézkedések elfogadásához közgyűlési felhatalmazás szükséges, tehát a semlegességi szabály továbbra is alkalmazandó. Amennyiben az ajánlattevő által közzétett (és immár kötelező érvényű) információk alapján a céltársaság felügyelőbizottsága/független igazgatótanácsi tagjai pedig arra az álláspontra helyezkednek, hogy az ajánlat nem szolgálja a „társaság, mint egész érdekét” (mérlegelve az e fogalom által lefedett érdekelték teljes körének érdekeit), biztosítani szükséges, hogy erre vonatkozó indokolt véleményének az ajánlatról szóló jelentésében való közzétételén túlmenően felhatalmazhassák az igazgatóságot/az operatív igazgatókat a társaság védekezésének megszervezésére, védekező intézkedések elfogadására. A felhatalmazás megadására vonatkozó érveket közzé kell tenni. Az így meghozott döntést az ajánlattevő – mint a céltársaság részvényese – a bíróság előtt vonhatja kétségbe, melynek – adott esetben – a jogi szabályozás alapján mérlegelnie kell a konkrét ajánlat viszonyát a „társaság, mint egész érdekéhez”.

A semlegességi szabály alkalmazásával, pontosabban alkalmazásának terjedelmével (hatályával) kapcsolatban felmerül, hogy az érvényesül-e az Európai Unión kívüli honosságú ajánlattevőkkel (melyek székhelye egy nem uniós tagállamban található) szemben is? Az irányelv a *level playing field* megteremtését eredetileg a tagállamok között tűzte ki célul, így hatálya ez alapján nem szükséges, hogy kiterjedjen az ilyen ügyletekre. Ezt alátámasztja az is, hogy az Európai Unió kívül számos jelentős jogrendszer (és tőkepiac) is engedélyezi a vállalatfelvásárlásokkal szembeni védekezéseket. Ez különösen szembetűnő az Egyesült Államok esetében, de jellemző Kanadára, Japánra és Ausztráliára is. Ezek az államok továbbá lehetőséget biztosítanak a rendkívül hatékony, ún. *poison pill* (méregpirula) védekezési

¹⁴¹⁸ "Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz vom 20. Dezember 2001 (BGBl. I S. 3822) Elérhető: http://www.gesetze-im-internet.de/wp_g/BJNR382210001.html

¹⁴¹⁹ Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz § 33. (A társaságok az Európai Unió vállalatfelvásárlási irányelvének semlegességi szabályába a §33a. alapján tudnak beszerződni, alapszabályuk ennek megfelelő megfogalmazásával/módosításával.)

módszer alkalmazására, mely hatékony védelmet nyújt a vállalatfelvásárlások ellen, a vállalati érték érintetlenül hagyása mellett.¹⁴²⁰ Tekintettel arra, hogy ezen államok szabályozása nem szándékozik vállalatait nyitottá tenni a vállalatfelvásárlásokkal szemben, ezek egyenlőtlenül előnyös helyzetbe kerülnének az európai vállalatokkal való viszonyukban, ha ajánlattevőként lépnek fel. Ilyen ajánlattevőkkel szemben viszont a céltársaság menedzsmentjének semlegességét fenntartani véleményem szerint nem indokolt, és ezt az irányelvnek is kimondottan rögzítenie kellene. Felmerülhetne még ilyen helyzetekben a reciprocitás (kölcsonösség) által biztosított kivétel alkalmazása, ugyanakkor – ahogy erre *Michel Menjucq* professzor rámutat – ebben az esetben sem egyértelmű a szabály közösségen túlmutató hatálya, vagyis hogy alkalmazható-e az Európai Unión kívüli honosságú ajánlattevőkkel szemben? Természetesen – fentiek alapján – csak azt a választ tarthatom elfogadhatónak, hogy a reciprocitási szabály alkalmazható velük szemben is. Azonban ezt szintén indokolt lenne egyértelműsíteni az irányelvben.¹⁴²¹ Így például egy olyan szabályozási megoldás támogatható lenne véleményem szerint, mely az Európai Unión kívüli ajánlattevőkkel szemben akkor enged teret a semlegességi szabály alkalmazásának, ha az ajánlattevő társaság hasonló rendelkezés hatálya alá esik, vagy elfogadott illet magára nézve.¹⁴²²

¹⁴²⁰ The Takeover Bids Directive Assessment Report Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

¹⁴²¹ MENJUCQ, Michel, *The European Regime on Takeovers*, *European Company and Financial Law Review*, Vol. 3. Issue 2. (2006) 232-233. old.

¹⁴²² v.ö. DAUNER-LIEB, Barbara, REINIER, Marco Lamandini, *The New Proposal of a Directive on Company Law Concerning Takeover Bids and the Achievement of a Level Playing Field* (European Parliament Working Paper, 2002) 57., 61. old. Elérhető (2015. január 12.): <http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/committees/juri/20030122/Study%20Takeover%20bids.pub.pdf>,

Irodalomjegyzék

1. AKERLOF, George A., The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84. No. 3. (1970)
2. ANJIER, John C., COMMENTS-Anti-takeover Statutes, Shareholders, Stakeholders and Risk, *Louisiana Law Review*, Vol. 51. Issue 3. (1991)
3. ARONS, Andrew D., In Defense of Defensive Devices: How Delaware Discouraged Preventive Measures in *Omnicare v. NCS Healthcare*, *DePaul Business and Commercial Law Journal*, Vol. 3. Issue 1. (2004)
4. BAINBRIDGE, Stephen M., The Politics of Corporate Governance, *Harvard Journal of Law and Public Policy*, Vol. 18. Issue 3. (1995.)
5. BAINBRIDGE, Stephen M., UNOCAL at 20: Director Primacy in Corporate Takeovers, *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 31. Issue 3. (2006.)
6. BALOTTI, Franklin, TRAVIS, Laster J., Professor Coates Is Right Now Please Study Stockholder Voting, *University of Miami Law Review*, Vol. 54. Issue 4. (2000.)
7. BARCLIFT, Z. Jill, Corporate Governance and CEO Dominance, *Washburn Law Journal*, Vol. 50. Issue 3. (2011)
8. BEBCHUK, Lucian Arye, COHEN, Alma & FERREL, Allen, Does the Evidence Favor State Competition in Corporate Law?, *California Law Review*, Vol. 90. Issue 6. (2002)
9. BEBCHUK, Lucian Arye, Federalism and the Corporation: The Desirable Limits on State Competition in Corporate Law, *Harvard Law Review*, Vol. 105. Number 7. (1992)
10. BEBCHUK, Lucian Arye, Limiting Contractual Freedom in Corporate Law: The Desirable Constraints on Charter Amendments, *Harvard Law Review*, Vol. 102. Issue 8. (1989)
11. BEBCHUK, Lucian Arye, The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers, *The University of Chicago Law Review*, Vol. 69. Issue 3. (2002)
12. BEBCHUK, Lucian Arye, The Case for Facilitating Competing Tender Offers, *Harvard Law Review*, Vol. 95. (1982)
13. BEBCHUK, Lucian Arye, The Case for Facilitating Competing Tender Offers: A Reply and Extension, *Stanford Law Review*, Vol. 35. Issue 1. (1983.)
14. BEBCHUK, Lucian Arye, The Case for Increasing Shareholder Power, *Harvard Law Review*, Vol. 118. Issue 3. (2005)
15. BEBCHUK, Lucian Arye, The Pressure to Tender: An Analysis and a Proposed Remedy, *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 12. Issue 3. (1987)
16. BEBCHUK, Lucian Arye, Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers, *Harvard Law Review*, Vol. 98. Issue 8. (1985)

17. BEBCHUK, Lucian Arye, Why Firms Adopt Antitakeover Arrangements, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 152. Issue 2. (2003)
18. BECHT, Marco (ECARES, Université Libre de Bruxelles & European Corporate Governance Institute): Current Issues in European Corporate Governance–Background Note Prepared for the Euro 50 Group Meeting on Corporate Governance European Investment Bank Luxembourg, 10 July 2003, Elérhető (2015. január 11.): http://www.ecgi.org/conferences/euro_500_becht.pdf
19. BECHT, Marco, BOLTON, Patrick, RÖELL, Ailsa: Corporate Governance and Control, European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper (2/2002) Elérhető (2010. augusztus 2.): http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=343461,
20. BENFIELD, Robert E., Curing American Managerial Myopia: Can the German System of Corporate Governance Help, *Loyola of Los Angeles International and Comparative Law Journal*, Vol. 17. Issue 3. (1995)
21. BERGLÖF, Erik, és BURKART, Mike, European Takeover Regulation, *Economic Policy* (2003/április) Elérhető (2014. december 20.): SSRN: <http://ssrn.com/abstract=405660> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.405660>
22. BERGSTRÖM, Clas, HÖGFELDT, Peter, MACEY, Jonathan R., SAMUELSSON, Per, The Regulation of Corporate Acquisitions: A Law and Economics Analysis of European Proposals for Reform, *Columbia Business Law Review*, Vol. 1995. Issue 2. (1995)
23. BERLE, Adolf A., Corporate Powers As Powers in Trust, *Harvard Law Review*, Vol. 44. Issue 7. (1931)
24. BERRAR, Carsten, Die Entwicklung der Corporate Governance in Deutschland im internationalen Vergleich (Baden-Baden, 2001)
25. BERRY, Wendell, Does Community Have a Value?, in *Home Economics*, North Point Press, (1987)
26. BEVERIDGE, Norwood P. Jr., The Corporate Director's Fiduciary Duty of Loyalty: Understanding the Self-Interested Director Transaction, *DePaul Law Review*, Vol. 41. Issue 3. (1992)
27. BHATTACHARYYA, Asish K., Public Enterprises – Corporate Governance and the Role of Government, (2005) Elérhető (2012. április 30.): http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=697381;
28. BICZI, Éva, Az új tőkepiaci törvény és a részvénytársaságok, *Cég és Jog*, 4. évf. 6. szám (2002)
29. BLACK, Bernard S., Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice, *University of California Law Review*, Vol. 39. Issue 4. (1992)
30. BLACK, Bernard S., The First International Merger Wave (and the Fifth and Last U.S. Wave), *University of Miami Law Review*, Vol. 54. Issue 4. (2000)

31. BLACK, Bernard, The Core Institutions that Support Strong Securities Markets, *Business Lawyer*, Vol. 55. Issue 4. (2000)
32. BOOTH, Richard A., State Takeover Statutes Revisited, *Michigan Law Review*, Vol. 88. Issue 1. (1989)
33. BÖCKLI, Peter, Konvergenz: Annäherung des monistischen und das dualistischen Führungs- und Aufsichtssystem, in *Handbuch Corporate Governance* (Szerk.: HOMMELHOF és mások, Köln, 2003)
34. BRADFORD, Steven C.: Stampeding Shareholders and Other Myths: Target Shareholders and Hostile Tender Offers, *Journal of Corporation Law*, Vol. 15. Issue 3. (1990.)
35. BRATTON, William W., Shareholder Primacy's Corporatist Origins: Adolf Berle and the Modern Corporation, *Journal of Corporation Law*, Vol. 34. Issue 1. (2008)
36. BROWN, Frank W., COMMENTS-Corporate Defenses to Takeover Bids, *Tulane Law Review*, Vol. 44. Issue 3. (1969-1970)
37. BRUDNEY, Victor, CHIRELSTEIN, Marvin A., Fair Shares in Corporate Mergers and Takeovers, *Harvard Law Review*, Vol. 88. Issue 2. (1974)
38. BRUDNEY, Victor, Contract and Fiduciary Duty in Corporate Law, *Boston College Law Review*, Vol. 38. Number 4. (1997)
39. BRUNER, Christopher M., Is the Corporate Director's Duty of Care a „Fiduciary Duty“? Does it Matter?, *Wake Forest Law Review*, Vol. 48. Issue 4. (2013)
40. CAI, Wei, Hostile Takeovers and Takeover Defences in China, *Hong Kong Law Journal*, Vol. 42. Part 3. (2012)
41. CAMPISI, P. Joseph Jr., *Edgar v. Mite Corp. and CTS Corp. v. Dynamics Corp. of America: A Subjective Look at State Takeover Legislation*, *Hofstra Law Review*, Vol. 18. Issue 1. (1989)
42. CARY, William L., Federalism and Corporate Law: Reflections upon Delaware, *Yale Law Journal*, Vol. 83. Number 4. (1974)
43. CHATTERJEE, Sayan, HARRISON, Jeffrey S., BERGH, Donald D., Failed Takeover Attempts, Corporate Governance and Refocusing, *Strategic Management Journal*, Vol. 24. Number 1. (2003)
44. CHATTERJEE, Sayan, Sources of Value of Takeovers: Synergy or Restructuring – Implications for Target and Bidder Firms, *Strategic Management Journal*, Vol. 13. (1992)
45. CHEFFINS, Brian R., Corporate Law and Ownership Structure: A Darwinian Link?, *University of New South Wales Law Journal*, Vol. 25. Issue 2. (2002)

46. CHEN, Li-Jiuan, Dr., The Defensive Measures in Case of Takeover under German Takeover Act and Delaware Corporate Law, *National Taiwan University Law Review*, Vol. 2. Issue 2. (2007).
47. CHOI, Stephen J., GUZMAN, Andrew T., Choice and Federal Intervention in Corporate Law, *Virginia Law Review*, Vol. 87. Issue 5. (2001)
48. CLARKE, David Jr., SCRIGGINS, L. P., Takeovers and the 1983 Maryland Fair Price Legislation, *Maryland Law Review*, Vol. 43. Issue 2. (1984.)
49. CLARKE, Donald C., Three Concepts of the Independent Director, *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 32. Issue 1. (2007)
50. COATES, John C., Empirical Evidence on Structural Takeover Defenses: Where Do We Stand?, *University of Miami Law Review*, Vol. 54. Issue 4. (2000)
51. COATES, John C., Note, State Takeover Statutes and Corporate Theory: The Revival of an Old Debate, *New York University Law Review*, Vol. 64. (1989)
52. COFFEE, John C., Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance, *Columbia Law Review*, Vol. 84. Issue 5. (1984.)
53. COFFEE, John C., Shareholders Versus Managers: The Strain in the Corporate Web, *Michigan Law Review*, Vol. 85. Issue 1. (1986.)
54. COFFEE, John C., The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and State in the Separation of Ownership and Control, *Yale Law Journal*, Vol. 111. Issue 1. (2001)
55. COFFEE, John C., The Uncertain Case for Takeover Reform: An Essay on Stockholders, Stakeholders and Bust-Ups, *Wisconsin Law Review*, Vol. 1988. Issue 3. (1988.)
56. COFFEE, John C., Unstable Coalitions: Corporate Governance as a Multi-Player Game, *Georgetown Law Journal*, Vol. 78. Issue 5. (1990)
57. COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT - Report on more stringent national measures concerning Directive 2004/109/EC on the harmonisation of transparency requirements in relation to information about issuers whose securities are admitted to trading on a regulated market, Brussels, 10.12.2008 SEC(2008) 3033 final, 6. old. (Box 1.) Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/report_measures_122008_en.pdf,
58. COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT – Report on the Implementation of the Directive on Takeover Bids, Elérhető (2010. június 23): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report_en.pdf
59. Communication from the Commission to the Council and the European Parliament, Modernising Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union- A Plan to Move Forward, Brussels, 21.5.2003 COM (2003) 284.

60. Completing the Internal Market: White Paper from the Commission to the European Council (Jun. 1985), Elérhető (2010. június 14.): http://europa.eu/documents/comm/white_papers/pdf/com1985_0310_f_en.pdf,
61. CONARD, Alfred F., Corporate Constituencies in Western Europe, *Stetson Law Review*, Vol. 21. Issue 1. (1991)
62. COURCHENE, Thomas J., Corporate Governance as Ideology, *Canadian Business Law Journal*, Vol. 26. Issue 2. (1996.)
63. CREMERS, Martijn K. J., NAIR, Vinay B., KOSE, John, Takeovers and the Cross-Section of Returns, *The Review of Financial Studies*, Vol. 22. No. 4. (2009)
64. DAUNER-LIEB, Barbara, REINIER, Marco Lamandini, The New Proposal of a Directive on Company Law Concerning Takeover Bids and the Achievement of a Level Playing Field (European Parliament Working Paper, 2002) Elérhető (2015. január 12.): <http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/committees/juri/20030122/Study%20Takeover%20bids.pub.pdf>,
65. DAVIES, Paul L., Board Structure in the UK and Germany: Convergence or Continuing Divergence? 15–16. old. Elérhető: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=262959> or DOI: 10.2139/ssrn.262959. Eredetileg megjelent: *International and Comparative Corporate Law Journal* (2001) Vol. 2.
66. DEMOTT, Deborah A., Comparative Dimensions of Takeover Regulation, *Washington University Law Quarterly*, Vol. 65. Issue 1. (1987)
67. DENNIS, Anthony J., Assessing the Fallout: Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc. and Delaware's Unocal Standard of Review, *The Journal of Corporation Law*, Vol. 17. Issue 2. (1992)
68. DENT, George W., Unprofitable Mergers: Toward a Market-Based Legal Response, *Northwestern University Law Review*, Vol. 80. Issue 4. (1986)
69. DIGNAM, Alan, Transplanting UK Takeover Culture: The EU Takeovers Directive and the Australian Experience, *International Journal of Disclosure and Governance*, Vol. 4. Issue 3. (2007)
70. DIPLOCK AO, Jane, Corporate Governance Post-Enron, *Waikato Law Review*, Vol. 13. (2005)
71. DODD, E. Merrick, For Whom Are Corporate Managers Trustees? *Harvard Law Review*, Vol. 45. Issue 7. (1932)
72. DU PLESSIS, Jean J.–GROßFELD, Bernhard–LUTTERMANN, Claus–SAENGER, Ingo–SANDROCK, Otto, *German Corporate Governance in International and European Context* (Springer-Verlag, Berlin–Heidelberg–New York 2007)
73. EASTERBROOK, Frank H., FISCHER, Daniel R., Auctions and Sunk Costs in Tender Offers, *Stanford Law Review*, Vol. 35. Issue 1. (1983.)

74. EASTERBROOK, Frank H., FISCHER, Daniel R., Corporate Control Transactions, Yale Law Journal, Vol. 91. Issue 4. (1982.)
75. EASTERBROOK, Frank H., FISCHER, Daniel R., The Corporate Contract, Columbia Law Review, Vol. 89. Issue 7. (1989)
76. EASTERBROOK, Frank H., FISCHER, Daniel R., The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer, Harvard Law Review, Vol. 94. Issue 6. (1981)
77. EASTERBROOK, Frank, FISCHER, Daniel, Takeover Bids, Defensive Tactics and Shareholder's Welfare, Business Lawyer, Vol. 36. Issue 5. (1981.)
78. EASTERBROOK, Frank, FISCHER, Daniel: Takeover Bids, Defensive Tactics and Shareholder's Welfare, Business Lawyer, Vol. 36. Issue 5. (1981.)
79. EDWARDS, Vanessa, The Directive on Takeover Bids –Not Worth the Paper Its Written On, European Company and Financial Law Review, Vol. 1. Issue 4. (2004)
80. EISENBERG, Melvin A, Board of Directors and Internal Control, Cardozo Law Review, Vol. 19. Issues 1-2. (1997)
81. ENRIQUES, Luca, The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive. Harmonization Without Foundation?, European Company and Financial Law Review, Vol. 1. Issue 4. (2004.)
82. ENRIQUES, Luca, VOLPIN, Paolo, Corporate Governance Reforms in Continental Europe, Journal of Economic Perspectives, Vol. 21. Number 1. (2007)
83. FALASCHETTI, Dino, Shareholder Democracy and Corporate Governance, Review of Banking and Financial Law, Vol. 28. Issue 2. (2009)
84. FERRARINI, Guido, MILLER, P. Geoffrey, A Simple Theory of Takeover Regulation in the United States and Europe, Cornell International Law Journal, Vol. 42. Issue 3. (2009)
85. FERRARINI, Guido, One Share – One Vote: A European Rule?, European Company and Financial Law Review, Vol. 3. Issue 2. (2006.)
86. FISCH, Jill. E., Imprudent Power: Reconsidering US. Regulation of Foreign Tender Offers, Northwestern University Law Review, Vol. 87. Issue 2. (1992–1993)
87. FITZGIBBON, Tiernan, An Analysis of the Takeover Code's Treatment of an Acquiring Company's Shareholders; Stealing From the Rich to Give to the Already Wealthy? King's Student Law Review, Vol. 2. Issue 2. (2010)
88. FRIEDMAN, Milton, The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits, N.Y. TIMES, Sept. 13, 1970, (Magazine)
89. GADÓ, Gábor, Társasági jogi reform Európában, Magyar Jog, 53. évf. 6. sz. (2006)

90. GARMS, Matthew R., Shareholder By-Law Amendments and the Poison Pill: The Market for Corporate Control and Economic Efficiency, *Journal of Corporation Law*, Vol. 24. Issue 2. (1999.)
91. GARRETT, Ray, Model Business Corporation Act, *Baylor Law Review*, Vol. 4. Issue 4. (1952)
92. GELTER, Martin, The Dark Side of Shareholder Influence: Managerial Autonomy and Stakeholder Orientation in Comparative Corporate Governance, *Harvard International Law Journal*, Vol. 50. Number 1. (2009)
93. GILSON, Ronald J. és KRAAKMAN, Reinier, Delaware's Intermediate Standard for Defensive Tactics: Is There Substance to Proportionality Review, *Business Lawyer*, Vol. 44. Issue 2. (1988–1989)
94. GILSON, Ronald J., A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers, *Stanford Law Review*, Vol. 33. Issue 5. (1981.)
95. GILSON, Ronald J., Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy, *Harvard Law Review*, Vol. 119. Issue 6. (2006)
96. GILSON, Ronald J., Seeking Competitive Bids Versus Pure Passivity in Tender Offer Defense, *Stanford Law Review*, Vol. 35. Issue 1. (1982)
97. GILSON, Ronald J., The Case Against Shark Repellent Amendments: Structural Limitations on the Enabling Concept, *Stanford Law Review*, Vol. 34. Issue 4. (1982)
98. GOERGEN, Marc, MARTYNOVA, Marina, RENNEBOOG, Luc (European Corporate Governance Institute): Corporate Governance Convergence: Evidence From Takeover Regulation (2005. április) ECGI - Law Working Paper No. 33/2005 Elérhető (2010. június 25): http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=709023,
99. GORDON, Jeffrey N., „Just Say Never?” Poison Pills, Deadhand Pills, and Shareholder-Adopted Bylaws: An Essay for Warren Buffett, *Cardozo Law Review*, Vol. 19. Issues 1-2. (1997.)
100. GORDON, Jeffrey N., KORNHAUSER, Lewis A.: Takeover Defense Tactics: A Comment on Two Models, *The Yale Law Journal*, Vol. 96. Issue 2. (1986.)
101. GORDON, Jeffrey N., Shareholder Initiative and Delegation: A Social Choice and Game Theoretic Approach to Corporate Law, *University of Cincinnati Law Review*, Vol. 60. Issue 2. (1991)
102. GORDON, Jeffrey N., Ties that Bond: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice, *California Law Review*, Vol. 76. Issue 1. (1988.)
103. GORRIS, Jeffrey M., HAMERMESH, Lawrence A., STRINE, Leo E. Jr., Delaware Corporate Law and the Model Business Corporation Act: a Study in Symbiosis, *Law and Contemporary Problems*, Vol. 74. Issue 1. (2011)

104. GOSHEN, Zohar, PARCHOMOVSKY, Gideon, The Essential Role of Securities Regulation, *Duke Law Journal*, Vol. 55. No. 4. (2006)
105. GRAY, Rob, OWEN, Dave, CAROL, Adams, Accounting and accountability: Changes and challenges in corporate social and environmental reporting, Published by Prentice Hall College Div. (1996)
106. GREENFIELD, Kent, Defending Stakeholder Governance, *Case Western Reserve Law Review*, Vol. 58. Issue 4. (2008)
107. GREENFIELD, Kent, Reclaiming Corporate Law in a New Gilded Age, *Harvard Law and Policy Review*, Vol. 2. Issue 1. (2008)
108. GROSSMANN, Sanford J., HART, Oliver D., Takeover Bids, The Free-Rider Problem, and the Theory of the Corporation, *The Bell Journal of Economics*, Vol. 11. No. 1. (1980) 42–64. old.
109. GUACCERO, Andrea, Recent Developments in European Takeover and Corporate Law, *Cardozo Journal of International and Comparative Law Review*, Vol. 12. Issue 1. (2004)
110. HADDOCK, David D., MACEY, Jonathan R., MCCHESENEY, Fred S.: Property Rights in Assets and Resistance to Tender Offers, *Virginia Law Review*, Vol. 73. Issue 4. (1987.)
111. HALÁSZ Vendel, Beveszik-e az amerikai méregpirulát az Európai Unióban? *Európai jog*, 2012. 1. sz.
112. HALÁSZ, Vendel, A nemzeti tulajdonú vállalatok felelős társaságirányítási reformalternatívái, *Kézirat*, (2012.) Fellelhető: Corvinus Egyetem Könyvtára (szakdolgozat)
113. HALÁSZ, Vendel, Érdekellentétek a saját részvényszerzés területén, *Magyar Jog*, 11. sz. (2012)
114. HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén (HVG-ORAC, Budapest, 2011.)*
115. HALÁSZ, Vendel: A részvényszerzés összehasonlító kereskedelmi jogi elemzése in *Studia Iuvenum Iurisperitorum* (Szerk.: Drinóczi Tímea, Pécs, 2008)
116. HANDELMAN, Howard M., Composition of the Board of Directors, *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 4. Issue 3. (1979)
117. HANKS, James J. Jr., Playing with Fire: Nonshareholder Constituency Statutes in the 1990s, *Stetson Law Review*, Vol. 21. Issue 1. (1991)
118. HANNES, Sharon, The Hidden Virtue of Antitakeover Defenses, *Cardozo Law Review*, Vol. 24. Issue 5. (2003)
119. HANNES, Sharon, The Market for Takeover Defenses, *Northwestern University Law Review*, Vol. 101. Issue 1 (2007)

120. HANSMANN, Henry, KRAAKMAN, Reinier, The End of History for Corporate Law, *Georgetown Law Journal*, Vol. 89. Issue 2. (2001)
121. HARMON, William J., Corporate Freezeouts: A New Limitation Imposed by the Entire Fairness Standard, *University of Illinois Law Forum*, Vol. 1978. Issue 3. (1978)
122. HARTZELL, Jay, OFEK, Eli és YERMACK, David, What's in It for Me?: Personal Benefits Obtained by CEOs Whose Firms Are Acquired, (June 2000). Presented at Tuck-JFE Contemporary Corporate Governance Conference.; Elérhető (2010. június 14.): http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=236094;
123. HARVEY, Neil, NOURRY, Alex, Takeovers and Mergers in the European Union – an Overview in *A Practitioner's Guide to Takeovers and Mergers in the European Union* (City & Financial Publishing, Great Britain, 2008)
124. HEALY, Paul M., PALEPU, Krishna G., Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature, *Journal of Accounting and Economics*, Vol. 31. (2001)
125. HIETALA, Pekka, KAPLAN, Steven N., ROBINSON, David T., What is the Price of Hubris? Using Takeover Battles to Infer Overpayments and Synergies, *Elérhető* (2010. augusztus 12.): http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=242098,
126. HILL, Jennifer, YABLON, Charles M., Corporate Governance and Executive Remuneration: Rediscovering Managerial Positional Conflict, *University of New South Wales Law Journal*, Vol. 25. Issue 2. (2002)
127. HIRSHLEIFER, David és TITMAN, Sheridan, Share Tendering Strategies and the Success of Hostile Takeover Bids, *Journal of Political Economy*, Vol. 98. No. 2. (1990).
128. HOGAN, Stephen D., COPE HUIE, Marsha, Bigness, Junk, and Bust-ups: End of the Fourth Merger Wave? *The Antitrust Bulletin*, Vol. 37. Issue 4. (1992)
129. HOOK, George C., What is wrong with takeover legislation? *Northern Illinois University Law Review*, Vol. 8. (1988)
130. HOPT, Klaus J., *European Company Law and Corporate Governance: Where Does the Action Plan of the European Commission Lead? in Corporate Governance in Context Corporations, States and Markets in Europe, and the US* (Szerk.: HOPT, Klaus J.–WYMEERSCH, Eddy–KANDA, Hideki–BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009)
131. HOPT, Klaus J., The German Two-Tier Board: Experience, Theories, Reforms, in: *Comparative Corporate Governance: The State of the Art and Emerging Research* (Szerk: HOPT, Klaus J. and others, Oxford, 1998)
132. HOWARD, Geoffrey J., Takeover Defences: A Reappraisal, *University of Brit Columbia Law Review*, Vol. 24. Issue 1. (1990.)
133. HUTCHISON, Harry G., Director Primacy and Corporate Governance: Shareholder Voting Rights Captured by the Accountability/Authority Paradigm, *Loyola University Chicago Law Review*, Vol. 36. Issue 4. (2005.)

134. IRELAND, Paddy, Shareholder Primacy and the Distribution of Wealth, *The Modern Law Review Limited*, Vol. 68. Issue 1. (2005)
135. JACKSON, Katherine V., Towards a Stakeholder-Shareholder Theory of Corporate Governance: A Comparative Analysis, *Hastings Business Law Journal*, Vol. 7. Issue 2. (2011)
136. JARRELL, Gregg A., Bradley, Michael, The Economic Effects of Federal and State Regulations of Cash Tender Offers, *Journal of Law and Economics*, Vol. 23. Issue 2. (1980.)
137. JARRELL, Gregg A., The Wealth Effects of Litigation by Targets: Do Interests Diverge in a Merge?, *Journal of Law and Economics*, Vol. 28. No. 1. (1985)
138. JENSEN, Michael C., MECKLING, W., Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and capital structure, *Journal of Financial Economics*. Vol. 3. No. 4. (1976)
139. JENSEN, Michael C., Takeovers: Their Causes and Consequences, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2. (1988)
140. JOHNSON, Lyman, Having the Fiduciary Duty Talk: Model Advice for Corporate Officers (and Other Senior Agents), *The Business Lawyer*, Vol. 63. Issue 1. (2007)
141. JOHNSON, Lyman, State Takeover Statutes: Constitutionality, Community, and Heresy, *Washington and Lee Law Review*, Vol. 45. (1988)
142. JOHNSTON, Ashton E., Defenders of the Corporate Bastion in the Revlon Zone: *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.*, *Catholic University Law Review*, Vol. 40. Issue 1. (1990.)
143. JUAN-MATEU, Fernando, The Private Company in Spain – Some Recent Developments – *European Company and Financial Law Review* (2004) Vol. 1.
144. JULIEN, Rick, RIEGER, Larry, The missing link in corporate governance: Risk manager's role in corporate governance, *Risk Management*, No. 4. Vol. 50. (2003)
145. JUNEWISZ, James J., GREENE, Edward F., A Reappraisal of Current Regulation of Mergers and Acquisitions, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 132. Issue 4. (1984.)
146. JUNGSMANN, Carsten, The Effectiveness of Corporate Governance in One-Tier and Two-Tier Board System, *European Company and Financial Law Review*, Vol. 3. Issue 4. (2006)
147. KACPERCZYK, Aleksandra, With Greater Power Comes Greater Responsibility? Takeover Protection and Corporate Attention to Stakeholders. *Strategic Management Journal*, Vol. 30. Issue 3. (2009)
148. KAHAN, Marcel, ROCK, Edward B., Corporate Constitutionalism: Antitakeover Charter Provisions as Precommitment, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 152. Issue 2. (2003)

149. KAJTÁR, István, Egyetemes Állam és Jogtörténet, (Dialog Campus, 2005)
150. KANDA, Hideki, MILHAUPT, Curtis J., Re-examining Legal Transplants: The Director's Fiduciary Duty in Japanese Corporate Law, *The American Journal of Comparative Law*, Vol. 51. Issue 4. (2003)
151. KARMEL, Roberta S., The Duty of Directors to Non-Shareholders Constituencies in Control Transactions - A Comparison of U.S. and U.K. Law, *Wake Forest Law Review*, Vol. 25. Issue 1. (1990)
152. KARMEL, Roberta S., Transnational Takeover Talk: Regulations Relating to Tender Offers and Insider Trading in the United States, the United Kingdom, Germany and Australia, *University of Cincinnati Law Review*, Vol. 66. Issue 4. (1998)
153. KEAY, Andrew, Shareholder Primacy in Corporate Law: Can It Survive - Should It Survive, *European Company and Financial Law Review*, Vol. 7. Issue 3. (2010)
154. KECSKÉS András – HALÁSZ Vendel: Stock Corporations – A Guide to Initial Public Offerings, Corporate Governance and Hostile Takeovers, HVG-ORAC & LexisNexis, translated by Anna Tolnai and the Authors, Budapest – Wien, 2013.
155. KECSKÉS, András, Az Enron botrány üzleti jogi kérdései, In: Ádám Antal (szerk.) PhD Tanulmányok 6.. Pécs: PTE ÁJK Doktori Iskola, 2007.
156. KECSKÉS, András, Az Enron-botrány és az üzleti jog rohadt almái, *Magyar Jog*, 55. évf. 6. szám. (2008)
157. KECSKÉS, András, Corporate Governance: Defensive Measures against Hostile Takeover Bid, In: Nanjing Audit University, Nanjing Audit University (szerk.) *The 1st Sino-Hungarian International Forum: Society of Rule Law, National Governance and Government Audit: Proceedings*. Konferencia helye, ideje: Nanjing, Kína, 2014.04.12-2014.04.13. Nanjing: pp. 79-80.
158. KECSKÉS, András, Felelős társaságirányítás: Corporate Governance (HVG-ORAC, Budapest, 2011.)
159. KECSKÉS, András, Post Enron, Post Sarbanes-Oxley – De mi változott? In: Szikora Veronika (szerk.) *Kihívások és lehetőségek napjaink magánjogában: tanulmánykötet*
160. KEIM, Daniel M., European Community's Proposed Directive on Takeover Bids and Its Impact on Shareholders' Rights, *Brooklyn Journal of International Law*, Vol. 16. Issue 3. (1990)
161. KIHILSTROM, Richard E., WACHTER, Michael L., Corporate Policy and the Coherence of Delaware Takeover Law, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 152. Issue 2. (2003.)
162. KOULORIDAS, Athanasios, *The Law and Economics of Takeovers* (Hart, Oregon 2008)

163. KURP, Melissa M., Corporate Takeover Defenses After QVC: Can Target Boards Prevent Hostile Tender Offers Without Breaching Their Fiduciary Duties? *Loyola University of Chicago Law Journal*, Vol. 26. Issue 1. (1994.)
164. KYLE, Albert S., VILA, Jean-Luc, Noise Trading and Takeovers, *RAND Journal of Economics*, Vol. 22. No. 1. (1991)
165. LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILAINES, Florencio, SHLEIFER, Andrei, Corporate Ownership Around the World, *Journal of Finance*, Vol. 54. Issue 2. (1999)
166. LI, Xiaoyang, Workers, Unions and Takeovers, *Journal of Labor Research*, Vol. 33. Issue 4. (2012)
167. LIAO, Carol, Corporate Governance Reform for the 21st Century: A Critical Reassessment of the Shareholder Primacy Model, *Ottawa Law Review*, Vol. 43. Issue 2. (2011-2013)
168. LICHT, Amir N., The Maximands of Corporate Governance: A Theory of Values and Cognitive Style, *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 29. (2004)
169. LIPTON, Martin, Corporate Governance in the Age of Finance Corporatism, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 136. No. 1. (1987)
170. LIPTON, Martin, Takeover Bids in the Target's Boardroom, *Business Lawyer*, Vol. 35. Issue 1. (1979)
171. LIPTON, Martin, Takeover Bids in the Target's Boardroom: A Response to Professors Easterbrook and Fischel, *New York University Law Review*, Vol. 55. (1980)
172. LIPTON, Martin, Twenty-Five Years After Takeover Bids in the Target's Boardroom: Old Battles, New Attacks and the Continuing War, *The Business Lawyer*, Vol. 60. Issue 4. (2005)
173. LUIZ, SM., The Draft Thirteenth Directive on Company Law concerning Takeover Bids, *South African Mercantile Law Journal*, Vol. 14. Issue 4. (2002)
174. LYMAN, Johnson, Minnesota's Control Share Acquisition Statute and the Need for New Judicial Analysis of State Takeover Legislation, *William Mitchell Law Review*, Vol. 12. Issue 2. (1986)
175. MACEY, Jonathan R., An Economic Analysis of the Various Rationales for Making Shareholders the Exclusive Beneficiaries of Corporate Fiduciary Duties, *Stetson Law Review*, Vol. 21. Issue 1. (1991)
176. MACEY, Jonathan R., State Anti-Takeover Statutes: Good Politics, Bad Economics, *Wisconsin Law Review* (1988)
177. MADDEN, Patrick M., Federal Labor Law Preemption of State Anti-Takeover Law: A Case of First Impression, *Washington Law Review*, Vol. 65. Issue 2. (1990)
178. MAGNUSON, William, Takeover Regulation in the United States and Europe: an Institutional Approach, *Pace International Law Review*, Vol. 21. Issue 1. (2009)

179. MANNE, Henry G., Mergers and the Market for Corporate Control, *Journal of Political Economy*, Vol. 73. No. 2. (1965);
180. MANNE, Henry G., Some Theoretical Aspects of Share Voting: An Essay in Honor of Adolf A. Berle, *Columbia Law Review*, Vol. 64. Issue 8. (1964.)
181. MARTIN, Kenneth J., McCONNELL, John J., Corporate Performance, Corporate Takeovers and Management Turnover, *Journal of Finance*, Vol. 46. (1991)
182. MAUL, Silja, MUFFAT-JEANDET, Daniele, Die EU-Übernahmerichtlinie (Teil I), *Die Aktiengesellschaft* (2004.)
183. MCCAHERY, Joseph A., VERMEULEN, Erik P. M.: Does the Takeover Bids Directive Need Revision?, *TILEC Discussion Paper No. 2010–006*, 14–15. old. Elérhető (2010. június 10.): http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1547861,
184. MCCORD, Thomas J., Limiting Defensive Tactics in Tender Offers: A Model Act for the Protection of Shareholder Decisionmaking, *Harvard Journal on Legislation*, Vol. 21. Issue 2. (1984)
185. MCDANIEL, Morey W., Stockholders and Stakeholders, *Stetson Law Review*, Vol. 21. Issue 1. (1991)
186. MEGGINSON, William L., Corporate Governance in Publicly-Quoted Companies; For presentation at the Conference on: Corporate Governance of State-Owned Enterprises in China (Beijing, China, January 18-19. 2000.) (OECD) 4-5. old. Elérhető (2012. április 21): <http://www.oecd.org/dataoecd/47/27/1923755.pdf>
187. MELAND, Mark S., The Constitutionality of Second-Generation State Takeover Statutes – A New Life for State Regulation, *University of Florida Law Review*, Vol. 40. (1988)
188. MENJUCQ, Michel, The European Regime on Takeovers, *European Company and Financial Law Review*, Vol. 3. Issue 2. (2006)
189. MILLON, David, Shareholder Primacy in the Classroom After the Financial Crisis, *Journal of Business & Technology Law*, Vol. 8. Issue 1. (2013)
190. MILLON, David, State Takeover Laws: a Rebirth of Corporation Law? *Washington and Lee Law Review*, Vol. 45. Issue 3. (1988)
191. MIRVIS, Theodore N., Two-Tier Pricing: Some Appraisal and „Entire Fairness” Valuation Issues, *The Business Lawyer*, Vol. 38. Issue 2. (1983)
192. MOORE, Andrew G. T., The Birth of Unocal – a Brief History, *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 31. Issue 3. (2006)
193. NEIL, Harvey, Corporate Governance: The British Experience, *International Business Law Journal*, Vol. 1995. Issue 8 (1995)

194. NOTE, Front-End Loaded Tender Offers: The Application of Federal and State Law to an Innovative Corporate Acquisition Technique, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 131. Issue 2. (1982)
195. NOTE, The Conflict Between Managers and Shareholders in Diversifying Acquisitions: A Portfolio Theory Approach, *Yale Law Journal*, Vol. 88. Issue 6. (1979)
196. NOTES - Paramount Communications, Inc. v. Time Inc.: Taking the Teeth Out of Proportionality Review, *Loyola University of Chicago Law Journal*, Vol. 22. Issue 1. (1990)
197. O'CONNOR, Marleen A., Corporate Malaise – Stakeholder Statutes: Cause or Cure? *Stetson Law Review*, Vol. 21. Issue 1. (1991)
198. OECD – Organisation for Economic Co-Operation and Development, OECD Principles of Corporate Governance, 2004, OECD Publishing, Elérhető (2012. április 30): <http://www.oecd.org/dataoecd/32/18/31557724.pdf>
199. OESTERLE, Dale A., Target Managers as Negotiating Agents for Target Shareholders in Tender Offers: A Reply to the Passivity Thesis, *Cornell Law Review*, Vol. 71. Issue 1. (1985.)
200. OESTERLE, Dale A., The Negotiation Model of Tender Offer Defenses and the Delaware Supreme Court, *Cornell Law Review*, Vol. 72. Issue 1. (1986.)
201. OLSON, John F., BRIGGS, Aaron K., The Model Business Corporation Act and Corporate Governance: an Enabling Statute Moves Toward Normative Standards, *Law and Contemporary Problems*, Vol. 74. Issue 1. (2011)
202. OPIOLA, Andrew J., Should Shares Issued Directly from a Corporation Constitute a Control Share Acquisition? , *Journal of Business and Technology Law* , Vol. 1, Issue 1 (2006)
203. PALMITER, Alan R., Reshaping the Corporate Fiduciary Model: A Director's Duty of Independence, *Texas Law Review*, Vol. 67. No. 7. (1989)
204. PAPP, Tekla, Corporate Governance – Társaságirányítási rendszerek, 185–197. in *Acta Conventus de Iure Civili Tomus X.* (Szerk PAPP, Tekla: LECTUM KIADÓ, Szeged, 2009)
205. PAPP, Tekla, Társasági jog az Európai Unióban, Elérhető (2015. január 10.): http://jog.unideb.hu/documents/tanszekek/polgari/tarsasagi_jog/tarsasagi_jog_az_europai_unioban.pdf
206. PETERSON, David D. Jr., Front-End Loaded, Two-Tiered Tender Offer, *Northwestern University Law Review*, Vol. 78. Issue 4. (1983)
207. PRENTICE, Robert A., LANGMORE, John, H., Hostile Tender Offers and the Nancy Reagan Defense: May Target Boards Just Say No-Should They be Allowed To, *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 15. Issue 2. (1990.)

208. RAHIM, Mia Mahmudur, The „Stakeholder Approach” to Corporate Governance and Regulation: An Assessment, *Macquarie Journal of Business Law*, Vol. 8. (2011)
209. RAJAN, Raghuram G., és WULF, Julie, Are Perks Purely Managerial Excess?, *National Bureau of Economic Research, Working Paper No. 10494* (2004. május) Elérhető (2015. május 11.) <http://www.nber.org/papers/w10494.pdf>
210. RAMIREZ, Steven A., *American Corporate Governance and Globalization*, *Berkeley La Raza Law Journal*, Vol. 18. (2007)
211. RAVENSCRAFT, David, SCHERER, Frederic M., *Mergers, Sell-Offs and Economic Efficiency* (Brookings Institution, 1987)
212. REED, Stanley Foster, LAJOUX, Alexandra Reed, NESVOLD, Peter H., *The Art of M&A – A Merger/Acquisition Buyout Guide* (McGraw-Hill, New York, 2007)
213. REGAN, Paul L., What’s Left of Unocal? *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 26. Issue 3. (2001)
214. REPORT FROM THE COMMISSION TO THE EUROPEAN PARLIAMENT, THE COUNCIL, THE EUROPEAN ECONOMIC AND SOCIAL COMMITTEE AND THE COMMITTEE OF THE REGIONS - Application of Directive 2004/25/EC on takeover bids (COM(2012) 347) 7. old. Elérhető (2014. november 1.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/COM2012_347_en.pdf
215. RIBSTEIN, Larry E., *Takeover Defenses and the Corporate Contract*, *The Georgetown Law Journal*, Vol. 78. Issue 1. (1989.)
216. ROE, Mark J., *German Codetermination and German Securities Markets*, *Columbia Journal of European Law*, Vol. 5. Issue 2. (1999)
217. ROE, Mark J., *Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control*, *Stanford Law Review*, Vol. 53. Issue 3. (2000)
218. ROLL, Richard, *Empirical Evidence in Takeover Activity and Shareholder Wealth*, in *Knights, Raiders and Targets* (Szerk.: COFFEE, John C. Jr., LOWENSTEIN, Louis, ROSE-ACKERMAN, Susan, Oxford University Press, New York, 1988.)
219. ROMANO, Roberta, *A Guide to Takeovers: Theory, Evidence, and Regulation*, *Yale Journal on Regulation*, Vol. 9. Issue 1. (1992)
220. ROMANO, Roberta, *The Political Economy of Takeover Statutes*, *Virginia Law Review*, Vol. 73. Issue 1. (1987)
221. RUBACK, Richard S. és JENSEN, Michael C., *The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence*. *Journal of Financial Economics*, Vol. 11. (1983) 5-50. old. Elérhető: SSRN: <http://ssrn.com/abstract=244158> vagy <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.244158>
222. SALACUSE, Jeswald W., *Corporate Governance, Culture and Convergence: Corporations American Style or with a European Touch*, *European Business Law Review*, Vol. 14. Issue 5. (2003)

223. SALE, Hillary A., Delaware's Good Faith, *Cornell Law Review*, Vol. 89. Issue 2. (2004)
224. SALE, Hillary A., Independent Directors as Securities Monitors, *Business Lawyer* (2005–2006) Vol. 61.
225. SARGENT, Mark A., On the Validity of State Takeover Regulation: State Responses to MITE and Kidwell, *Ohio State Law Journal* (1981/3)
226. SCHERER, Steven J., Delaware Supreme Court Ingests a Bitter Pill: *Moran v. Household International, Inc.*, 500 A.2d 1346 (Del. 1985)., *Cincinnati Law Review*, Vol. 55. Issue 3. (1987.)
227. SCHIPPER, Katherine, THOMPSON, Rex, Evidence on the Capitalized Value of Merger Activity for Acquiring Firms, *Journal of Financial Economics*, Vol. 11. (1983)
228. SCHUBERT, David J., *Unocal Corp v Mesa Petroleum Co.*: A New Era of Fiduciary Duty, *Baylor Law Review*, Vol. 38. (1986)
229. SCHUMANN, Laurence, State Regulation of Takeovers and Shareholder Wealth: the Case of New York's 1985 Takeover Statutes, *The Rand Journal of Economics*, Vol. 19. No. 4. (1988)
230. SHAW, Richard A., Hostile Takeover Bids: Defensive Strategies, *Alberta Law Review*, Vol. 38. Issue 1. (2000)
231. SHLEIFER, Andrei, SUMMERS, Lawrence H., Breach of Trust in Hostile Takeovers, in *CORPORATE TAKEOVERS: CAUSES AND CONSEQUENCES* (A. Auerbach ed. 1988)
232. SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert W., A Survey of Corporate Governance, *The Journal of Finance*, Vol. 52. No. 2. (1997)
233. SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert W., Large Shareholders and Corporate Control, *The Journal of Political Economy*, Vol. 94. No. 3. (1986)
234. SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert W., Value Maximization and the Acquisition Process, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2. Number 1. (1998.)
235. SHU-ACQUAYE, Florence, Corporate Governance Issues: United States and the European Union, *Houston Journal of International Law*, Vol. 29. Issue 3. (2007)
236. SILVERSTEIN, Bruce L., An Analysis of the Constitutional Validity of Delaware's „Business Combination” Statute, *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 13. (1988)
237. SINGLETON, David R., NOTES – Corporation Law – Corporations May Exclude Raiders from Defensive Self-Tender Offers in Warding Off Hostile Takeovers - *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, 493 A.2d 946 (Del. 1985), *Florida State University Law Review*, Vol. 14. Issue 2. (1986)
238. SJAFJELL, Beate, Political Path Dependency in Practice: the Takeover Directive, *Yearbook of European Law*, Vol. 27. (2008.)

239. SJAFJELL, Beate, The Core of Corporate Governance: Implications of the Takeover Directive for Corporate Governance in Europe, UCD Working Papers in Law, Criminology & Socio-Legal Studies Research Paper No. 27/2010.
240. SMITH, Gordon D., The Shareholder Primacy Norm, The Journal of Corporation Law, Vol. 23. Issue 2. (1998)
241. SORENSEN, Judi G., Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.: Do Suitors of a Target Corporation Have a „Right to Compete“? Idaho Law Review, Vol. 25. Issue 2. (1988-1989)
242. SPEECKAERT, Patrick, Corporate Governance in Europe, Fordham Finance, Securities and Tax Law Forum, Vol. 2. (1997)
243. SPRAGUE, Robert, J.D., LYTTLE, Aaron J., J.D., Shareholder Primacy and the Business Judgment Rule: Arguments for Expanded Corporate Democracy, Stanford Journal of Law, Business & Finance, Vol. 16. Issue 1. (2010)
244. SROUFE, Evelyn, GELBAND, Catherine, Business Combination Statutes: A Meaningful Opportunity for Success, Business Lawyer (ABA), Vol. 45. Issue 3. (1989-1990)
245. STONE, Katherine van Wezel, Employees as Stakeholders Under State Nonshareholder Constituency Statutes, Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991.)
246. STOUT, Lynn A., Bad and Not-so-Bad Arguments for Shareholder Primacy, Southern California Law Review, Vol. 75. Issue 5. (2002)
247. STOUT, Lynn A., On the Rise of Shareholder Primacy, Signs of Its Fall, and the Return of Managerialism (in the Closet), Seattle University Law Review, Vol. 36. Issue 2. (2013)
248. SUBRAMANIAN, Guhan, A New Takeover Defense Mechanism: Using an Equal Treatment Agreement as an Alternative to the Poison Pill, Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 23. Issue 2. (1998)
249. SUBRAMANIAN, Guhan, Bargaining in the Shadow of Takeover Defenses, Yale Law Journal, Vol. 113. Issue 3. (2003.)
250. SUBRAMANIAN, Guhan, The Influence of Antitakeover Statutes on Incorporation Choice: Evidence on the Race Debate and Antitakeover Overreaching, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 150. Issue 6. (2002)
251. SUGGS, Robert E., Business Combination Antitakeover Statutes: The Unintended Repudiation of the Internal Affairs Doctrine and Constitutional Constraints on Choice of Law, Ohio State Law Journal, Vol. 56. Issue 4. (1995)
252. SYMPOSIUM, State Regulation of Tender Offers: Current Issues in Tender Offers, Journal of Corporate Law, Vol. 7. Issue 3. (1982)
253. THOMPSON, Robert B., Corporate Governance after Enron, Houston Law Review, Vol. 40. Issue 1. (2003)

254. THOMPSON, Samuel C. Jr., Change of Control Board: Federal Preemption of the Law Governing a Targets Directors, *Mississippi Law Journal*, Vol. 70. Issue 1. (2000)
255. TOMASIC, Roman, Company Law Modernisation and Corporate Governance in the UK - Some Recent Issues and Debates, *DICTUM - Victoria Law School Journal*, Vol. 1. (2011)
256. TUCHINSKY, Dmitry, The Takeover Directive and Inspire Art: Reevaluating the European Union's Market for Corporate Control in the New Millenium, *New York Law School Law Review*, Vol. 51. Issue 3. (2006–2007)
257. VEASEY, E. Norman, Musings on the Dynamics of Corporate Governance Issues, Director Liability Concerns, Corporate Control Transactions, Ethics, and Federalism, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 152. Issue 2. (2003.)
258. VELASCO, Julian, Shareholder Ownership and Primacy, *University of Illinois Law Review*, Vol. 2010. Issue 3. (2010)
259. WACHTER, Michael L., Takeover Defense when Financial Markets are (Only) Relative Efficient, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 151. Issue 3. (2003)
260. WALLMAN, Steven M.H., Corporate Constituency Statutes: Placing the Corporation's Interests First, *Bussiness Law Update*, Nov.-Dec. 1990.
261. WALLMAN, Steven M.H., The Proper Interpretation of Corporate Constituency Statutes and Formulation of Director Duties, *Stetson Law Review*, Vol. 21. (1991)
262. WANG, Wallace Wen-Yeu, PANG, Carol Yuan-Chi, Minority Controlling Shareholders: An Analytical Framework and Its Application to Taiwan, *National Taiwan University Law Review*, Vol. 2. Issue 1. (2007)
263. WARREN, Gordon H., Comments - "Poison Pill" Warrants and the Business Judgment Rule: *Moran v. Household International, Inc.*, *Oregon Law Review*, Vol. 66. Issue 2. (1987)
264. WELLS, Harwell, The Birth of Corporate Governance, *Seattle University Law Review*, Vol. 33. Issue 4. (2010.)
265. WHITE, Barbara, Conflicts in the Regulation of Hostile Business Takeovers in the United States and the European Union, *Ius Gentium*, Vol. 9. (2003)
266. WHITE, David S., Auctioning the Corporate Bastion: Delaware Readjusts the Business Judgment Rule in *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, *Southwestern Law Journal*, Vol. 40. Issue 4. (1986)
267. WILLIAMSON, Oliver, Corporate Governance, *The Yale Law Journal*, Vol. 93. Issue 7. (1984)
268. WINTER, Jaap, SCHANS CHRISTENSEN, Jan, GARRIDO GARCIA, José Maria, HOPT, Klaus J., RICKFORD, Jonathan, ROSSI, Guido, SIMON, Joëlle, Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids, Brussels, 10 January 2002. Elérhető (2014. október 17):

http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf,

269. WINTER, Jaap, SCHANS CHRISTENSEN, Jan, GARRIDO GARCIA, José Maria, HOPT, Klaus J., RICKFORD, Jonathan, ROSSI, Guido, SIMON, Joelle., Report of the Highlevel Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe (2002. november 4.) Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf
270. WINTER, Ralph K. Jr., State Law, Shareholder Protection and the Theory of the Corporation, *The Journal of Legal Studies*, Vol. 6. Issue 1. (1977.)
271. WOLFF, Lutz-Christian, Law as a Marketing Gimmick - The Case of the German Corporate Governance Code, *Washington University Global Studies Law Review*, Vol. 3. Issue 1. (2004)
272. WONG, Wai R., Through the Antitrust Looking Glass: A New Vision of Delaware's Takeover-Defense Jurisprudence, *Virginia Law Review*, Vol. 99. Issue 1. (2013.)
273. WYMEERSCH, Eddy O, The Takeover Bid Directive, Light and Darkness, *Financial Law Institute Working Paper No. 2008-01* (January 2008), Elérhető (2014. október 18.): SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1086987>.
274. WYMEERSCH, Eddy: Implementations of the Corporate Governance Codes, in *Corporate Governance in Context Corporations, States and Markets in Europe, and the US* (Szerk.: HOPT, Klaus J.–WYMEERSCH, Eddy–KANDA, Hideki–BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009)
275. YANG, Lei, Corporate Scandals and Corporate Governance Agenda, *US-China Law Review*, Vol. 3. Issue 4. (2006)
276. ZHAO, Jingchen, Dr., The Curious Case of Stakeholder Theory: Calling for a More Realistic Theory, *International Trade and Business Law Review*, Vol. 17. Issue 1. (2014)
277. ZINSER, Alexander: Einer neuer Anlauf: der jüngste Vorschlag einer Übernahmerichtlinie vom 2.10.2002, *Europaisches Zeitschrift für Wirtschaftrecht*, Vol. 14. Issue 1. (2003.)
278. ZWECKER, Andrew, The EU Takeover Directive: Eight Years Later, Implementation But Still no Harmonization among Member States on Acceptable Takeover Defenses, *Tulane Journal of International and Comparative Law*, Vol. 21. Issue 1. (2012)