

**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**

Pécs, 2015.

Tartalomjegyzék

I.	Fejezet A vállalatfelvásárlások elméleti, történeti és szabályozási háttere	
1.	A felelős társaságirányítás fogalma és értéktartalma	9
1.1.	A felelős társaságirányítás fogalma	9
1.2.	A részvényesek és a részvényesi érdekek elsődlegességét valló elmélet	14
1.3.	Az egyéb érdekelttek érdekeinek figyelembe vétele	19
2.	A vállalatfelvásárlások elméleti háttere	24
2.1.	A vállalatfelvásárlás meghatározása, az ellenséges vállalatfelvásárlás	24
2.2.	A vállalatfelvásárlások okait bemutató elméletek	26
2.2.1.	Bevezető	26
2.2.2.	Fegyelmezési elmélet	27
2.2.3.	Az együttműködési elmélet	33
2.2.4.	A hatékonyságnövelés elmélete	36
2.2.5.	A tökéletlen tőkepiacokból kiinduló „kizsákmányolás elmélet”	37
2.2.6.	A magatartástudományi megközelítésből kiinduló birodalomépítő elmélet	39
3.	A vállalatfelvásárlások története	41
3.1.	Bevezető	41
3.2.	Az első vállalatfelvásárlási hullám	42
3.3.	A második vállalatfelvásárlási hullám	43
3.4.	A harmadik vállalatfelvásárlási hullám	44
3.5.	A negyedik vállalatfelvásárlási hullám	46
3.6.	Az ötödik vállalatfelvásárlási hullám	48
3.7.	Vállalatfelvásárlási tevékenység napjainkban	49
4.	A vállalatfelvásárlások szabályozási háttere	50
4.1.	A vállalatfelvásárlások szabályozási háttere az Európai Unióban	50
4.1.1.	Az Európai Unió társaságirányítási képe	50
4.1.2.	A társasági jog és felelős társaságirányítás jogforrási rendszere az Európai Unióban	52

4.1.3. A társaságok irányítási rendszere az Európai Unióban	56
4.1.4. A munkavállalói részvétel a társaságirányításban	59
4.1.5. A vállalatfelvásárlási jog releváns forrásai az Európai Unióban	60
4.2. A vállalatfelvásárlások szabályozási háttere az Egyesült Államokban	64
4.2.1. Az Egyesült Államok felelős társaságirányítási képe	64
4.2.2. A jogforrások rendszere az Egyesült Államok társasági jogában, különös tekintettel az igazgatók szerepére	67
4.2.3. A vállalatfelvásárlási jog releváns forrásai az Egyesült Államokban	74

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

1. Az információhoz való hozzájutás szerepe a vállalatfelvásárlási tevékenységben	77
1.1. Az információhoz való hozzájutás szerepe a modern tőkepiacokon	77
1.2. Az információhoz való hozzájutás szerepe vállalatfelvásárlási helyzetben	80
1.3. A nyilvánosan működő részvénytársaságban való befolyásszerzéshez kapcsolódó tájékoztatási kötelezettség	83
1.3.1. A befolyásszerzéshez kapcsolódó tájékoztatási kötelezettség szerepe	83
1.3.2. A befolyásszerzéshez kapcsolódó tájékoztatási kötelezettség szabályozása az Európai Unióban	85
1.3.3. A befolyásszerzéshez kapcsolódó tájékoztatási kötelezettség az Egyesült Államokban	87
1.3.4. A befolyásszerzéshez kapcsolódó tájékoztatási kötelezettség esetén érvényesülő további garanciális szabályok	89
1.4. A céltársaságra vonatkozó információk biztosítása	93
1.4.1. A céltársaságra vonatkozó információk biztosításának jelentősége	93
1.4.2. A céltársaságra vonatkozó információk biztosítása az Európai Unióban	94
1.4.3. A céltársaságra vonatkozó információk biztosítása az Egyesült Államokban	96
1.5. A nyilvánosan működő részvénytársaságokra tett vételi ajánlatok tartalmi elemei	98
1.5.1. A vételi ajánlatok tartalmi elemei az Európai Unióban	98
1.5.2. A vételi ajánlatok tartalmi elemei az Egyesült Államokban	99
2. Az ajánlattevő részvényeseit érintő érdekkonfliktusok és szabályozásuk	102

3. A céltársaság részvényeseit érintő érdekkonfliktusok és szabályozásuk az Európai Unióban és az Egyesült Államokban	108
3.1. A céltársaság részvényeseit érintő érdekkonfliktusok	108
3.1.1. Bevezető	108
3.1.2. A céltársaság részvényeseit érintő érdekkonfliktusok a koncentrált tulajdonosi struktúrával rendelkező társaságokban	111
3.1.3. A céltársaság részvényeseit érintő érdekkonfliktusok a szórt tulajdonosi struktúrával rendelkező társaságokban	114
3.1.4. Összefoglalás	116
3.2. A céltársaság részvényeseinek érdekeit védő szabályozási megoldások az Európai Unióban	117
3.2.1. A nyilvános vételi ajánlattétel kötelezettsége az Európai Unióban	117
3.2.2. A tagállamok által biztosított kivételek a kötelező ajánlattételi szabály alól	124
3.2.3. A kötelező vételi ajánlat során fizetett méltányos ár meghatározásának szabályai	132
3.2.4. A kötelező vételi ajánlat elfogadására nyitva álló időszak szabályozása	137
3.2.5. A kötelező vételi ajánlaton túlmutató további védelem	138
3.2.6. A kötelező vételi ajánlattételi szabállyal kapcsolatos gyakorlati tapasztalatok	140
3.2.7. A kiszorítás (squeeze-out) és az eladási jog (sell-out)	141
3.2.8. A kiszorítás (squeeze-out) és az eladási jog (sell-out) az Európai Unióban	143
3.2.9. A kiszorítás és az eladási jog gyakorlati alkalmazásának értékelése	149
3.2.10. Az áttörési szabály	150
3.3. A céltársaság részvényeseinek érdekeit védő szabályozási megoldások az Egyesült Államokban	157
3.3.1. A Securities and Exchange Act szabályozása	157
3.3.2. A Securities and Exchange Commission által felállított szabályok	159
3.3.3. A tisztességes árat előíró tagállami szabályozások	164
3.3.4. Az irányítást biztosító részesedés-megszerzési törvények	172
3.3.5. Az üzleti kombinációs törvények	178
3.3.6. Az egyesülésekre vonatkozó további különös szabályok	185
3.3.7. Az értékelési jog	186
3.3.8. Kiszorítás és eladási jog az Egyesült Államokban	191

4. A céltársaság részvényesei és menedzsmentje között jelentkező érdekellentét vállalatfelvásárlási helyzetekben	193
4.1. Az érdekellentéttel kapcsolatos elméleti megközelítések	193
4.1.1. Általános gondolatok az érdekellentét megjelenéséről	193
4.1.2. A részvényesi jólét maximalizálásának elmélete a vállalati vezetők passzivitása által	196
4.1.3. A hasznok elosztását középpontba állító elmélet (distributional approach)	201
4.1.4. Hosszú távú részvényesi és társadalmi jólét elmélete (long-term shareholder and social welfare theory)	206
4.2. A vállalatfelvásárlási ajánlatról való döntéshozatal szabályozása az Európai Unióban	210
4.2.1. A semlegességi (neutralitási) szabály	210
4.2.2. A semlegességi szabály érvényesülése az Európai Unió tagállamaiban	216
4.2.3. A semlegességi szabály hatásainak értékelése	218
4.3. A menedzsment magatartására vállalatfelvásárlási helyzetben irányadó szabályok az Egyesült Államokban	219
4.3.1. A menedzsment magatartására vállalatfelvásárlási helyzetben irányadó szabályok szempontjából releváns jogforrások	219
4.3.2. Az Unocal Corporation v. Mesa Petroleum eset	221
4.3.3. Moran v. Household International Inc. eset – az ún. poison pill védekezési módszer megítélése Delaware állam joggyakorlatában	226
4.3.4. A Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc. eset – az igazgatótanács helyes magatartása a vállalat értékesítése során	231
4.3.5. A Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc. eset	238
4.3.6. Az Unitrin, Inc. v. American General Corporation eset – az igazgatótanács döntési jogkörének további kiterjesztése	242
4.3.7. Összegzés	246
5. A részvényesi érdekek védelmének értékelése az Európai Unió és az Egyesült Államok vállalatfelvásárlási szabályozásában	247
5.1. Az információhoz való hozzájutást biztosító szabályozás értékelése	247
5.2. A céltársaság részvényeseinek érdekeit védő szabályozási megoldások értékelése	253

5.3. A céltársaság részvényesei és menedzsmentje között jelentkező érdekellentét szabályozásának értékelése	264
---	-----

III. Fejezet Az egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vétele vállalatfelvásárlási helyzetekben

1. A vállalatfelvásárlások egyéb érdekelttekre gyakorolt hatásai	270
1.1. A vállalatfelvásárlások egyéb érdekelttekre gyakorolt hatásairól rendelkezésre álló empirikus tapasztalatok	270
1.2. Az egyéb érdekelték érdekeinek vállalatfelvásárlási helyzetben való figyelembevételével kapcsolatos elméleti háttér	274
2. Az egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vétele az Európai Unió vállalatfelvásárlási szabályozásában	280
2.1. A munkavállalói érdekek figyelembe vétele az Európai Unió vállalatfelvásárlási szabályozásában	280
2.2. A munkavállalók körén kívül eső egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vétele az Európai Unió vállalatfelvásárlási szabályozásában	286
2.3. Az egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vételére az Európai Unióban kialakított szabályozás értékelése	290
3. Az egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vétele az Egyesült Államok vállalatfelvásárlási szabályozásában	291
3.1. Az egyéb érdekelték érdekeinek megjelenése az Egyesült Államok vállalatfelvásárlási szabályozásában	291
3.2. Az üzleti kombinációs törvények, mint az egyéb érdekeltet védő tagállami jogalkotás elemei	293
3.3. Az egyéb érdekelték érdekeinek megjelenése a vállalatfelvásárlásokkal kapcsolatos bírói gyakorlatban	294
3.4. Az egyéb érdekelték érdekeit figyelembe vevő tagállami jogalkotás	297
3.4.1. Az egyéb érdekelték érdekeit figyelembe vevő tagállami jogalkotás kialakításának háttere	297
3.4.2. Az egyéb érdekelték érdekeit figyelembe vevő tagállami jogalkotás gyakorlati érvényesülése	302

3.5. Az egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vételét biztosító tagállami jogalkotás elemzése	305
3.5.1. A felhatalmazó jellegű szabályozások	305
3.5.1.1. Florida	308
3.5.1.2. Hawaii	309
3.5.1.3. Iowa	309
3.5.1.4. Indiana	311
3.5.1.5. Kentucky	313
3.5.1.6. Louisiana	314
3.5.1.7. Maine	315
3.5.1.8. Massachusetts	316
3.5.1.9. Minnesota	317
3.5.1.10. Nevada	317
3.5.1.11. New Jersey	318
3.5.1.12. Új-Mexikó	319
3.5.1.13. New York	320
3.5.1.14. Észak Dakota	321
3.5.1.15. Ohio	322
3.5.1.16. Oregon	322
3.5.1.17. Rhode Island	323
3.5.1.18. Tennessee	324
3.5.1.19. Wisconsin	328
3.5.1.20. Vermont	328
3.5.1.21. Wyoming	329
3.5.1.22. Illinois	332
3.5.1.23. Missouri	332
3.5.1.24. Mississippi	333
3.5.1.25. Texas	333
3.5.1.26. Dél-Dakota	334
3.5.2. Kötelező erejű tagállami szabályozás az egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vételére	335
3.5.3. Az egyéb érdekelték érdekeit figyelembe vevő tagállami szabályozások értékelése	340

4. Az egyéb érdekelttek érdekeinek figyelembe vételét biztosító szabályozási megoldások értékelése	341
--	-----

IV. Fejezet Záró következtetések

1. A felelős társaságirányítás megközelítése az Egyesült Államokban és Európában	349
2. Következtetések	351
3. De figyelmet kell-e egyáltalán fordítani az egyéb érdekelttek érdekeire a vállalatfelvásárlások szabályozása során?	355
4. Javaslatok	361

Summary	369
----------------	-----

Összefoglaló	371
---------------------	-----

A dolgozatban hivatkozott legfontosabb források jegyzéke	373
---	-----

A dolgozatban hivatkozott legfontosabb jogforrások jegyzéke	392
--	-----

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 igazgatótanács 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.) 12-20. 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,³⁵ melyek utat nyitottak a felelős társaságirányítás területén egy drámai változásokat hozó jogalkotási hullámnak az Egyesült Államokban (és azon túlmutatóan is).³⁶ 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.³⁷ 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.³⁸ 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.³⁹ Ennek az elvnek már jól érzékelhető volt a gyakorlati megjelenése a *Dodge*

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

³⁵ Lásd KECSKÉS, András, *Felelős társaságirányítás: Corporate Governance* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 94-114. old.

³⁶ Lásd THOMPSON, Robert B., *Corporate Governance after Enron*, Houston Law Review, Vol. 40. Issue 1. (2003) 99. old.

³⁷ 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.

³⁸ Lásd MILLON, David, *Shareholder Primacy in the Classroom After the Financial Crisis*, Journal of Business & Technology Law, Vol. 8. Issue 1. (2013) 191. old.

³⁹ 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.

v. *Ford Motor Co.* ügy kapcsán 1919-ben hozott bírósági határozatban.⁴⁰ Ebben az ügyben a 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 igazgatóknak e cél szolgálatába kell állítaniuk hatalmukat.⁴¹ 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.⁴² *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.⁴³ 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.⁴⁴ 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.⁴⁵ Szintén kiemelte, hogy a társaság más társaságra való átruházását – történjen az akár egyesüléssel, részvénycseré-ügylettel, eszközértékesítéssel, vagy bármely más módon – lehetővé tevő

⁴⁰ Indokolt 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 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.

⁴¹ 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.

⁴² Lásd 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) 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.

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

⁴⁵ 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.⁴⁶

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*⁴⁷ 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.⁴⁸ 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.⁴⁹ 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*⁵⁰ és *Daniel R. Fischel*⁵¹. E megközelítés abból indult ki, hogy egy társaságot szerződések összefüggésrendszereként lehet leírni, mely szerződések a társaság részvényesei

⁴⁶ Lásd BERLE, Adolf A., *Corporate Powers As Powers in Trust*, Harvard Law Review, Vol. 44. Issue 7 (1931) 1069. old.

⁴⁷ Milton Friedman, élt 1912-től 2006-ig. Nobel-díjas amerikai közgazdász.

⁴⁸ 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.

⁴⁹ Lásd VELASCO, Julian, *Shareholder Ownership and Primacy*, University of Illinois Law Review, Vol. 2010. Issue 3. (2010) 898-899. old.

⁵⁰ 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.

⁵¹ 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 bármilyen maradványra igényt tartsanak.⁵²

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 „kockázatviselőknek” 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.⁵³ Így a részvényesek *implicit* szerződéses jogaival összhangban, a társaságokat a részvényesi jólét maximalizálására figyelemmel kell vezetni.⁵⁴

*Gordon D. Smith*⁵⁵ 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

⁵² 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.

⁵³ Lásd EASTERBROOK, Frank H., FISCHEL, Daniel R., *The Corporate Contract*, Columbia Law Review, Vol. 89. Issue 7. (1989) 1425. old.

⁵⁴ Lásd STOUT, Lynn A., *Bad and Not-So-Bad Arguments for Shareholder Primacy*, Southern California Law Review, Vol. 75. Issue 5. (2002) 1193. old.

⁵⁵ 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.⁵⁶

*Reinier Kraakman*⁵⁷ és *Henry Hansmann*⁵⁸ 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.⁵⁹

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.⁶⁰ 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.⁶¹

*Paddy Ireland*⁶² 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

⁵⁶ Lásd SMITH, Gordon D., *The Shareholder Primacy Norm*, *The Journal of Corporation Law*, Vol. 23. Issue 2. (1998) 277-278. old.

⁵⁷ Reinier H. Kraakman a Harvard Law School jogászprofesszora.

⁵⁸ Henry B. Hansmann a Yale Law School jogászprofesszora.

⁵⁹ 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.

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) 191-192. old.

⁶¹ 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.

⁶² 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 „járdékélvező” gazdaság legyen a világ többi részéhez való viszonyában.⁶³ 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.⁶⁴

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.⁶⁵

1.3. Az egyéb érdekeltek érdekeinek figyelembe vétele

Az egyéb érdekeltek érdekeinek figyelembe vételével kapcsolatos nézőpont komolyan alapoz *Edward Freeman*⁶⁶ 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

⁶³ Lásd IRELAND, Paddy, *Shareholder Primacy and the Distribution of Wealth*, *The Modern Law Review*, Vol. 68. Issue 1. (2005) 49-81. old.

⁶⁴ Lásd IRELAND, Paddy, *Shareholder Primacy and the Distribution of Wealth*, *The Modern Law Review*, Vol. 68. Issue 1. (2005) 79-80. old.

⁶⁵ Lásd SMITH, Gordon D., *The Shareholder Primacy Norm*, *The Journal of Corporation Law*, Vol. 23. Issue 2. (1998) 282. old.

⁶⁶ R. Edward Freeman a University of Virginia Darden School of Business professzora.

különböző érdekeltek közötti elosztásáról.⁶⁷ 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*⁶⁸ 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.⁶⁹

*Archie B. Carroll*⁷⁰ 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

⁶⁷ 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.

⁶⁸ 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>,

⁶⁹ 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.

⁷⁰ Archie B. Carroll a University of Georgia professzor emeritusa.

civil társadalom szervezetei.⁷¹ 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.⁷² *Robert Gray*⁷³ professzor és szerzőtársai pedig még inkább kiterjesztették az érdekeltek körét, és ide sorolták az eljövendő generációkat és a nem-emberi élőlényeket is.⁷⁴

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.⁷⁵ 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

⁷¹ 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.

⁷² 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.

⁷³ Robert Hugh Gray a University of St Andrews professzora.

⁷⁴ 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.

⁷⁵ 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.⁷⁶

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”⁷⁷. 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).⁷⁸ 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.⁷⁹ 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.⁸⁰ 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

⁷⁶ 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.

⁷⁷ 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.

⁷⁸ Lásd GREENFIELD, Kent, *Reclaiming Corporate Law in a New Gilded Age*, Harvard Law and Policy Review, Vol. 2. Issue 1. (2008) 8. old.

⁷⁹ 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.

⁸⁰ Lásd The Clarkson Principles of Stakeholder Management, Principle 1. Elérhető: <http://www.cauxroundtable.org/index.cfm?menuid=61>.

vállalatban való részvételük miatt feltételeznek.⁸¹ 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.⁸²

Az egyéb érdekelték érdekeit figyelembe vevő elmélet alapján a legfontosabb ilyen érdekelték a munkavállalók,⁸³ a hitelezők,⁸⁴ a beszállítók,⁸⁵ a fogyasztók,⁸⁶ és a – vállalat működésével érintett – helyi közösségek.⁸⁷ A vállalatfelvásárlások hatásai kapcsán azonban megjelenhet

⁸¹ Lásd The Clarkson Principles of Stakeholder Management, Principle 2. Elérhető: <http://www.cauxroundtable.org/index.cfm?menuid=61>,

⁸² Lásd The Clarkson Principles of Stakeholder Management, Principle 4. Elérhető: <http://www.cauxroundtable.org/index.cfm?menuid=61>,

⁸³ 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.

⁸⁴ 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.

⁸⁵ 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.

⁸⁶ A fogyasztók tulajdonképpen a közösség tagjai, akik érdekelték a vállalat tevékenységében, mivel igénybe veszik annak termékeit vagy szolgáltatásait. A fogyasztók talán a legfontosabb érdekelti 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.

⁸⁷ 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 kormányzati⁸⁸ 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”⁸⁹ pedig a vállalatokat vezető menedzserek versenyeznek az eszközök feletti irányítás jogáért.⁹⁰ 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.⁹¹

Ezzel kapcsolatban a vállalati akvizíciókról szóló szakirodalom gyakran tartalmazza a vállalatfelvásárlás (*takeover*)⁹² 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.⁹³ 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.

⁸⁸ 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.

⁸⁹ Ez az angol nyelvű szakirodalomban elterjedt „market for corporate control” szakkifejezés magyar nyelvű megfelelője.

⁹⁰ 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.

⁹¹ 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.

⁹² Lásd BEBCHUK, Lucian Arye, *Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers*, Harvard Law Review, Vol. 98. Issue 8. (1985) 1695. old.

⁹³ 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.⁹⁴ Ha az ajánlat bejelentésekor az ajánlattevő nem rendelkezik a céltársaság menedzsmentjének támogatásával, akkor az ajánlatot ellenségesnek⁹⁵ szokták minősíteni. Ha az ajánlattevő bírja a céltársaság menedzsmentjének támogatását, akkor az ajánlat baráti.⁹⁶ 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.⁹⁷ 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.⁹⁸ 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.⁹⁹ 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.¹⁰⁰ Ellenséges felvásárlás esetén az ajánlattevőnek a céltársaság menedzsmentje ellenállásának leküzdéséhez ugyanis a

⁹⁴ Lásd BROWN, Frank W., *COMMENTS-Corporate Defenses to Takeover Bids*, Tulane Law Review, Vol. 44. Issue 3. (1969-1970) 517-518. old.

⁹⁵ 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>

⁹⁶ 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) 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.

⁹⁷ Lásd DEMOTT, Deborah A., *Comparative Dimensions of Takeover Regulation*, Washington University Law Quarterly, Vol. 65. Issue 1. (1987) 73. old.

⁹⁸ 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.

⁹⁹ 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.

¹⁰⁰ 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) 695. old.

részvényesekhez kell közvetlenül fordulnia.¹⁰¹ 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.¹⁰²

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.¹⁰³ 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.¹⁰⁴

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

¹⁰¹ Lásd HANNES, Sharon, *The Hidden Virtue of Antitakeover Defenses*, *Cardozo Law Review*, Vol. 24. Issue 5. (2003) 1910. old.

¹⁰² Lásd CAI, Wei, *Hostile Takeovers and Takeover Defences in China*, *Hong Kong Law Journal*, Vol. 42. Part 3. (2012) 902. old.

¹⁰³ 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.

¹⁰⁴ 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*¹⁰⁵ 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.¹⁰⁶

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 képest¹⁰⁷ (ugyanakkor az ajánlattevő részvényesei a tranzakcióból nem remélhetnek egyértelműen hozamot).¹⁰⁸ 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

¹⁰⁵ John C. Coffee a Columbia Law School professzora.

¹⁰⁶ 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.

¹⁰⁷ 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.

¹⁰⁸ 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.¹⁰⁹ Álláspontjuk szerint így a vállalatfelvásárlások során fizetendő felár a részvényesi jólét és a hatékonyság emeléséhez kapcsolódik.¹¹⁰

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.¹¹¹ A

¹⁰⁹ 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.

¹¹⁰ 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.

¹¹¹ 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 leváltsa a nem kellően hatékony menedzsmentet.¹¹² Egyes empirikus kutatások alátámasztani látszanak az elméletet.¹¹³ 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.¹¹⁴ Szintén érdekes eredményt hozott *Kenneth J. Martin*¹¹⁵ és *John J. McConnell*¹¹⁶ 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.¹¹⁷

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*¹¹⁸ 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.¹¹⁹

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

¹¹² Lásd ROMANO, Roberta, *A Guide to Takeovers: Theory, Evidence and Regulation*, Yale Journal on Regulation, Vol. 9. Issue 1. (1992) 129–131. old.

¹¹³ Ugyanakkor ezekkel ellentétes empirikus eredmények és álláspontok is megjelennek a szakirodalomban, mint ahogy azt a következőkben bemutatjuk.

¹¹⁴ Lásd ROMANO, Roberta, *A Guide to Takeovers: Theory, Evidence and Regulation*, Yale Journal on Regulation, Vol. 9. Issue 1. (1992) 129-130. old.

¹¹⁵ Kenneth J. Martin a New Mexico State University College of Business pénzügyek professzora.

¹¹⁶ John J. McConnell a Purdue University Krannert School of Management pénzügyek professzora.

¹¹⁷ 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.

¹¹⁸ Henry G. Manne a George Mason University professzor emeritusa.

¹¹⁹ 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.¹²⁰ 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 biztosítják¹²¹ (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.¹²²

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.

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) 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.

¹²¹ 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.

¹²² 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.¹²³ 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 fizetése képtelen, vagy fizetése képtelenség 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.¹²⁴ 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.¹²⁵ Az Egyesült Államokban, egyes esetekben a vállalatfelvásárlás során fizetett felár az ajánlat előtti részvényárat akár 70%-ban is túllépte.¹²⁶ Ekkora mértékű felár pedig nehezen magyarázható a helytelen vállalati vezetéssel vagy önérdékű magatartásával,¹²⁷ és nehéz indokolni, hogy a felelős társaságirányítás más ellenőrzési mechanizmusai miért nem léptek már korábban működésbe.¹²⁸ Ha pedig elfogadjuk azon feltevést, hogy a céltársaságok általában kevésbé

¹²³ 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.

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.) 1203-1204. old.

¹²⁵ 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.

¹²⁶ 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.

¹²⁷ 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.

¹²⁸ Kiemelném, 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.¹²⁹ Minden bizonnyal igaz, hogy ha a menedzsereknek nem kell szembesülniük az esetleges ellenséges vállalatfelvásárlások veszélyével, ez negatívan befolyásolhatja teljesítményüket,¹³⁰ 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 részvénypakettet 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.

¹²⁹ 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.

¹³⁰ 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.¹³¹

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*.¹³² 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.¹³³ 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.¹³⁴ 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.¹³⁵ A menedzseri képességek optimális kihasználásával kapcsolatban is

¹³¹ 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.

¹³² 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.

¹³³ 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.

¹³⁴ Lásd ROMANO, Roberta, *A Guide to Takeovers: Theory, Evidence and Regulation*, Yale Journal on Regulation, Vol. 9. Issue 1. (1992) 126. old.

¹³⁵ 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.¹³⁶

A pénzügyi szempontú megközelítés pénzügyi tényezőkre helyezi a hangsúlyt. Így fontos szempont lehet a vállalat hitelképességének erősödése,¹³⁷ pénzügyi erejének megnövekedése.¹³⁸ 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.¹³⁹ Szintén erősítheti annak lehetőségét a vállalatfelvásárlás, hogy a költségesebb külső finanszírozás helyett a kevésbé költséges belső finanszírozás kerüljön alkalmazásra.¹⁴⁰ Így a tőke költségét csökkentő megoldás lehet a működő tőke átruházása a vállalat (újonnan egyesült) divíziói között a külső finanszírozás igénybevétele helyett.¹⁴¹ 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

¹³⁶ Lásd ROMANO, Roberta, *A Guide to Takeovers: Theory, Evidence and Regulation*, Yale Journal on Regulation, Vol. 9. Issue 1. (1992.) 126. old.

¹³⁷ 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.)

¹³⁸ 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.

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

¹⁴¹ 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.¹⁴²

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.¹⁴³ Az együttműködés szintén erőteljesebb tárgyalási pozíciót biztosíthat a cégnek a beszállítókkal és a fogyasztókkal szemben.¹⁴⁴

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.¹⁴⁵ 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.¹⁴⁶

¹⁴² Lásd ROMANO, Roberta, *A Guide to Takeovers: Theory, Evidence and Regulation*, Yale Journal on Regulation, Vol. 9. Issue 1. (1992) 128-129. old.

¹⁴³ 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.

¹⁴⁴ 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.

¹⁴⁵ 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.

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) 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.¹⁴⁷

2.2.4. A hatékonyságnövelés elmélete

A hatékonyság szempontjából megközelítve a vállalatfelvásárlások képesek lehetnek a vállalat erőforrásait az azokat hatékonyabban felhasználó piaci szereplőhözallokálni. Clas Bergström¹⁴⁸ 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 legtöbbször értéklik azokat, illetve a legalkalmasabb menedzsereket alkalmazzák. Ebből kiindulva pedig a vállalatfelvásárlásokkal kapcsolatban háromféle előnyös hatást azonosítottak. Kiemelték a hatékonyabb eszközösszetételt, a hatékonyabb menedzsmentet, és a jobb felelős társaságirányítási rendszerek kialakítását.¹⁴⁹

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.¹⁵⁰ 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

¹⁴⁷ 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.

¹⁴⁸ Clas Bergström a Stockholm School of Economics pénzügyek professzora.

¹⁴⁹ 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.

¹⁵⁰ 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.¹⁵¹

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.¹⁵² 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.¹⁵³

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 pozícionált. Ezt pedig egy racionálisan gondolkodó ajánlattevő kihasználhatja egyes társaságok megvásárlására

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) 499-500. old.

¹⁵² 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.

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) 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 azonosították. Ez alapján az elmélet inkább kiegészítő magyarázatul szolgál a vállalatfelvásárlásokra, mely egyes speciális iparágakban, illetve bizonyos esetekben kaphat relevanciát.¹⁵⁴

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.¹⁵⁵

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).¹⁵⁶ 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

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) 1169–1171. old., lásd szintén ugyanitt lbj. 63-64.

¹⁵⁵ 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.

¹⁵⁶ 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 ritkák¹⁵⁷ még az Egyesült Államokban is.¹⁵⁸ Az Európai Unióban pedig az elfogadott vállalatfelvásárlási irányelv nem enged teret ilyen megoldásoknak.¹⁵⁹

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.¹⁶⁰ 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

¹⁵⁷ 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.; HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 373-374. old.

¹⁵⁸ 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.

¹⁵⁹ Lásd HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 373-374. old.

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., 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.

egyes részlegei integrálhatóak legyenek az ajánlattevő már meglévő szervezeti felépítésébe.¹⁶¹ A vállalatok nagyobb mérete továbbá nagyobb biztonságot jelent az ellenséges felvásárlásokkal szemben is, illetve nagyobb presztízst biztosít a vállalati vezetőknek.¹⁶² 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.¹⁶³ 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.¹⁶⁴ Mivel ugyanakkor az elmélet csupán az ajánlattevő oldaláról, az ajánlattevőre gyakorolt hatás nézőpontjából közelíti meg a vállalatfelvásárlásokkal kapcsolatos problémakört, nem jelenthet teljes körű magyarázatot.¹⁶⁵ *Richard Roll*¹⁶⁶ professzor megfigyelései is megerősítették, hogy a vállalatfelvásárlások során az ajánlattevők tendenciózan hajlamosak túlzott árat fizetni a részvényekért.¹⁶⁷ Ezt az ún. *hübrisz* (arrogancia, gőg) elméletben fejtette ki. Bemutatta, hogyan vezethet a személyes

¹⁶¹ 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.

¹⁶² 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.

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) 1167–1169. 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.; 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.

¹⁶⁵ 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.

¹⁶⁶ Richard Roll a University of California Los Angeles Anderson School of Management alkalmazott pénzügyek professzor emeritusa.

¹⁶⁷ 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, HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 374-375. old.

egoizmus és a vállalati gőg túlfizetéshez.¹⁶⁸ Természetesen álláspontunk szerint ez sem jelenthet alkalmas magyarázatot minden vállalatfelvásárlás esetében.¹⁶⁹ Érdeemes mindazonáltal megjegyezni, hogy már a vállalatfelvásárlások kapcsán született korai empirikus tapasztalatok is az ajánlattevő részvényeinek árfolyamcsökkenéséről számolnak be a vállalatfelvásárlás szándékának bejelentését követően.¹⁷⁰ 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.¹⁷¹

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.¹⁷² 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.¹⁷³

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

¹⁶⁸ 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.

¹⁶⁹ 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.

¹⁷⁰ 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.

¹⁷¹ 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.

¹⁷² 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.

¹⁷³ 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.¹⁷⁴ 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.¹⁷⁵ 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.¹⁷⁶ 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

¹⁷⁴ Lásd CAI, Wei, *Hostile Takeovers and Takeover Defences in China*, Hong Kong Law Journal, Vol. 42. Part 3, (2012) 901. 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.

¹⁷⁶ 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.¹⁷⁷

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.¹⁷⁸ Bár a meghozott trösztellenes törvények korlátozták és szabályozták a

¹⁷⁷ 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.

¹⁷⁸ 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.¹⁷⁹

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.¹⁸⁰ 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

¹⁷⁹ 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.

¹⁸⁰ 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. Ravenscraft¹⁸¹ és Scherer¹⁸² professzorok kutatásai alapján az e célból megkötött tranzakciók tették ki a vállalatfelvásárlási ügyletek jelentős hányadát (közel felét) a harmadik vállalatfelvásárlási hullám során.¹⁸³ A vállalat-konglomerátumok kialakításának igénye bizonyos politikai és gazdasági körülmények hatásaiból 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.¹⁸⁴

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.¹⁸⁵

Szintén befolyásolta a „konglomerátum-egyesülés” hullámot az ún. *P/E (árfolyam/nyereség arány) varázslat*.¹⁸⁶ Ez tette ugyanis lehetővé a vállalatfelvásárlások finanszírozását és

¹⁸¹ David Ravenscraft a Kenan-Flagler Business School pénzügyek professzora. Szakterületébe tartoznak – többek között – az egyesülések és vállalatfelvásárlások.

¹⁸² Frederic M. Scherer a Harvard University John F. Kennedy School of Government professzor emeritusa.

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) 902-904. old.; Lásd még RAVENSCRAFT, David, SCHERER, Frederic M., *Mergers, Sell-Offs and Economic Efficiency* (Brookings Institution, 1987) 23. 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) 904-905. old.

¹⁸⁵ 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.

¹⁸⁶ 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.¹⁸⁷

Ugyanakkor a „*konglomerátum-egyesülés*” hullám sem élte túl a korszak jelentős gazdasági visszaesését, nevezetesen az 1973-74-es válságot (mely leginkább olajválságként ismert).¹⁸⁸ 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.¹⁸⁹

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.¹⁹⁰ 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.

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) 905-909. 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) 902, 906-909. old.

¹⁸⁹ 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.

¹⁹⁰ 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*”.¹⁹¹ 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) szétdarabolására 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.¹⁹²

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.¹⁹³

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.¹⁹⁴ 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,¹⁹⁵ 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

¹⁹¹ 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.

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) 910-911., 915. 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. old.

¹⁹⁴ 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.

¹⁹⁵ 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.¹⁹⁶

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.¹⁹⁷

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

¹⁹⁶ 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.

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) 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.¹⁹⁸ 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.¹⁹⁹

3.7. Vállalatfelvásárlási tevékenység napjainkban

A 2008-ban kirobbant globális pénzügyi és gazdasági válság érzékenyen érintette a vállalatfelvásárlási tevékenységet is. Ugyanakkor a válság után hat évvel (tehát 2014-ben) már arról cikkezett az üzleti szaksajtó, hogy az egyesülési és vállalatfelvásárlási tevékenység jelentős élénkülést mutat, és elérte a válság előtti szintet. 2014-ben például az egyesülési és vállalatfelvásárlási ügyletek összértéke a világon az előző évihez képest 47%-al növekedett, és így elérte a 3 340 milliárd dollárt. A jelentős értékű „megaügyletek” szintén visszatértek az üzleti élet színpadára. (Ez annál inkább igaz, hogy az ügyletek számában csak 5%-os növekedés volt tapasztalható az előző évihez képest, így az egyesülési és vállalatfelvásárlási tevékenységben bekövetkező növekedés az ügyletek értéknövekedésének tudható be. Így a közepes és kisebb vállalatoknak még be kell szállniuk ebbe a folyamatba.) Az üzleti bizalom erősödésével az ellenséges vállalatfelvásárlások is megélénkültek, és az ezredfordulót követő (tehát 14 éves) csúcsra emelkedett az ellenséges vállalatfelvásárlási tevékenység 2014-re. Ez alapján pedig nem alaptalan egy újabb jelentősebb vállalatfelvásárlási hullám felbukkanására számítani a közeljövőben.²⁰⁰

¹⁹⁸ 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.

¹⁹⁹ 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.

²⁰⁰ Lásd Financial Times (ft.com) Takeover volumes move to highest post-crisis levels, Arash Massoudi, M&A Correspondent, December 22, 2014. Elérhető: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/Od62639e-894c-11e4-9b7f-00144feabdc0.html#axzz3eWtaagZy> ; The Economic Times, 20 Nov, 2014, Merger fever back on Wall Street six years after the financial crisis Elérhető: <http://economictimes.indiatimes.com/news/international/business/merger-fever-back-on-wall-street-six-years-after-the-financial-crisis/articleshow/45213172.cms> ; Financial Times (ft.com) Hostile takeovers rise to

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 részvénytulajdon²⁰¹ határozott jelenléte.²⁰² 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 részvénytársasághoz teszi hasonlóvá.²⁰³ Érdemes röviden kitérnünk e részvényesi struktúra előnyeire és hátrányaira. Előnyt jelenthet, hogy a koncentrált részvénytulajdonnal rendelkező társaságban a pakett-tulajdonos jelentős tulajdoni hányada²⁰⁴ komoly ösztönzést nyújthat számára a menedzsment hatékonyabb felügyeletére²⁰⁵ vagy akár a társaság vezetésére. Továbbá egy jelentős részvénytulajdonos részvényes általában szorosabb kapcsolatot ápol a vállalattal, és viszonylagosan alacsonyabb költséggel is tud róla információhoz jutni.

14-year high in M&A as confidence grows by Arash Massoudi in London and Ed Hammond in New York, June 8, 2014. Elérhető: <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/a8a8f608-eee5-11e3-8e82-00144feabdc0.html#axzz3eWtaagZy>

²⁰¹ 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.

²⁰² 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.

²⁰³ Lásd ROE, Mark J., *German Codetermination and German Securities Markets*, Columbia Journal of European Law, Vol. 5. Issue 2. (1999) 199-200. old.

²⁰⁴ 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.

²⁰⁵ 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.

Így a társaságban felmerülő problémákat képes lehet korábban érzékelni, mint ahogy azokra az ún. szórt részvényesi struktúrában fény derülne.²⁰⁶ A koncentrált tulajdonosi szerkezet fenti sajátosságai alkalmasak lehetnek az *ügynök-költség* csökkentésére,²⁰⁷ 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 érdekkellentét lehetőségét. Ez abból adódik, hogy a jelentős részesedéssel rendelkező részvényesnek lehetősége nyílna a vállalat feletti irányítást egyéni haszonszerzési törekvései szolgálatába állítani.²⁰⁸ Így ebben a struktúrában a kisebbségi részvényesek érdekeit védő megfelelő jogi szabályozás²⁰⁹ kialakítására érdemes komoly hangsúlyt helyezni.²¹⁰

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.²¹¹

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.²¹² Ennek elérése több módszerrel is lehetséges. Ilyen az egy részvény egy szavazat elvtől való eltérés különböző

²⁰⁶ Lásd GILSON, Ronald J., *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, Harvard Law Review, Vol. 119. Issue 6. (2006) 1651. old.

²⁰⁷ Lásd ROE, Mark J., *Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control*, Stanford Law Review, Vol. 53. Issue 3. (2000) 548–549.; 602. old.

²⁰⁸ 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.

²⁰⁹ 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.

²¹⁰ Lásd GILSON, Ronald J., *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, Harvard Law Review, Vol. 119. Issue 6. (2006) 1652–1653. old.

²¹¹ 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.

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

részvényosztályok kibocsátása segítségével (különösen többszörös szavazati jogot megtestesítő, szavazatelsőbbbségi részvény kibocsátásával), illetve kiemelendő e tekintetben az ún. közvetett tulajdonosi szerkezetek (*piramis-struktúrák*) alkalmazása is.²¹³ 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.²¹⁴ 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.²¹⁵ A fenti megoldások továbbá jelentősen megnehezíthetik egy vállalat ellenséges felvásárlását.²¹⁶

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.²¹⁷ 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 irányelvek²¹⁸ képezik.²¹⁹ Ki kell

²¹³ 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.

²¹⁴ Lásd GILSON, Ronald J., *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, Harvard Law Review, Vol. 119. Issue 6. (2006) 1649-1652. old.

²¹⁵ 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.

²¹⁶ 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.

²¹⁷ Lásd KECSKÉS, András, *Felelős társaságirányítás: Corporate Governance* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 149-235. old.

²¹⁸ Az elfogadott társasági jogi irányelvek az alábbiak:

ugyanakkor emelni, hogy a társasági jog harmonizációja az Európai Unióban eddig – ellentétben a tőkepiaci jog harmonizációjával – csak mérsékelten bizonyult sikeresnek.²²⁰ Ez pedig nem csekély mértékben a tagállamok eltérő felelős társaságirányítási hagyományainak eredménye, melyek alapvonásain a tárgykörben megalkotott közösségi irányelveknek sem

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 beszámolóiról (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

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/tanszekek/polgari/tarsasagi_jog/tarsasagi_jog_az_europai_unioban.pdf; Lásd szintén http://ec.europa.eu/internal_market/company/official/index_en.htm

²¹⁹ 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.

²²⁰ 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–KANANDA, Hideki–BAUM, Harald, Oxford University Press, 2009) 124. old.

sikerült jelentősen módosítani. 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.²²¹

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.²²²

A másik jelentős szabályozási mód az üzleti szféra önszabályozása, mely különböző nem kötelező erejű szabályokban ölt testet. Ezek képviselői az egyes tagállamokban kibocsátott felelős társaságirányítási ajánlások, az ún. *corporate governance kódexek*.²²³ 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.²²⁴

A szabályok betartásához az ad kellő nyomatékot, 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

²²¹ 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.

²²² Lásd KECSKÉS, András, *Felelős társaságirányítás: Corporate Governance* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 236-237. old.

²²³ 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.

²²⁴ 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.

szűkebb értelemben vett felelős társaságirányítás területén általánosan alkalmaznak az Európai Unióban.²²⁵

Érdeemes megjegyezni, hogy a *comply or explain* alapon felépülő kódexek jelentős mértékben hasonló tartalommal rendelkeznek.²²⁶ 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.²²⁷

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.²²⁸ 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.²²⁹

²²⁵ Lásd HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 210-213. old.

²²⁶ 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.

²²⁷ 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.

²²⁸ 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.

²²⁹ Lásd WYMEERSCH, 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–

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,²³⁰ 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)²³¹ 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*)²³² látják el.²³³ Az 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.²³⁴ Az eseti bizottságok körébe például egy tranzakció lefolytatására vagy egy vállalatfelvásárlási ajánlat megítélésére és az esetleges válaszlépések kialakítására felállított bizottság tartozhat.²³⁵ A fenti esetekben szintén komoly szerepe van a független tagok jelenlétének. Európában az Egyesült Királyság vállalatai kizárólagosan e modell szerint alakítják ki irányítási

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

²³⁰ Lásd SPEECKAERT, Patrick, *Corporate Governance in Europe*, Fordham Finance, Securities & Tax Law Forum, Vol. 2. 33-34. old.

²³¹ 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.

²³² 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.

²³³ 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.

²³⁴ 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

²³⁵ 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.

rendszerüket.²³⁶ Indokolt kiemelni, hogy az Egyesült Királyságban kötelező elválasztani az igazgatótanács elnökének és a *CEO*-nak a pozícióját,²³⁷ így az Egyesült Államokból ismert „nagyhatalmú *CEO*-k”²³⁸ kevésbé képesek befolyásolni a vállalatirányítást.²³⁹ Az egyszintű irányítási rendszer jelentős előnye, hogy az ellenőrzési tevékenység a döntéshozatali folyamatba építetten tud megvalósulni.²⁴⁰

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.²⁴¹ Ebben a modellben a bizottságok vállalatirányításban játszott szerepe csekélynek mondható.²⁴² Németországban jelentős arányban vesznek részt a felügyelőbizottság munkájában munkavállalók (munkavállalói képviselők), illetve – ide sorolva – szakszervezeti képviselők. A felügyelőbizottság felelős ugyanakkor az igazgatóság kinevezéséért.²⁴³ 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

²³⁶ 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.

²³⁷ 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>

²³⁸ Lásd BARCLIFT, Z. Jill, *Corporate Governance and CEO Dominance*, Washburn Law Journal, Vol. 50. Issue 3. (2011) 611–634. old.

²³⁹ Lásd NEIL, Harvey, *Corporate Governance: The British Experience*, International Business Law Journal, Vol. 1995. Issue 8 (1995) 949–950. old

²⁴⁰ 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.

²⁴¹ 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.; KECSKÉS, András, *Felelős társaságirányítás: Corporate Governance* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 264. old.

²⁴² Lásd KECSKÉS, András, *Felelős társaságirányítás: Corporate Governance* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 263–267., 268–272., 275–282., 285–291., 289–290. old.

²⁴³ Lásd SPEECKAERT, Patrick, *Corporate Governance in Europe*, Fordham Finance, Securities & Tax Law Forum, Vol. 2. (1997) 33–34. old.

vesznek tekintetbe.²⁴⁴ E modell nyilvánvalóan elősegíti a munkavállalók és más (a részvényesek csoportján túlmutató) érdekelték érdekeinek becsatornázását a vállalati döntéshozatalba.²⁴⁵ A modell szintén komolyabb szociális nyomást helyez a vállalatokra, mint ami mondjuk az amerikai társaságok esetében megfigyelhető.²⁴⁶ 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.²⁴⁷ Ugyanakkor a modell hátránya, hogy a felügyelőbizottság által kifejtett ellenőrzési tevékenység nem a döntéshozatali folyamatba építetten valósul meg, hanem jellemzően utólagos, reaktív szemléletű.²⁴⁸

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 Spanyolország²⁴⁹ mellett²⁵⁰ például Magyarországon is a társasági jog 2006-os reformja óta.²⁵¹ E megoldás egyértelmű hozadéka, hogy a társaságok számára lehetőséget biztosít a számukra megfelelő irányítási rendszer kialakítására.²⁵² Szintén

²⁴⁴ Lásd SPEECKAERT, Patrick, *Corporate Governance in Europe*, Fordham Fordham Finance, Securities & Tax Law Forum, Vol. 2. (1997) 34. old.

²⁴⁵ Lásd SPEECKAERT, Patrick, *Corporate Governance in Europe*, Fordham Finance, Securities & Tax Law Forum, Vol. 2. (1997) 34-35. old.

²⁴⁶ Lásd SPEECKAERT, Patrick, *Corporate Governance in Europe*, Fordham Finance, Securities & Tax Law Forum, Vol. 2. (1997) 35. old.

²⁴⁷ 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.; KECSKÉS, András, *Felelős társaságirányítás: Corporate Governance* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 264. old.

²⁴⁸ Lásd BÖCKLI, Peter, *Konvergenz: Annäherung des monistischen und das 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.; KECSKÉS, András, *Felelős társaságirányítás: Corporate Governance* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 263-267., 268-272., 275-282., 285-291., 278-280. old.

²⁴⁹ Lásd JUAN-MATEU, Fernando, *The Private Company in Spain – Some Recent Developments* – European Company and Financial Law Review (2004) Vol. 1. 60–62. old.

²⁵⁰ Lásd BERRAR, Carsten, *Die Entwicklung der Corporate Governance in Deutschland im internationalen Vergleich* (Baden-Baden, 2001) 36–41. old.

²⁵¹ 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.

²⁵² Lásd KECSKÉS, András, *Felelős társaságirányítás: Corporate Governance* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 264-265. old.

megemlíthető, hogy az amerikai és brit befektetők számára vonzó lehet, ha az általuk megszokott irányítási rendszert választhatják a jelentős részesedésükkel működő vállalatok.²⁵³

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.²⁵⁴ Az 1976-ban elfogadott *Mitbestimmungsgesetz*²⁵⁵ rendelkezései szabályozzák ennek konkrét módját.²⁵⁶ 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.²⁵⁷ Ez a modell korlátozott, de kifejezett befolyást biztosít az egyéb érdekelték körébe tartozó munkavállalói csoportnak. Hasonló rendszert alkalmaz Hollandia. Óvatosabb, de szintén jelentős a munkavállalói részvétel jelenléte Ausztriában, a Cseh Köztársaságban, Szlovéniában, Szlovákiában, Magyarországon, Luxemburgban, Dániában, Svédországban és Finnországban.²⁵⁸

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

²⁵³ Lásd KECSKÉS, András, *Felelős társaságirányítás: Corporate Governance* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 265. old.

²⁵⁴ 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>,

²⁵⁵ 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.

²⁵⁶ 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.

²⁵⁷ 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>,

JUNGMANN, 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.; KECSKÉS, András, *Felelős társaságirányítás: Corporate Governance* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 280-281. old.

²⁵⁸ 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.; KECSKÉS, András, *Felelős társaságirányítás: Corporate Governance* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 280-281. old.

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.²⁵⁹ 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.²⁶⁰

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 képviselői rendszere nem érvényesül.²⁶¹ Az Európai Unióban pedig a munkavállalói képviselői 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.²⁶² A szabályozással elérendő véggel tehát az egységes, jól működő és likvid értékpapírpiac létrehozása, amely magasabb vállalatértékhez vezet, alacsonyabb tőkeköltséget jelent a társaságoknak, a befektetők (részvényesek) számára pedig magasabb hozamot biztosít. A kisebbségi részvényesek védelmének²⁶³ és a részvényesekkel való egyenlő elbánásnak a biztosítása szintén jelentős hangsúlyt kapott.²⁶⁴ Az első komolyabb

²⁵⁹ 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.; KECSKÉS, András, *Felelős társaságirányítás: Corporate Governance* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 280-281. old.

²⁶⁰ 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.

²⁶¹ Lásd KECSKÉS, András, *Felelős társaságirányítás: Corporate Governance* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 274. old.

²⁶² 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.

²⁶³ 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.

²⁶⁴ 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

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.²⁶⁵ Ekkor ugyanis az Európai Közösség különböző tagállamainak vállalatai eltérő nemzeti vállalatfelvásárlási rezsimek alatt működtek.²⁶⁶ A határokon átívelő vállalatfelvásárlások vonatkozásában a különböző tagállamokban érvényesülő szabályozások kollíziója gyakran szükségtelen akadályt és bizonytalanságot jelentett.²⁶⁷ E tranzakciók száma pedig az 1980-as évek második felében, illetve az 1990-es években, nemzetközi szinten is erőteljes növekedést mutatott.²⁶⁸

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.²⁶⁹ 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.²⁷⁰ Ezt a tervezetet ugyanakkor elvetették a tagállamok,²⁷¹ és a vállalatfelvásárlási irányelv végső változatának elfogadása további 15 évet vett igénybe.²⁷²

1996. február 8-án a tagállamokkal folytatott kiterjedt konzultáció eredményeképpen az Európai Bizottság egy új javaslatot mutatott be a vállalatfelvásárlási irányelvre vonatkozóan

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.

²⁶⁵ *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.

²⁶⁶ 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.

²⁶⁷ 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) 696–697, 699. old.

²⁶⁸ 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.

²⁶⁹ 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) 699–700. old.

²⁷⁰ 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.

²⁷¹ 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 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.

²⁷² Lásd HALÁSZ, Vendel-KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 401–402. old.

az Európai Tanácsnak és a Parlamentnek.²⁷³ További intenzív párbeszéd eredményeként az Európai Parlament 2000. decemberében elfogadta a Tanács vállalatfelvásárlási irányelvre vonatkozóan kialakított közös álláspontját tizenöt módosítással.²⁷⁴ Ugyanakkor miután 2001. július 4-én, tizenkét évnyi tárgyalást és egyeztetést követően szavazásra bocsátották a vállalatfelvásárlási irányelvet az Európai Parlamentben, az 273–273 szavazattal²⁷⁵ szavazategyenlőség miatt megbukott.²⁷⁶ 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 professzor²⁷⁷ vezetésével, hogy fogalmazzák meg a vállalatfelvásárlási irányelvvel kapcsolatos javaslataikat.²⁷⁸ 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.²⁷⁹

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

²⁷³ 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.

²⁷⁴ 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.

²⁷⁵ Lásd MENJUCQ, Michel, *The European Regime on Takeovers*, *European Company and Financial Law Review*, Vol. 3. Issue 2. (2006) 222. old.

²⁷⁶ 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.

²⁷⁷ 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

²⁷⁸ 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.

²⁷⁹ 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 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>,

javaslat széles körű támogatást kapott.²⁸⁰ Ezt követően 2003. december 16-án megszületett az egyezség a vállalatfelvásárlási irányelv tárgyában, és az Európai Parlament elfogadta a kompromisszumos változatot.²⁸¹ 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*²⁸² belső piaci biztos csak úgy jellemezte az irányelvet, hogy az „nem éri meg a papírt, amire írták”.²⁸³

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.²⁸⁴ Erre épül a tagállamok által elfogadott szabályozás, melyet legkésőbb 2006. május 20-ig harmonizálni kellett az irányelvvel.²⁸⁵ A tagállamok vállalatfelvásárlási szabályozását összefoglalóan elemzi az Európai Bizottság megbízásából készített *The Takeover Bids Directive Assessment Report*.²⁸⁶

²⁸⁰ 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.

²⁸¹ 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) 692. old.

²⁸² Frederik "Frits" Bolkestein holland politikus, az Európai Bizottság belső piaci biztosa 1999-től 2004-ig.

²⁸³ 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 Millenium*, *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.

²⁸⁴ 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.

²⁸⁵ 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.

²⁸⁶ Lásd http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf; A The Takeover Bids Directive Assessment Report az Európai Unió 22 tagállamában vizsgálta meg a vállalatfelvásárlási szabályozást és érvényesülését. Ezek a következők: Ausztria, Belgium, Ciprus, Cseh Köztársaság, Dánia, Észtország, Finnország, Franciaország, Németország, Görögország, Magyarország, Írország, Olaszország, Luxemburg, Hollandia, Lengyelország, Portugália, Románia, Szlovákia, Spanyolország, Svédország, és az Egyesült Királyság.

4.2. A vállalatfelvásárlások szabályozási háttere az Egyesült Államokban

4.2.1. Az Egyesült Államok felelős társaságirányítási képe

Rafael La Porta²⁸⁷ professzor és munkaközösségének kutatásai alapján kijelenthetjük, hogy a szórt részvényesi struktúrával²⁸⁸ rendelkező nyilvánosan működő részvénytársaságok, és az ezáltal létrejövő likvid tőkepiacok jelentik az Egyesült Államok (és az Egyesült Királyság) felelős társaságirányítási képének legfontosabb alapvonását, kiindulópontját.²⁸⁹ Érdemes egyúttal rámutatni, hogy e viszonyok kedveznek leginkább az ellenséges vállalatfelvásárlások kibontakozásának.²⁹⁰ A szórt részvényesi struktúrával rendelkező Egyesült Államokban a kisorosztványesek 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.²⁹¹ 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.²⁹²

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,²⁹³ ezzel is növelve a vállalat menedzsmentjének ellenőrzését. Így ott a CEO és az elnök személye nem eshet egybe. Kecskés András megállapítása alapján így a két nagy angolszász *corporate governance* alrendszer között ugyanazon terminológia kapcsán lényeges eltérés található. A CEO pozíció

²⁸⁷ Rafael La Porta a Dartmouth College Tuck School of Business pénzügyek professzora.

²⁸⁸ 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.

²⁸⁹ Lásd ROE, Mark J., *Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control*, Stanford Law Review, Vol. 53. Issue 3. (2000) 541. old.

²⁹⁰ Lásd GILSON, Ronald J., *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, Harvard Law Review, Vol. 119. Issue 6. (2006) 1641-1643. old.

²⁹¹ 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.

²⁹² 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

²⁹³ 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>

gyakorlati jelentése viszont kétségkívül egy és ugyanaz, nevezetesen a társaság operatív irányításának vezetője.²⁹⁴ Az Egyesült Államokban felelős társaságirányítási kockázatot hordozhat a („nagyhatalmú”) *CEO*-nak az igazgatótanács felett gyakorolt jelentős befolyása.²⁹⁵

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.²⁹⁶ 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.²⁹⁷ 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.²⁹⁸ 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.²⁹⁹ 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

²⁹⁴ Lásd KECSKÉS, András, *Felelős társaságirányítás: Corporate Governance* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 25. old.

²⁹⁵ Lásd BARCLIFT, Z. Jill, *Corporate Governance and CEO Dominance*, Washburn Law Journal, Vol. 50. Issue 3. (2011) 611-634. old.

²⁹⁶ 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.

²⁹⁷ Lásd ROE, Mark J., *Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control*, Stanford Law Review, Vol. 53. Issue 3. (2000) 545-546. old.

²⁹⁸ Lásd ROE, Mark J., *Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control*, Stanford Law Review, Vol. 53. Issue 3. (2000) 545. old.

²⁹⁹ 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.³⁰⁰ 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.³⁰¹ 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.³⁰² Egy nyilvános részvénykibocsátással megvalósuló tőkeemelés esetén a befektetők szintén a helyesen irányított társaságokat preferálják, így azok kedvezőbb feltételekkel juthatnak tőkéhez.³⁰³ 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.³⁰⁴ 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.³⁰⁵

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.; HALÁSZ, Vendel-KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 351-352.. old.

³⁰¹ 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.

³⁰² 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.

³⁰³ 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.

³⁰⁴ Lásd ROE, Mark J., *Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control*, Stanford Law Review, Vol. 53. Issue 3. (2000) 546. old.

³⁰⁵ 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.³⁰⁶

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.³⁰⁷ 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.

³⁰⁶ 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.

³⁰⁷ 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.³⁰⁸ 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*.³⁰⁹ 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*³¹⁰ 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.³¹¹ 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*) intézményéből³¹² kilépve kiterjesztésre került számos szakember és a klienseik közötti viszonyra, illetve a kereskedelem világába.³¹³ 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

³⁰⁸ Lásd GARRETT, Ray, *Model Business Corporation Act*, *Baylor Law Review*, Vol. 4. Issue 4. (1952) 426. old.

³⁰⁹ 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.

³¹⁰ Lásd KECSKÉS, András, *Az Enron botrány és az üzleti jog rohadt almái*, *Magyar Jog*, 2008. évi 6. szám. 429-440. old.

³¹¹ 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.

³¹² A bizalmi vagyonkezelés jogi konstrukciója, jogintézménye kapcsán lásd: SÁNDOR, István, *A bizalmi vagyonkezelés és a trust - Jogtörténeti és összehasonlító jogi elemzés* (HVG-ORAC, Budapest, 2014.) 20-22. old.

³¹³ Lásd BRUDNEY, Victor, *Contract and Fiduciary Duty in Corporate Law*, *Boston College Law Review*, Vol. 38. Number 4. (1997) 595. old.

gondossági kötelezettséget (*duty of care*), és a lojalitási kötelezettséget³¹⁴ (*duty of loyalty*). A hagyományos megközelítés alapján a feladatuk ellátása során hanyagul eljáró igazgatók 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.³¹⁵ 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.³¹⁶

A bizalmi kötelezettségnek több forrása is megjelölhető az Egyesült Államokban. Lyman Johnson³¹⁷ 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*

³¹⁴ Lásd SÁNDOR, István, *A bizalmi vagyonkezelés és a trust - Jogtörténeti és összehasonlító jogi elemzés* (HVG-ORAC, Budapest, 2014.) 136-137. old.

³¹⁵ 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.

³¹⁶ 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 viszonyal 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.

³¹⁷ Lyman P. Q. Johnson a Washington and Lee University School of Law professzora.

through April 2006) rendelkezéseiből ismerhetőek meg.³¹⁸ 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 megbízó javára, és annak felügyelete alatt eljárjon, és az ügynök kinyilvánítja beleegyezését vagy más módon hozzájárul ehhez.³¹⁹

A *Restatement* rendelkezései között olvashatjuk, hogy az ügynököt bizalmi kötelezettség terheli, hogy lojálisan járjon el a megbízó javára az ügynökség-viszonnnyal összefüggő minden kérdésben.³²⁰ A gondossági kötelezettséget (*duty of care*) a *Restatement* „teljesítmény - kötelezettség” címszón belül tartalmazza.³²¹ 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.³²² Az Egyesült Államok társasági jogirodalmában ugyanakkor általánosan elterjedt e gondossági kötelezettségre, mint *bizalmi kötelezettségre* hivatkozni.³²³

³¹⁸ 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.

³¹⁹ *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)

³²⁰ 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)

³²¹ 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)

³²² 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)

³²³ 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.

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 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*).³²⁴ 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.³²⁵ 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.³²⁶ 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.³²⁷

³²⁴ 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.

³²⁵ Lásd *Model Business Corporations Act* § 8.42. (a) Elérhető: <https://users.wfu.edu/palmitar/ICBCorporations-Companion/Conexus/ModelBusinessCorporationAct.pdf>

³²⁶ Lásd *Model Business Corporations Act* § 8.42. (b) Elérhető: <https://users.wfu.edu/palmitar/ICBCorporations-Companion/Conexus/ModelBusinessCorporationAct.pdf>

³²⁷ See *Model Business Corporations Act* § 8.42. (c) Elérhető: <https://users.wfu.edu/palmitar/ICBCorporations-Companion/Conexus/ModelBusinessCorporationAct.pdf>

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 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.³²⁸

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.³²⁹

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

³²⁸ 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>,

³²⁹ Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf, 202. old.

számukra. Az üzleti értékítélet szabálya által nyújtott védelmet pedig felülírhatja, ha ebben a tekintetben súlyos gondatlanságot (*gross negligence*) mutatnak.³³⁰

Szintén komoly jelentősége volt az igazgatók felelőssége és döntéshozatali autonómiájuk határainak meghatározása kapcsán a *Smith v. Van Gorkom* ügyben hozott döntésnek. A sokat 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 megdöbbsent 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.³³¹

³³⁰ 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.

³³¹ 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.;

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. *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.”³³²

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.³³³ Ez a szabályozás alapvetően a vállalatfelvásárlásokkal kapcsolatos közzétételi követelményekre és e tranzakciók menetrendjére terjed ki.³³⁴ 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.³³⁵ 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.³³⁶ A szabályozás elfogadásának célja előterjesztője, *Harrison Williams*³³⁷ szenátor

³³² 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.;

³³³ 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.

³³⁴ 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.

³³⁵ 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. Issue 2. (1998) 390. old.

³³⁶ 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.

³³⁷ *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

szerint, hogy „a releváns tényeket ismertté tegye, hogy a részvényeseknek tisztességes lehetősége legyen, hogy meghozzák döntésüket”.³³⁸

Ezen túlmenően pedig a területükön bejegyzett vállalatok felvásárlásával kapcsolatos felelős társaságirányítási szabályozást minden tagállamnak lehetősége van megalkotni.³³⁹ 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 hópelyhek. Ha úgy véled, hogy találtál hasonlókat, valószínűleg csak nem vizsgáltad meg őket elég közelről.³⁴⁰ 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.³⁴¹ 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

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. 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>,

³³⁸ 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.

³³⁹ 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.

³⁴⁰ 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.

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.

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 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.³⁴² A delaware-i *Court of Chancery*³⁴³ 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*).³⁴⁴ A Delaware állam bíróságai által meghozott számos kulcsfontosságú elvi jelentőségű határozat befolyásolta a vállalatvezetőknek az ellenséges ajánlattevők felvásárlási törekvéseire adott válaszlépéseit az Egyesült Államokban.³⁴⁵ Így legfőképp ezek bemutatása indokolt a dolgozat keretei között.

³⁴² 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.

³⁴³ 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/>,

³⁴⁴ 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.

³⁴⁵ 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.

II. Fejezet

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*³⁴⁶ és *Krishna G. Palepu*³⁴⁷ 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).³⁴⁸

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*³⁴⁹ 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

³⁴⁶ Paul M. Healy a Harvard Business School professzora.

³⁴⁷ Krishna G. Palepu a Harvard Business School professzora.

³⁴⁸ 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.

³⁴⁹ George A. Akerlof a Berkeley Egyetem közgazdaságtan professzora, 2001-ben közgazdasági Nobel-díjjal ismerték el munkásságát.

információs asszimetria hatását tanulmányában (egyrészt) a használtautók piacán mutatta be. A rossz üzletet az amerikai köznyelvben pedig „lemon”-nak is nevezik. És akár a használtautók világában, a tőkepiacon is negatív hatást gyakorol a termékek, ügyletek árazására, ha azok minőségéről nem áll megbízható információ rendelkezésre.³⁵⁰

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 alulárthat bizonyos „jó” befektetési lehetőségeket, míg túlárthat bizonyos „rossz” befektetési lehetőségeket a vállalkozók számára rendelkezésre álló információkhoz képest.³⁵¹

A tőkepiacokon a befektetések értékeléséhez szükséges információk biztosítása kapcsán indokolt idézni Zohar Goshen³⁵² és Gideon Parchomovsky³⁵³ 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

³⁵⁰ 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.

³⁵¹ 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.

³⁵² Zohar Goshen a Columbia Law School jogászprofesszora.

³⁵³ Gideon Parchomovsky a University of Pennsylvania Law School professzora.

ők képesek leginkább arra, hogy pontos árázással és megfelelő likviditással lássák el a piacokat. Ezt felismerve, az értékpapírjog feladata olyan piaci feltételek kialakítása, mely 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.³⁵⁴ A szerzőpáros szintén kiemelte, hogy a nyílt piacokon tevékenykedő társaságok esetében a teljes körű, kötelező közzétételi szabályok előírásának egyik haszna az értékpapírok hatékony árázása. A hatékony árázás 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.³⁵⁵

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.³⁵⁶

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

³⁵⁴ Lásd GOSHEN, Zohar, PARCHOMOVSKY, Gideon, *The Essential Role of Securities Regulation*, Duke Law Journal, Vol. 55, No. 4. (2006) 713-715., 781. old.

³⁵⁵ Lásd GOSHEN, Zohar, PARCHOMOVSKY, Gideon, *The Essential Role of Securities Regulation*, Duke Law Journal, Vol. 55, No. 4. (2006) 759-760. old.

³⁵⁶ 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.

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 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.³⁵⁷ 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.³⁵⁸ A vállalati jog már hosszú ideje elfogadta azt a feltevést, mely szerint a menedzsment gyakran rendelkezik magasabb szintű információval,³⁵⁹ a részvényesekkel szemben.³⁶⁰ 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.³⁶¹ A részvényesi döntéshozatal során a fentiek értelmében *információs asszimetria* jelenik meg, mely általában a kisbefektetők helyzetét a vállalat vezetésével

³⁵⁷ Lásd BEBCHUK, Lucian Arye, *The Case for Increasing Shareholder Power*, Harvard Law Review, Vol. 118. Issue 3. (2005) 880-882. old.

³⁵⁸ 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.

³⁵⁹ 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.

³⁶⁰ 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.

³⁶¹ 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.

szemben jellemzi.³⁶² 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 részvénnyel egy bizonyos jövőbeli időpontban elérhető potenciális 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.³⁶³

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.

³⁶² 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.

³⁶³ 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.

Így a céltársaság menedzsmentjének egyéni érdeke és a céltársaság részvényeseinek érdeke szerencsésen egybeesik.³⁶⁴

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 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 előállítása 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.³⁶⁵

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

³⁶⁴ 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.

³⁶⁵ 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.

minősíti a menedzsment információnyújtását, hiszen az támogatja a vállalatok feletti irányítás piacának megfelelő működését, nem pedig akadályozza azt.³⁶⁶

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 céltársaság kilátásaira vonatkozó olyan információknak, 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 (kivévelt képez nyilván ez alól, amikor egy titkos, bizalmas információ közzétételére nincs a menedzsmentnek lehetősége).³⁶⁷

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

³⁶⁶ 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.

³⁶⁷ 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) 1167-1168. old. és lásd 19. lbj. ugyanott.

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 hajlandók 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 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.³⁶⁸ 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.³⁶⁹

³⁶⁸ Lásd LIPTON, Martin, *Corporate Governance in the Age of Finance Corporatism*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 136. No. 1. (1987) 15-16. old.

³⁶⁹ 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*

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 felmerülő ún. *ügynök-problémát*. A felügyeleti hatóságok is fontos információhoz jutnak ezáltal, melyet jól tudnak hasznosítani például a bennfentes kereskedelem elleni fellépésben.³⁷⁰

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.³⁷¹

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

Government Audit: Proceedings. Konferencia helye, ideje: Nanjing, Kína, 2014.04.12-2014.04.13. Nanjing: pp. 79-80.

³⁷⁰ 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. Elérhető: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=709023

³⁷¹ 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.

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 értékpapíri piacok 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 kibocsátókat a részvények megszerzéséről vagy jelentősebb vállalati értékpapír-állományuk egyéb változásairól, hogy a kibocsátók folyamatosan tájékozathassák a nyilvánosságot.³⁷²

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 kapcsolódik³⁷³, 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

³⁷² 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)

³⁷³ E tájékoztatási kötelezettség alkalmazása kapcsán figyelembe veendő releváns helyzeteket tartalmaz a 2004/109/EK irányelv 10. cikke.

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.³⁷⁴ 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 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.³⁷⁵

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 belül³⁷⁶ az amerikai felügyeleti hatóság, a *Securities and Exchange Commission* felé.³⁷⁷ A szabályozás (5%-os küszöb átlépése) csak szavazati joggal rendelkező

³⁷⁴ 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.

³⁷⁵ 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)

³⁷⁶ A Securities and Exchange Commission külön szabályozásában ettől eltérő határidőt is megállapíthat. Lásd:

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

³⁷⁷ 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 –*

részvényekre (részvényosztályokra) vonatkozik.³⁷⁸ 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.³⁷⁹ Amennyiben az akvizíció, illetve a várható akvizíciók indoka a részvényeket 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.³⁸⁰ A *Securities and Exchange Act* 13 (d) szakasza által megkívánt bejelentést az ún. *Schedule 13D* – tényleges tulajdonosi nyilatkozat (*beneficial ownership report*) kitöltésével kell megtenni. Nem meglepő, hogy ez gyakran vállalatfelvásárlási törekvésekhez kapcsolódik.³⁸¹ Az 1934-es *Securities and Exchange Act* 13

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.

³⁷⁸ Lásd The Home Page of U. S. Securities and Exchange Commission. Elérhető (2014. augusztus 4.): <http://www.sec.gov/answers/sched13.htm>,

³⁷⁹ 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 résztvevő 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>,

³⁸⁰ *Securities and Exchange Act of 1934* 13 (d) (1) (A) – (E) Elérhető (2014. augusztus 4.): <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>,

³⁸¹ Lásd The Home Page of U. S. Securities and Exchange Commission. Elérhető (2014. augusztus 4.): <http://www.sec.gov/answers/sched13.htm>,

(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. Ez a szabály irányadó tehát a társaságban meglévő befolyás további lényeges emelkedése esetében is.

1.3.4. A befolyásszerzéshez kapcsolódó tájékoztatási kötelezettség esetében érvényesülő további garanciális szabályok

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 mechanizmust³⁸², míg egy alacsonyabb megdrágítja a felvásárlásokat. Az ajánlattevők 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 közzétételt kiváltó befolyásszerzési küszöbérték (illetve a kötelező ajánlattételt előíró befolyásszerzési küszöbérték) leszállítása azt eredményezi, hogy egyes felvásárlások elmaradhatnak.³⁸³ Így

³⁸² 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 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

³⁸³ 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

egyfelől a közzétételhez kapcsolódó küszöbérték leszállítása csökkenti a potenciális ajánlattevők vállalatfelvásárlási szándékát, mely – az ún. *fegyelmezési elmélet* szerint – 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.³⁸⁴ *Martin Lipton* a befolyásszerzéshez kapcsolódó tájékoztatási kötelezettség kapcsán – a releváns befolyásszerzési küszöbérték kérdéskörén túlmenően – egy további problémára is rámutat. *Lipton* szerint az ún. „belopózó” (*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 irányítási felár megfizetését, megfosztva így attól a céltársaság részvényeseit.³⁸⁵ 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 részvénytársaság *Lipton* megfigyelése szerint jellemzően homályos tulajdonosi háttérű társaságokon keresztül történik, hogy 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

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

³⁸⁴ 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.

³⁸⁵ Lásd LIPTON, Martin, *Corporate Governance in the Age of Finance Corporatism*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 136. Issue 1. (1987) 15-16. old.

úgy, hogy még nem nyilvános a befolyásszerzés ténye, illetve a céltársasággal kapcsolatos céljai. Így a papírjaikat értékesítő részvényesek a felvásárlási szándék nyilvánosságra kerüléséig elesnek az irányítási felár megszerzésének lehetőségétől (illetve a többi részvényessel nem egyenlő mértékben fognak részesülni abból).³⁸⁶ 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.³⁸⁷ Az Európai Unió szabályozása kapcsán meg kell jegyeznünk, hogy a közösségi szinten a befolyásszerzéshez kapcsolódó tájékoztatási 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.³⁸⁸ 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,

³⁸⁶ Lásd LIPTON, Martin, *Corporate Governance in the Age of Finance Corporatism*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 136. Issue 1. (1987) 15-16. old.

³⁸⁷ 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. 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. 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.

³⁸⁸ 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,

Magyarországon, Litvániában, Luxemburgban, Lettországon, Máltán, Romániában, Svédországban, Szlovéniában és Szlovákiában.³⁸⁹ 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).³⁹⁰ 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 Görögországban és Romániában. Minden más tagállam az irányelvben rögzített (maximum négy napos) határidőt alkalmazza.³⁹¹ Ez alapján látható, hogy számos uniós tagállam még az irányelvben garantálnál is szigorúbb követelményeket alkalmaz, és ez által magasabb szintű védelmet nyújt a céltársaságok részvényeseinek.³⁹² Ezzel párhuzamosan természetesen az ajánlattevők számára nehezebbé (és költségesebbé) válnak a vállalatfelvásárlások.

Az Egyesült Államokban pedig *Martin Lipton* már az 1987-ben megjelent *Corporate Governance in the Age of Finance Corporatism* című tanulmányában javasolta, hogy a *Securities and Exchange Act* 13 (d) szakaszban szereplő közzétételi küszöbértéket 5%-ról 2%-ra kellene csökkenteni azzal a kikötéssel, hogy a tájékoztatás (*Schedule 13D*) benyújtásáig nem lehetséges a 2%-nál nagyobb részesedés megszerzése.³⁹³ Bár nem teljesen e javaslatnak megfelelően, de az Egyesült Államokban is további szabályozás védi a részvényeseket a nagyarányú, hirtelen, titokban megvalósuló részvényfelhalmozásoktól. Ez ugyanakkor nem a

³⁸⁹ 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,

³⁹⁰ Lásd i. m. 6. old. (Box 1.) Elérhető:

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

³⁹¹ Lásd i. m. 6. old. (Box 1.) Elérhető:

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

³⁹² 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,

³⁹³ Lásd LIPTON, Martin, *Corporate Governance in the Age of Finance Corporatism*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 136. No. 1. (1987) 61. old.

Securities Exchange Act rendelkezései között kapott helyet, hanem a felügyeleti hatóság, a *Securities and Exchange Commission* bocsátotta ki saját szabályai között. Ez alapján 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 tilalmak alkalmazandóak magatartására. 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 szerezhet további szavazati jogot megtestesítő részesedést a céltársaságban.³⁹⁴

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 itéli, hogy egy vállalat menedzsmentje a vállalatfelvásárlások veszélye által – elvben – folyamatosan ösztönözve legyen a (rövid távú) 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 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

³⁹⁴ Lásd SEC Rule §240.13d-1 (Filing of Schedules 13D and 13G.) (e) (2)

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.³⁹⁵

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 céltársaságok³⁹⁶ részletes információkat tegyenek közzé egy esetleges ajánlatot befolyásolni képes vállalatirányítási struktúrájukat és az alkalmazott védekezési mechanizmusokat illetően.³⁹⁷ Így a társaságok részletes információkat tesznek közzé tőkeszerkezetükről, beleértve azokat az értékpapírokat, amelyeknek egy tagállam szabályozott piacán való bevezetése nem történt meg, ahol szükséges a különböző részvényosztályok feltüntetésével, és – minden részvényosztály vonatkozásában – az azokhoz tartozó jogokkal és kötelezettségekkel, és azoknak a részvényekből álló tőkéhez viszonyított százalékos arányával.³⁹⁸ Szükséges bemutatni továbbá az értékpapírok átruházására vonatkozó bármilyen korlátozást (melyek lehetnek

³⁹⁵ Lásd HANNES, Sharon, *The Market for Takeover Defenses*, Northwestern University Law Review, Vol. 101. Issue 1 (2007) 129., 183-184.old.; v.ö. 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. 496. old.

³⁹⁶ A 2004/25/EK irányelv 1. cikk (1) bekezdésben említett társaságokra vonatkozik e közzétételi kötelezettség, tehát az irányelv hatálya alá eső társaságokra.

³⁹⁷ 2004/25/EK irányelv 10. cikk

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

részesedés szerzéshez kapcsolódó korlátozások, vagy a társaság, illetve az értékpapírok más birtokosai jóváhagyása beszerzésének szükségessége).³⁹⁹ Ki kell térni a 2001/34/EK irányelv⁴⁰⁰ 85. cikke szerinti jelentős közvetlen és közvetett részesedésekre (beleértve a piramisszerkezeteken alapuló és a keresztrészesedéseket);⁴⁰¹ a különleges irányítási jogokat megtestesítő értékpapírokra és birtokosaikra, az értékpapírok által képviselt jogok leírására.⁴⁰² Közzé kell tenni bármely esetleges munkavállalói részvényesi rendszer által előírt irányítási mechanizmust, amelyben az irányítási jogokat nem közvetlenül a munkavállalók gyakorolják.⁴⁰³ 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.⁴⁰⁴ 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.⁴⁰⁵ Közzé kell tenni az ügyviteli vagy irányító szerv tagjainak kinevezésére és elmozdítására, valamint az alapszabály módosítására vonatkozó szabályokat,⁴⁰⁶ illetve az ügyviteli vagy irányító szerv tagjainak jogosítványait,⁴⁰⁷ és különösen a részvény kibocsátásra és visszavásárlásra vonatkozó jogkörüket.⁴⁰⁸ 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 köteles az ilyen információ felfedésére).⁴⁰⁹ 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

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

⁴⁰⁰ 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

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

⁴⁰² 2004/25/EK irányelv 10. cikk d) pont

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

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

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

⁴⁰⁶ 2004/25/EK irányelv 10. cikk h) pont

⁴⁰⁷ Lásd EDWARDS, Vanessa, *The Directive on Takeover Bids*, European Company and Financial Law Review, Vol. 1. Issue 4. (2004) 436. old.

⁴⁰⁸ 2004/25/EK irányelv 10. cikk i) pont

⁴⁰⁹ 2004/25/EK irányelv 10. cikk j) pont

nélkül elbocsátják őket, vagy munkaviszonyuk nyilvános vételi ajánlat miatt szűnik meg.⁴¹⁰ Ezen információkat a társaságok az éves beszámolóról szóló 78/660/EGK irányelv 46. cikke⁴¹¹, valamint az összevont (konszolidált) éves beszámolóról szóló 83/349/EGK irányelv 36. cikke⁴¹² rendelkezéseinek megfelelően a társaság éves beszámolójában teszik közzé.⁴¹³ 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.⁴¹⁴

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* (illetve a kimondottan

⁴¹⁰ 2004/25/EK irányelv 10. cikk k) pont

⁴¹¹ 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.

⁴¹² 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 közzétételét. 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.

⁴¹³ 2004/25/EK irányelv 10. cikk (2) bek.

⁴¹⁴ 2004/25/EK irányelv 10. cikk (3) bek.; Lásd továbbá HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, Társaságok a tőzsdén, (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 434-436. old.

vállalatfelvásárlási helyzetekre irányadó 1968-as *Williams Act*) rendelkezései között – nem találunk olyan speciális szabályokat, melyek a társaságokat vállalatfelvásárlások esetén védő struktúrák és mechanizmusok átláthatóságát lennének hivatottak összefoglalóan 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* közzétételi űrlapminta)⁴¹⁵ és negyedéves jelentéseket (*Form 10-Q* közzétételi űrlapminta)⁴¹⁶ kell közzétenniük 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 kereskedelemben bevezetett részvényekről, a bevezetés helyéről, a részvények számáról, a társaság által folytatott saját részvénytársasági tevékenységről. Szintén bemutatja, hogy a papírok hány részvényes kezében vannak.⁴¹⁷

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.⁴¹⁸ Ezek tulajdonképpen az éves közgyűlésen szavazásra bocsátott előterjesztések alapjául szolgáló információkat tartalmazzák. Benyújtásuk és közzétételük az ún. *DEF 14A (Definitive Proxy Statement)* közzétételi űrlapminta szerint történik.⁴¹⁹ A közzététel jogalapja az 1934-es *Securities and Exchange Act* 14(a) szakasza. Az előterjesztésben (a szavazásra bocsátott napirendi pontok kifejtését megelőzően) alapvető fontosságú 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

⁴¹⁵ 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>,

⁴¹⁶ 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>

⁴¹⁷ 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>,

⁴¹⁸ 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>

⁴¹⁹ 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

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 programra 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 kitettséget befolyásolhatják. Az alapszabály különösen fontos lehet ebből a szempontból, hiszen az általa biztosított védekezési eszközök esetleges meglétéről meggyőződhetünk áttekintésével. Szintén tartalmazza a dokumentum az igazgatótanács részvénykibocsátási 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 tájékoztatás az igazgatók megválasztása kapcsán tartandó közgyűlési szavazásról) tartalmazza az igazgatók megválasztására vonatkozó szabályokat, az egyes előterjesztések elfogadására vonatkozó szabályokat, a szavazás menetét, a szavazás lehetséges módjait (különös tekintettel a távolsági (elektronikus hírközlő eszköz útján)/meghatalmazott útján történő szavazásra), a közgyűlésen való részvétel lehetőségének bemutatását.⁴²⁰

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 (pusztán felsorolás szintjén ismertetve): az ajánlati feltételek; az ajánlattevő azonosítása, vagy – amennyiben az 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

⁴²⁰ 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>

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 szándékai⁴²¹; 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.⁴²²

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)*,⁴²³ azaz *Vételi Ajánlattételi Jegyzék* közzétételi űrlapmintának megfelelően, míg a külföldi harmadik személyek által benyújtott vállalatfelvásárlási ajánlatokat a *Schedule 14D1F*⁴²⁴ közzétételi űrlapmintának megfelelően kell elkészíteni. A vállalatfelvásárlások esetén használatos *Schedule TO-T, Vételi Ajánlattételi Jegyzék* közzétételi űrlapminta tartalmi elemeit, felépítését az amerikai felügyeleti hatóság által kialakított szabályok között a *Sec*

⁴²¹ 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.

⁴²² V.ö. HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, Társaságok a tőzsdén, (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 430-433. old.

⁴²³ 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

⁴²⁴ Lásd a Securities and Exchange Commission honlapján (EDGAR Database). Elérhető: <http://www.sec.gov/info/edgar/forms/edgform.pdf>

*Rule §240.14d-100*⁴²⁵ tartalmazza. Amennyiben megvizsgáljuk ennek tartalmát, illetve empirikusan az ajánlati dokumentációkat, akkor az alábbi főbb tartalmi elemeket azonosíthatjuk a *Schedule TO-T* közzétételi űrlapminta esetében⁴²⁶ (indokolt megjegyezni, hogy az ajánlatok bizonyos részeit gyakran hivatkozással beépített mellékletek tartalmazzák⁴²⁷): Az ajánlat „legelejn” 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. 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

⁴²⁵ 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,

⁴²⁶ 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 ACCELRYIS, 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,

⁴²⁷ Lásd ezt például az ACCELRYIS, 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>,

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.⁴²⁸

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 szabályozó hatóságok általi jóváhagyás; az ajánlat elfogadásával kapcsolatos jutalékok, díjak és költségek; egyéb rendezendő kérdések.⁴²⁹

⁴²⁸ 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,

⁴²⁹ 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,

2. Az ajánlattevő részvényeseit érintő érdekkonfliktusok és szabályozásuk

A vállalatfelvásárlások során a céltársaságok részvényesei általában jelentős azonnali hozamban részesülnek.⁴³⁰ A vállalatfelvásárlási tevékenység kapcsán ugyanis komoly felárat (prémium) fizetnek ki ezeknek a részvényeseknek az ajánlattevők. 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).⁴³¹ Michael C. Jensen professzor 1988-as kutatásában a vállalatfelvásárlási felár mértékéről kifejtette, hogy az átlagosan meghaladja a 30%-ot.⁴³² Szintén a vállalatfelvásárlások előnyös hatásaihoz sorolható, hogy a vállalatok feletti irányítás megszerzésének lehetősége alapvetően emelheti a részvények piaci értékét.⁴³³

Az ajánlattevő társaság részvényesei nem részesülnek ugyanakkor ilyen mértékű hozamban. Elméletben bizonyos szintű nyereségnek esetükben is kimutathatónak kellene lennie.⁴³⁴ Ez alapján nekik a vállalatfelvásárlás valamely előnyös hatásának (pl. szinergisztikus előnyök, hatékonyabb menedzsment, növekvő piaci erő stb.) következtében megemelkedett részvényárfolyamból⁴³⁵ kellene részesülniük.⁴³⁶ Még mélyebben megvizsgálva ugyanakkor ez

⁴³⁰ 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.

⁴³¹ 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.

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) 57. old.; JENSEN, Michael C., *Takeovers: Their Causes and Consequences*, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2. (1988) 21-22. old.

⁴³³ 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.

⁴³⁴ Lásd ANJIER, John C., *Anti-Takeover Statutes, Shareholders, Stakeholders and Risk*, *Louisiana Law Review*, Vol. 51. Issue 3. (1991) 586-587. old.

⁴³⁵ 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. és 160. lábjegyzet ugyanott; 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>. 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*

a kép korántsem tűnik ennyire kedvezőnek az ajánlattevő részvényesei szempontjából.⁴³⁷ Ők ugyanis – számos okból – veszteseivé válhatnak a vállalatfelvásárlási tranzakcióknak. 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 részvényárfolyamának erősítésére vonatkozó igény, a vállalatfelvásárlási tranzakciók speciális jellege miatt ez az érdekegység jelentősen megbomolhat. 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 vállalatot vezető menedzsment hatáskörébe tartozik, általában a részvényesek számára csak csekély beleszólási lehetőség adódik ezekbe az ügyletekbe.⁴³⁸

*Athanasios Koulouridas*⁴³⁹ *The Law and Economics of Takeovers* című könyvében⁴⁴⁰ 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

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.

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) 52., 55. old.

⁴³⁷ 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.

⁴³⁸ 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.

⁴³⁹ Athanasios Koulouridas a görögországi Athens University of Economics and Business tanára.

⁴⁴⁰ Lásd KOULOURIDAS, Athanasios, *The Law and Economics of Takeovers* (Hart, Oregon 2008)

elméletek alapján nem szükségszerűen szolgálják az ajánlattevő részvényeseinek legjobb érdekét.⁴⁴¹

Egyrészt a menedzsment presztízsének illetve javadalmazásának emelésére, valamint az esetleges előléptetési lehetőségek kihasználására „birodalomépítésbe” bonyolódhat (lásd birodalomépítő elmélet).⁴⁴² Ezzel kapcsolatban érdemes megemlékeznünk *Richard Roll*⁴⁴³ professzor kutatásairól. Álláspontja szerint a vállalatfelvásárlások során az ajánlattevők tendenciózan hajlamosak túlzott árat fizetni a céltársaság részvényeiért.⁴⁴⁴ Ezt az ún. *hübrisz* (arrogancia, gőg) elméletben fejtette ki. Bemutatta, hogyan vezethet a személyes egoizmus és a vállalati gőg túlfizetéshez.⁴⁴⁵ 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 illetve ún. mellékjövedelmük (*perquisite*)⁴⁴⁶ és presztízsük általában növekszik a vállalat méretével párhuzamosan.⁴⁴⁷ Szintén vonzó lehet a menedzserek számára, hogy egy ilyen nagyléptékű és komplex tranzakció esetén akvizíciós szakértőként tevékenykedhetnének.⁴⁴⁸

⁴⁴¹ 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.

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

⁴⁴⁴ 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,

⁴⁴⁵ 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.

⁴⁴⁶ 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>

⁴⁴⁷ Lásd BEBCHUK, Lucian A., *The Case for Facilitating Competing Tender Offers*, Harvard Law Review, Vol. 95. Issue 5. (1982) 1033. old.

⁴⁴⁸ 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.

Ezeket a törekvéseiket pedig indokolt lenne figyelembe venni a jelentősebb akvizíciókról való döntéshozatal során.

Koulouridas 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 is⁴⁴⁹). Ezzel párhuzamosan pedig fennáll a veszélye, hogy ezeket a szabad forrásokat szuboptimális befektetési lehetőségekre fordítják, ide értve az akvizíciókat. 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 árfolyamvesztésüket is el kell szenvedniük.⁴⁵⁰ 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.⁴⁵¹

Fentiek alapján érdekes, hogy az ajánlattevő társaság részvényesei és menedzserei közötti érdekellentét szabályozására a vállalatfelvásárlásokkal kapcsolatos (és egyéb társasági jogi) szabályok sem térnek ki, ezt a területet szabályozatlanul hagyják. Így az a képzetünk lehet, hogy a jogi szabályozás erőteljesebb védelemben részesíti a céltársaság részvényeseit (akik számára a vállalatfelvásárlás alapvetően felárral kecsegtet), mint az ajánlattevőét (akik számára korántsem ilyen egyértelmű a tranzakcióból való előnyszerzés). Így a vállalatfelvásárlási tranzakciók során felmerülhet az ajánlattevő társaság részvényeseinek érdeksérelme.

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

⁴⁴⁹ Lásd HALÁSZ, Vendel, *Érdekellentétek a saját részvénytörzs területén*, Magyar Jog, 11. sz. (2012) 677-689. old.

⁴⁵⁰ 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.

⁴⁵¹ 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.

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.⁴⁵² E lehetséges szabályozási modell alkalmazása ugyanakkor nehézségekbe ütközhet. Egy ajánlat ugyanis dinamikus, változhat (azaz például 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.⁴⁵³ 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.⁴⁵⁴

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

Az Európai Unióban közösségi szinten nem találunk a vállalatfelvásárlások során felmerülő ezen érdekellentétre vonatkozó releváns szabályozást sem a 2004/25/EK irányelvben, sem pedig a vállalatok ügyvezető/irányító testületének tevékenységét, döntéshozatali jogkörét szabályozó (például közgyűlési jóváhagyást bizonyos ügyletekhez előíró) más jogforrásokban.⁴⁵⁵ A részvényesek érdeksérelmének elkerülését bizonyos mértékben segítheti

⁴⁵² 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.

⁴⁵³ 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.

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) 1271. old.; HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 386-387. old.

⁴⁵⁵ 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 ajánlási szinten sem találunk erre vonatkozóan szabályokat. Pedig felelős társaságirányítási kérdések szabályozása kapcsán az Európai Unió ezt a jogforrást is

a részvényesek számára garantált kisebbségi jogok gyakorlása. Az Európai Unióban ebben a tekintetben a 2007/36/EK irányelv⁴⁵⁶ 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.⁴⁵⁷ Ugyanakkor ez a szabály még nem biztosítja a közgyűlés soron kívüli összehívását.⁴⁵⁸ 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 csökkentheti az üzleti rugalmasságot, illetve a vállalatfelvásárlások sikeréhez gyakran szükséges „meglepetés erejét”. Ilyen szabályozást találhatunk hazánkban például a Richter Gedeon Vegyészeti Gyár Nyrt. alapszabályában.⁴⁵⁹

alkalmazhatja, mint ahogy arra jó példa a 2002/913/EK ajánlás, mely a részvényalapú juttatások kapcsán biztosítja a részvényesi döntéshozatalt.

⁴⁵⁶ Az Európai Parlament és a Tanács 2007/36/EK irányelve (2007. július 11.) az egyes részvényesi jogok gyakorlásáról a tőzsdén jegyzett társaságokban

⁴⁵⁷ 2007/36/EK irányelv 6. cikk (1), (2)

⁴⁵⁸ 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 döntéshozatalát. 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.

⁴⁵⁹ 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*

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.⁴⁶⁰

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 bemutatom a céltársaságok részvényeseit érintő jelentősebb érdekkonfliktusokat, melyekre a vállalatfelvásárlási szabályozás kialakítása során figyelmet érdemes fordítani. Tekintettel arra, hogy a koncentrált és a szórt részvényesi struktúrával rendelkező vállalatok felvásárlása bizonyos különbségeket mutat, ezért az itt jelentkező érdekkonfliktusokat külön látom indokoltnak bemutatni. Meg kell ugyanakkor jegyeznem, hogy a vállalatfelvásárlásoknak a részvényesi döntéshozatal szempontjából vannak olyan alapvető jellegzetességei, melyeket mindkét esetben figyelembe kell venni. 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 abban az esetben, ha a független céltársaság tényleges értéke magasabb, mint a felajánlott ellenérték. A részvényesek abból adódó aggodalmukból lehetnek hajlandóak erre, hogy annak

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 vagyonyának 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>,

⁴⁶⁰ 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 – tanulmányának megjelenése idején - még nem volt bizonyított egyértelműen, hogy milyen gyakran történik ajánlattevői túlfizetés. A felvetés azonban komoly jelentőséggel bír álláspontom szerint.); A problémafelvetés indokoltságát megerősíti: 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) 4-5. old. Elérhető (2014. november 1.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/COM2012_347_en.pdf

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.⁴⁶¹ Az ezzel kapcsolatos részvényesi aggodalmakat az alábbiak szerint összegezzük. 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 tisztán 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 közkézhányaddal rendelkező, jelentős pakettulajdonos 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.⁴⁶²

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 (leginkább) 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

⁴⁶¹ 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.

⁴⁶² 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

akkor is igaz lehet, ha a szavazatuk döntő fontosságúnak bizonyul.⁴⁶³ 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.⁴⁶⁴ 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 kismérvényesekre, 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.⁴⁶⁵ 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.⁴⁶⁶ Tehát mivel a (kis)részvényesek (különösen a szórt tulajdonosi struktúrában) nem képesek koordinálni tevékenységüket, a vállalat feletti irányítás ténylegesen a menedzsment kezében összpontosul.⁴⁶⁷

⁴⁶³ 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

⁴⁶⁴ 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.

⁴⁶⁵ 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

⁴⁶⁶ 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.; v. ö. HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén (HVG-ORAC, Budapest, 2011.)* 354. old.

⁴⁶⁷ 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.

A fentiek érvényesülnek vállalatfelvásárlások során is. A legegyszerűbb megoldás a részvényes számára egy vállalatfelvásárlási ajánlat bejelentése esetén, ha értékesíti részvényeit. Ekkor szinte biztosan haszonra tud szert tenni, és semmilyen releváns költség nem kapcsolódik e stratégia követéséhez.⁴⁶⁸

3.1.2. A céltársaság részvényeseit érintő érdekkonfliktusok a koncentrált tulajdonosi struktúrával rendelkező társaságokban

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 részvénytulajdonosként 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 kisorozott részvényesei kimaradnak az előnyös ügyletből.⁴⁶⁹

A kontinentális Európa legtöbb államában az 1980-as évekig (pontosabban az 1980-as évek második feléig⁴⁷⁰) az ellenséges vállalatfelvásárlások olyan ritkák voltak⁴⁷¹, hogy a jogalkotó a speciális szabályozás megalkotását szükségtelennak 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 struktúrában⁴⁷² az ellenséges vállalatfelvásárlás leginkább az irányítást

⁴⁶⁸ 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

⁴⁶⁹ 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.

⁴⁷⁰ Lásd BERGLÖF, Erik, BURKART, Mike, *European Takeover Regulation*, Economic Policy, Vol. 18. Issue 36. (2003) 186. old.

⁴⁷¹ 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). A 2000-es év tőzsdéi 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 részvénytulajdonosi piacon tapasztalható változásoknak köszönhetően. Így az M&A tranzakciók száma a 2001-től 2007-ig terjedő időszak vonatkozásában évi kettőszázzal 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,

⁴⁷² 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

biztosító részvénytársaság tulajdonosával történő tárgyalást jelentette, így az egy zártkörűen működő részvénytársaság megvásárlásához volt hasonló.⁴⁷³ Azért nem tudott Európában valódi ellenséges vállalatfelvásárlás kibontakozni, mivel nem lehetett sikeres az ajánlat a társaságot irányító részvényes beleegyezése nélkül.⁴⁷⁴ 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.⁴⁷⁵

Fent ismertetett 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.⁴⁷⁶ A pakett-tulajdonos számára is komoly előnyöket hordoz egy ilyen tranzakció. Egyrészt egyben értékesítheti (irányítást biztosító) részvénytársaságját, és így lehetővé válik számára a vállalat feletti irányítást biztosító részvénytársaságért járó felár (ún. kontroll-prémium, irányítási felár) teljes megszerzése. Másrészt – hacsak erre vonatkozóan nem fogadnak el külön szabályozást

H. P. Lang 2002-ben publikált kutatásai szintén megerősítették, 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.

⁴⁷³ 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.

⁴⁷⁴ 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.) 399. old.

⁴⁷⁵ 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.

⁴⁷⁶ 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.

– az irányítási feláron nem kell osztoznia más (kisebbségi) részvényesekkel, a kisorészvényesek kizárásra kerülhetnek az ügyletből. Az irányító részesedést biztosító pakettekkel való kereskedés lehetősége biztosítja, hogy az irányítási felár jelentős részben a domináns részvénytulajdonos egyéni haszna legyen.⁴⁷⁷

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 az irányítási felárból. 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 kisorészvényesek 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 kisorészvényesek 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.⁴⁷⁸ 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 az irányítási felár megszerzéséből 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 kisebbségi részvényesek számára a vállalatból megfelelő garanciákkal történő kiszállás lehetősége.⁴⁷⁹

⁴⁷⁷ Lásd BERGLÖF, Erik, & BURKART, Mike: *European Takeover Regulation*, Economic Policy, Vol. 18. Issue 36. (2003.) 174-175., 177, 185, 196-198. old.

⁴⁷⁸ 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.

⁴⁷⁹ 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*

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 a részleges, illetve a két lépésben megvalósuló 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 saját érdekű ügyleteivel (*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.⁴⁸⁰

Az ún. két lépésben megvalósuló (kétlépcsős) 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. 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 fel⁴⁸¹) beolvasztja a céltársaságot.⁴⁸² Ezt a gyakorlatban úgy kell elképzelni, hogy például az

(2005. április) Elérhető (2010. június 25): http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=709023, 14-15. old.

⁴⁸⁰ Lásd LIPTON, Martin, *Corporate Governance in the Age of Finance Corporatism*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 136. No. 1. (1987) 17-18. old.

⁴⁸¹ 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 Governance in the Age of Finance Corporatism*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 136. No. 1. (1987) 11. old.

⁴⁸² LIPTON, Martin, *Corporate Governance in the Age of Finance Corporatism*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 136. No. 1. (1987) 18. old.

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 kisméretű részvényesei 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. Az 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 vonzó 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 korábnál jóval kedvezőtlenebb feltételekkel történik. Ekkor a kisméretű részvényesek 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.⁴⁸³ Még gyakoribb azonban, hogy a pakett-tulajdonos a közgyűlésen jelentős szavazati hatalmával élve megszavaz egy egyesülési tranzakciót, melynek során a céltársaság „beragadt” kisméretű részvényesei számára csak az eredeti ajánlati árnál jóval alacsonyabb ellenértéket ajánl fel (gyakran a már említett magas kockázatú, hátrásorolt értékpapírok formájában). Ők pedig elszenvedik ezt a számukra hátrányos ügyletet. Nyilvánvalóan mindkét forgatókönyv a kisméretű részvényesek 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 az irányítási felárat), a kisebbségi részesedésre már elég egy jóval kedvezőtlenebb is.⁴⁸⁴ ⁴⁸⁵ Így a felvásárlás során fizetett átlagár összességében alulmúlja a

⁴⁸³ 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.

⁴⁸⁴ 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.) 212. old.

⁴⁸⁵ 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.

céltársaság felvásárlást megelőző piaci árát, és így a céltársaság részvényeseinek veszteséget jelent. Szerencsére azonban az ilyen két lépésben megvalósuló felvásárlások meglehetősen ritkának bizonyultak még az Egyesült Államokban is.⁴⁸⁶

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.⁴⁸⁷ 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.⁴⁸⁸

3.1.4. Összefoglalás

Fentiek alapján indokolt a céltársaságban jelenlévő (kisebbségi) részvényesek érdekeinek védelme vállalatfelvásárlási helyzetekben. Ez szükséges mind a koncentrált, mind a szórt tulajdonosi struktúrával rendelkező vállalatokban/piacokon. Védni szükséges őket egyrészt a (többségi) pakett-tulajdonos részvényesektől, ugyanis vállalatfelvásárlási helyzetben eltérhetnek érdekeik. A pakett-tulajdonosok ugyanis az ajánlattevővel külön megállapodást

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)

⁴⁸⁶ 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

⁴⁸⁷ 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.

⁴⁸⁸ Lásd LIPTON, Martin, *Corporate Governance in the Age of Finance Corporatism*, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 136. No. 1. (1987) 19. old.

kötte megfoszthatják a kisebbségi részvényeseket az irányítási felár megszerzésének 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 pakett-tulajdonos (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 fellépés⁴⁸⁹ problémáját).⁴⁹⁰ Szintén jelentős nehézségekbe ütközik számukra a döntéshozatalhoz szükséges megfelelő információk megszerzése és feldolgozása.⁴⁹¹

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.⁴⁹² Bár az irányelv megjelenése előtt is már jelen volt a legtöbb uniós tagállam vállalatfelvásárlási szabályozásában a részvényesi érdekek védelmében hasonló szabályozási megoldás,⁴⁹³ az irányelv egyértelműen ezt tette az Európai Unió vállalatfelvásárlási jogában a részvényesek védelmét szolgáló egyik alapmechanizmussá. Az irányelv által kifejtett jogharmonizációs

⁴⁸⁹ 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) 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.

⁴⁹⁰ 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.

⁴⁹¹ 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

⁴⁹² 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.

⁴⁹³ 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.

hatásnak (melynek hiányosságait ugyanakkor több tanulmány is kiemelte, nem nélkülözve az erőteljes kritikát⁴⁹⁴) azért is lehet komoly jelentőséget tulajdonítani, mert a korábban elfogadott nemzeti szabályozások nagymértékben különböztek egymástól.⁴⁹⁵

Az irányelv preambuluma rögzíti, hogy egy tagállam joga által szabályozott társaságok értékpírjai birtokosainak érdekét szükséges megvédeni, amennyiben e társaságok nyilvános vételi ajánlat vagy az irányításban bekövetkező változás tárgyát képezik és legalább értékpírjaik egy részének egy tagállam szabályozott piacára való tőzsdei bevezetése már megtörtént.⁴⁹⁶ A tagállamoknak meg kell tenniük a szükséges lépéseket az értékpírok 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 értékpírjainak birtokosai számára az összes birtokukban lévő értékpírira. A tagállamok számára lehetővé kell tenni, hogy szabadon határozzanak meg további eszközöket az értékpírok 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.⁴⁹⁷ A preambulumban kitűzött célok szerint az ajánlattételi kötelezettséget nem kell alkalmazni a részvényesek rendes közgyűlésein történő szavazati jogot meg nem testesítő értékpírok megszerzése esetében. A tagállamoknak azonban elő kell tudniuk írni, hogy az értékpírok minden birtokosa számára történő ajánlattételi kötelezettség ne csak a szavazati jogot megtestesítő értékpírokra, hanem a csak egyedi körülmények között szavazati jogot megtestesítő vagy szavazati jogot meg nem testesítő értékpírokra is vonatkozzon.⁴⁹⁸

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 összehangoltan eljáró

⁴⁹⁴ Lásd ennek kapcsán például Vanessa Edwards tanulmányát, melynek címe azt sugallja, hogy a vállalatfelfvásárlási irányelv nem ér annyit, mint a papír, amire írták. A cím utalás Frits Bolkenstein - akkori - belső piaci biztos szavaira, aki az irányelv kompromisszumokkal fellázított, 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.

⁴⁹⁵ 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.

⁴⁹⁶ Lásd 2004/25/EK irányelv Preambulum 2.

⁴⁹⁷ Lásd 2004/25/EK irányelv Preambulum 9.

⁴⁹⁸ Lásd 2004/25/EK irányelv Preambulum 11.

személyek⁴⁹⁹ által megszerzett értékpapírok (részvények) közvetlenül vagy közvetve a szavazati jogok meghatározott százalékát biztosítják egy adott társaságban⁵⁰⁰ (céltársaság), amely lehetővé teszi számára e társaság irányítását, a tagállamoknak biztosítaniuk kell ilyen esetben e személy (személyek) ajánlattételi kötelezettségének érvényesülését a kisebbségi részvényesek védelme érdekében.⁵⁰¹ 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.⁵⁰²

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 megvalósított harmonizációval kapcsolatban ugyanakkor kritikai észrevételek is megfogalmazódtak. A céltársaság létesítő okirata szerint székhelyként megjelölt tagállam kompetenciájába tartozik ugyanis annak megítélése, hogy milyen arányú szavazati joggal rendelkező részvény megszerzése biztosít irányító befolyást⁵⁰³, és hogy meghatározza ennek kiszámítási módszerét.⁵⁰⁴ Az irányelv tehát nem határozza meg, hogy mekkora szavazati részesedés tekinthető irányító befolyásnak. Kifogásolható, hogy nem ad

⁴⁹⁹ 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 meghíúsítására irányuló kifejezett vagy hallgatólagos, szóbeli vagy írásbeli megállapodás alapján működnek együtt.

⁵⁰⁰ 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.

⁵⁰¹ 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.

⁵⁰² 2004/25/EK irányelv 2. cikk (1) bek. a) pont.

⁵⁰³ 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.

⁵⁰⁴ Lásd 2004/25/EK irányelv 5. cikk (3) bek.

meg egy egységes határt⁵⁰⁵, vagy legalább egy olyan értéket, amelyet mindenképp irányító befolyásnak kell tekinteni az Európai Unió tagországaiiban. 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.⁵⁰⁶ Így az irányelvnek csak meglehetősen korlátozott harmonizációs hatása⁵⁰⁷ van ebben a tekintetben.⁵⁰⁸

Ki kell azonban emelni, hogy az irányelv által garantált rugalmasság ellenére is a legtöbb tagállamban 30% vagy 33% a vételi ajánlattételi kötelezettséget kiváltó 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 tulajdonosi szerkezete ugyanis gyakran lehetővé teszi, 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

⁵⁰⁵ Lásd EDWARDS, Vanessa, *The Directive on Takeover Bids*, European Company and Financial Law Review, Vol. 1. Issue 4. (2004.) 433-434. old.

⁵⁰⁶ 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.) 433-434. 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.

⁵⁰⁷ 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 rendszer, 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.

⁵⁰⁸ 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., HALÁSZ, Vendel-KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 415. old.

a társaságokat *de facto* alacsonyabb részesedéssel, mondjuk 25%-os részesedéssel⁵⁰⁹ is irányítani lehet.⁵¹⁰

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 és az Egyesült Királyság. 33%-os befolyásszerzési küszöbérték érvényesül Görögországban, Magyarországon, Luxemburgban, Lengyelországban, Portugáliában, Romániában és Szlovákiában.⁵¹¹

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 hallgatóságos, 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 lévő szavazati jogok, amely harmadik féllel az adott természetes személy vagy jogalany olyan

⁵⁰⁹ 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.

⁵¹⁰ 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

⁵¹¹ 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

megállapodást kötött, ami a birtokukban lévő szavazati jogok összehangolt gyakorlásával tartós közös politika elfogadására kötelezi őket a kérdéses kibocsátó vezetése irányában.⁵¹²

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.⁵¹³ Az azonban elmondható, hogy az Európai Unió tagállamai alapvetően a fent részletezett két megoldás valamelyikét alkalmazzák az összehangoltan eljáró személyek meghatározásához.⁵¹⁴ Számos

⁵¹² 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 világhossz és kiszámíthatóság érdekében szűkebb definíciót alkalmazzanak.

⁵¹³ 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

⁵¹⁴ 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 és 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 a 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 irányítás koncepcióját a „*meghatározó befolyás*” (*dominant influence*) fogalma foglalja el. Lásd *The Takeover*

tagállam ezen túlmenően jogi vélelmeket is megfogalmaz az összehangoltan eljáró személyek meghatározása kapcsán.⁵¹⁵ Érdeemes továbbá megjegyezni, hogy az egyértelműség és betarthatóság erősítése végett egyes tagországok felügyeleti szervei arra az álláspontra helyezkedtek, hogy listát szükséges készíteni azokról a körülményekről, melyek esetén a feleket egymással összehangoltan eljáró személyeknek kell vélelmezni.⁵¹⁶

A befolyásszerzési küszöbérték elérését követően az irányelv szövegezése szerint az ajánlattételnek valamennyi értékpapír-birtokos összes részesedésére a lehető legkorábban kell megtörténnie,⁵¹⁷ kivéve a szavazati jogot meg nem testesítő részvényeket.⁵¹⁸ 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.⁵¹⁹ 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 az európai társasági jog modernizációja 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*),⁵²⁰ illetve az Európai Bizottság Társasági Jogi Akciótervében (*Company Law Action Plan*)⁵²¹ 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

Bids Directive Assessment Report, 133-134. old. Elérhető (2014. november 3.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁵¹⁵ Így például egymással összehangoltan eljáró személynek vélelmezik általában a leányvállalatokat, a társult vállalkozásokat; a társaságokat bármely igazgatójukkal; a szülők, házastársak és más családtagok viszonyát; az ajánlattevőnek nyugdíjalapjával 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

⁵¹⁶ 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

⁵¹⁷ 2004/25/EK irányelv 5. cikk (1) bek.

⁵¹⁸ 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.

⁵¹⁹ 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.; FERRARINI, Guido, *One Share – One Vote: A European Rule?*, European Company and Financial Law Review, Vol. 3. Issue 2. (2006.) 152-153. old.; BICZI, Éva, *Az új tőkepiaci törvény és a részvénytársaságok*, Cég és Jog, 4. évf. 6. szám (2002) 7. old.; HALÁSZ, Vendel-KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén (HVG-ORAC*, Budapest, 2011.) 416. old.

⁵²⁰ Elérhető (2015. február 6.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/modern/report_en.pdf,

⁵²¹ 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.

Winter-Jelentés által a vállalatokban fennálló tőkerészesedés és a felettük gyakorolt irányítás arányosságának erősítésére javasolt bármilyen lépés megtételéhez még további tanulmányozás szükséges. Az Európai Bizottság az erre vonatkozó tanulmányt rövid vagy középtávon szándékozott elkészíteni.⁵²² 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.⁵²³

3.2.2. A tagállamok által biztosított kivételek a kötelező ajánlattételi szabály alól

A kötelező nyilvános vételi 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 elveinek 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, és/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. Az ilyen jellegű kivételek, illetve a széles körű diszkrecionális jogkörök alkalmasak lehetnek arra, hogy aláássák azt a védelmet, melyet a

⁵²² 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.

⁵²³ 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.

kötelező nyilvános vételi ajánlattételi szabály hivatott biztosítani.⁵²⁴ Az Európai Bizottság 2012. június 28-án kiadott, a vállalatfelvásárlási irányelv alkalmazását vizsgáló jelentése („*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 a részvényeseket? A jelentés továbbá csoportosítja a tagállamok által a kötelező ajánlattételi szabály kapcsán alkalmazott legfontosabb derogációkat. Ezeket az alábbiakban áttekintem.

Bizonyos tagállamok diszkrecionális jogkört biztosítanak nemzeti felügyeleti hatóságaiknak, hogy kivételeket határozzanak meg a kötelező ajánlattételi szabály alól.⁵²⁵ Mindazonáltal az általános mérlegelési jogkör megadása a mentességek meghatározására nem túl gyakori a tagállamok körében. Indokolt ugyanakkor kiemelni ebben a tekintetben Finnországot, Írországot és az Egyesült Királyságot.⁵²⁶ Ebben a három tagállamban a felügyeleti hatóságok irányelveket bocsátottak ki a különböző helyzetek tekintetében, melyek a kivételek körébe eshetnek. Bizonyos mérlegelési jogkörrel ugyanakkor rendelkezik a francia (AMF) és német (BaFin) felügyeleti hatóság is.⁵²⁷

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.⁵²⁸ Ilyen szabályozást alkalmaz Magyarország, Hollandia, Románia

⁵²⁴ 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

⁵²⁵ 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

⁵²⁶ 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

⁵²⁷ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 140. 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

és Olaszország.⁵²⁹ Hollandiában és Magyarországon például a fent említett kollektív nyílt végű befektetési alapok mentesülnek a szabályozás hatálya alól.⁵³⁰

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.⁵³¹ Az ún. *whitewash procedure* bizonyos formáját alkalmazza még Írország, Spanyolország és az Egyesült Királyság.⁵³²

Kivételként 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.⁵³³ A következő államok alkalmazzak kivételt a kötelező ajánlattételi szabály alól abban az esetben, ha csak ideiglenes a vállalatok

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; 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

⁵³⁰ 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

⁵³¹ 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

⁵³² 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

⁵³³ 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

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).⁵³⁴ Olaszország 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.⁵³⁵ 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 a befolyásszerzési küszöbérték átlépése tekintetében 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.⁵³⁶

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.⁵³⁷ 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

⁵³⁴ 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

⁵³⁵ 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

⁵³⁶ 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

⁵³⁷ 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

nagyobb részvényes a szavazati jogok 50%-át vagy nagyobb hányadát birtokolja), Belgium (nagyobb részvényes).⁵³⁸ Bizonyos tagállamokban szintén kivételt képez a kötelező ajánlattételi szabály alól, ha egymással összehangoltan eljáró személyek csoportján (*acting in concert group*) belül hajtják végre a tranzakciót. Ilyen kivételi szabályt alkalmaz Belgium és Csehország.⁵³⁹

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).⁵⁴⁰ 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 részvénytulajdonosok 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.⁵⁴¹

⁵³⁸ 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

⁵³⁹ 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

⁵⁴⁰ 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

⁵⁴¹ 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

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 megszerzése.⁵⁴² Ezt a megközelítést alkalmazza Franciaország, Belgium, Románia és Ausztria.⁵⁴³ 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.⁵⁴⁴

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 rokon 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.⁵⁴⁵ Ha egy tranzakció eredményeként a vállalat feletti irányítás egy adott családon belül kerül átruházásra (családi csoporton belül végrehajtott tranzakció),⁵⁴⁶ akkor ez kivételt

⁵⁴² 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

⁵⁴³ 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

⁵⁴⁴ 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

⁵⁴⁵ 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

⁵⁴⁶ 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. The Takeover Bids Directive Assessment Report, 146-147., Elérhető (2014. november 1.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

jelent az ajánlattételi kötelezettség alól Ausztria, Finnország (feltéve ez utóbbi esetben, hogy a finn felügyeleti hatóság – FSA – hozzájárul ehhez) és Franciaország esetében.⁵⁴⁷

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.⁵⁴⁸ Például Ciprus a garanciák érvényesítése, Dánia az adósságok behajtása, Írország a biztosítékok érvényesítése (kölcson 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 kölcson biztosítékának érvényesítése kapcsán engedélyezett a kötelező vételi ajánlattétel alóli mentesség.⁵⁴⁹ 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 e feltétel alkalmazását.⁵⁵⁰

Egyes tagállamok joga az egyéb érdekeltek 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 szereztek meg.⁵⁵¹ 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

⁵⁴⁷ 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

⁵⁴⁸ 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,

⁵⁴⁹ 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

⁵⁵⁰ 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

⁵⁵¹ 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

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 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 sürgősségi helyzetben 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.⁵⁵²

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 előmozdítására 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).⁵⁵³

⁵⁵² 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

⁵⁵³ 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

Fentiek alapján érdemes fontolóra venni *Luca Enriques*⁵⁵⁴ professzornak az irányelv elfogadását követően megfogalmazott azon felvetését, mely szerint 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 a vállalatok feletti irányítás megváltozásának kezelésében. Így az irányelv jelen formájában lehetőséget ad arra, hogy tagállamonként eltérő, és a részvényesek számára így különböző fokú védelmet biztosító kötelező ajánlattételi szabályozási rezsim legyen jelen az Európai Unióban.⁵⁵⁵

3.2.3. A kötelező vételi ajánlat során fizetett méltányos ár meghatározásának szabályai

Az irányelvnek nem csupán az a fontos vívmánya, hogy a társaságokban az irányító befolyás (melynek pontos mértékének meghatározását a tagállamokra bízta) megszerzése kapcsán előírta a vételi ajánlattételi kötelezettség érvényesülését. Ez önmagában még ugyanis nem biztosítana megfelelő védelmet a részvényeseknek, hiszen az ajánlat során felkínált ár, ellenértékre vonatkozóan még nem tartalmazna követelményeket. Ennek a kérdésnek a fontosságát azért is kell hangsúlyoznunk, mert a nyilvánosan működő részvénytársaságok esetében a kisméretű részvényesek magatartására hatással van az ajánlatok elfogadása kapcsán a részvényesekre nehezedő kényszer problémája, illetve szintén kevésbé képesek a kisbefektetők érdekeiket érvényesíteni az ajánlatról való tárgyalás (így egy attraktív ajánlati ár kitárgyalása) során (*kollektív fellépés problémája*).⁵⁵⁶ 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”⁵⁵⁷ érvényesüljön. A hivatkozott 5. cikk (4) szerint a méltányos ajánlati ár (illetve annak minimuma) a tagállamok által meghatározott időtartamon belül az ajánlattevő vagy a vele

⁵⁵⁴ Luca Enriques az Oxford-i Egyetem Jogtudományi Karának társasági jog professzora.

⁵⁵⁵ 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.

⁵⁵⁶ 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.

⁵⁵⁷ 2004/25/EK irányelv 5. cikk (1)

összehangoltan eljáró személyek által ugyanazon értékpapírokért megfizetett legmagasabb ár.⁵⁵⁸ A kérdéses időtartam az ajánlat megtétele előtt nem lehet kevesebb 6, de nem lehet több 12 hónapnál.⁵⁵⁹ Ha az ajánlat megtétele (nyilvánosságra hozatala) után, de az elfogadására nyitva álló határidő lejártá előtt az ajánlati árnál magasabb áron vásárol értékpapírt az ajánlattevő vagy 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).⁵⁶⁰

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,⁵⁶¹ amennyiben ez összhangban van az irányelv 3. cikk (1) bekezdésében felsorolt általános elvekkel. Ezekről az okokról listát lehet készíteni. A módosításra csak tisztán meghatározott körülmények esetén és kritériumok szerint kerülhet sor.⁵⁶² A részvényesek papírjaiért fizetendő ár felügyelet általi befolyásolásának (módosításának) okairól az irányelv csak példálózó jellegű 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.⁵⁶³ 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

⁵⁵⁸ 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 uniós 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

⁵⁵⁹ 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 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.

⁵⁶⁰ 2004/25/EK irányelv 5. cikk (4) bek.; v.ö. HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén (HVG-ORAC, Budapest, 2011.)* 424–425. old.

⁵⁶¹ 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.

⁵⁶² 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.

⁵⁶³ 2004/25/EK irányelv 5. cikk (4) bek.

csökkenése mesterségesse váljon és a piac szokásos működése torzuljon.⁵⁶⁴ Szintén az ajánlati ár módosítását megalapozó eset az irányelv szerint, ha arra egy nehézségekkel küzdő vállalkozás megmentése érdekében kerül sor.⁵⁶⁵ 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.⁵⁶⁶

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 mérlegelési 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 alapul. 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.⁵⁶⁷

Luca Enriques professzor garanciális szempontból aggályosnak tartja, hogy a tagállamoknak a szabályozási rezsim 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 vállalatfelveszárlási ügyleteket, melynek segítségével minimalizálhatják az ajánlattevő költségét.⁵⁶⁸

Egyes uniós tagállamok csak meglehetősen korlátozott módon teszik lehetővé az ajánlati ár módosítását a felügyeleti hatóságaiknak. Ez a helyzet Finnország, Lengyelország,

⁵⁶⁴ 2004/25/EK irányelv 3. cikk (1) bek. d) pont.

⁵⁶⁵ 2004/25/EK irányelv 5. cikk (4) bek.

⁵⁶⁶ 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. (2004.) 444. old.; HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 424-425. old.

⁵⁶⁷ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 157-161. old. Elérhető (2014. november 2.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁵⁶⁸ 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.

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.⁵⁶⁹

Egyes tagállamokban a felügyeleti hatóságoknak bizonyos mérlegelési jogkört biztosítanak, meghatározott szempontok alapján. Az alábbiakban néhány példát mutatok be a felügyeleti hatóságok mérlegelési jogkörére az irányelv által kiemelt négy esetkör figyelembe vételével. 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.⁵⁷⁰

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.⁵⁷¹ 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).⁵⁷² 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.⁵⁷³

⁵⁷⁴ Svédország, Görögország és Szlovákia esetében szintén nincs lehetőségük a tagállami

⁵⁶⁹ 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

⁵⁷⁰ 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

⁵⁷¹ 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

⁵⁷² 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

⁵⁷³ Lásd a tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvény 72. § rendelkezéseit.

⁵⁷⁴ 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

felügyeleti hatóságoknak, hogy módosítsák az ajánlati árat.⁵⁷⁵ 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.⁵⁷⁶ Az Egyesült Királyságban az irányelv által meghatározott esetkörök közül a negyedik fennállása esetén nyílik lehetősége a felügyeleti hatóságnak az ajánlati ár módosítására (nevezetesen, ha az ajánlati ár módosítására egy nehézségekkel küzdő vállalkozás megmentése érdekében kerül 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.⁵⁷⁷

A részvényekért felajánlott ellenérték az irányelvben meghatározottak szerint lehet készpénz vagy értékpapír, vagy a kettő kombinációja.⁵⁷⁸ Ha az ellenérték nem szabályozott piacra bevezetett likvid értékpapírokból áll, akkor készpénzt is kell tartalmaznia az ajánlatnak.⁵⁷⁹ Ez utóbbi rendelkezés ugyanakkor nem kellően konkrét, hiszen a biztosítandó készpénz ellenérték mértéke, aránya tekintetében már nem ad eligazítást. Készpénz ellenértéket is fel kell ajánlani továbbá a részvényekért választási lehetőségként, ha az irányelv 5. cikk (4) bekezdésével összhangban a tagállam által megállapított időpont (mely így az ajánlat megtétele előtt nem kevesebb, mint 6 hónap, és nem több, mint 12 hónap) és a vételi ajánlat elfogadására nyitva álló határidő lejárta között az ajánlattevő (vagy vele összehangoltan eljáró személy) készpénzért a céltársaság szavazati jogainak legalább 5 %-ára jogosító értékpapírt vásárolt.⁵⁸⁰ Az irányelv 5. cikk (5) bekezdésének utolsó mondata lehetőséget biztosít a tagállamoknak annak előírására, hogy minden esetben legalább alternatívaként készpénzes

⁵⁷⁵ The Takeover Bids Directive Assesment Report, 162-163. old. Elérhető (2014. november 2.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁵⁷⁶ The Takeover Bids Directive Assesment Report, 162-163. old. Elérhető (2014. november 2.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁵⁷⁷ 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

⁵⁷⁸ 2004/25/EK irányelv 5. cikk (5) bek.

⁵⁷⁹ 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.

⁵⁸⁰ 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.

ellenértéket is fel kelljen ajánlani.⁵⁸¹ 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.⁵⁸²

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.⁵⁸³

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 megfogalmaznak 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.⁵⁸⁴

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 ideig⁵⁸⁵ akadályozni.⁵⁸⁶

A vonatkozó szabályozást pedig e két általános elv érvényesülésének összhangjára figyelemmel indokolt megalkotni.⁵⁸⁷

⁵⁸¹ 2004/25/EK irányelv 5. cikk (5) bek.

⁵⁸² A tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvény 74. § (7) bek.; HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén (HVG-ORAC, Budapest, 2011.)* 427. old.

⁵⁸³ 2004/25/EK irányelv 3. cikk (1) bek. e) pont.

⁵⁸⁴ 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.

⁵⁸⁵ 2004/25/EK irányelv 3. cikk (1) bek. f) pont.

⁵⁸⁶ 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.

⁵⁸⁷ V.ö. HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén (HVG-ORAC, Budapest, 2011.)* 422. old.

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.⁵⁸⁸ 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 betartják⁵⁸⁹ – a tagállamok előírhatják, hogy a tízhetes időszak azzal a feltétellel meghosszabbítható, hogy az ajánlattevő legalább két héttel korábban bejelenti az ajánlat lezárására irányuló szándékát.⁵⁹⁰ A 7. cikk (2) bekezdése egyedi esetekre vonatkozóan pedig szintén lehetőséget ad az ajánlat elfogadására rendelkezésre álló 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.⁵⁹¹ 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

⁵⁸⁸ Lásd EDWARDS, Vanessa, *The Directive on Takeover Bids*, European Company and Financial Law Review, Vol. 1. Issue 4. (2004.) 433. old.

⁵⁸⁹ A 3. cikk (1) bekezdés f) pontjában meghatározott általános elv alapján a céltársaságot nem lehet az értékpapírojaira vonatkozó ajánlat miatt a tevékenységének folytatásában az ésszerűnél hosszabb ideig akadályozni.

⁵⁹⁰ Lásd EDWARDS, Vanessa, *The Directive on Takeover Bids*, European Company and Financial Law Review, Vol. 1. Issue 4. (2004.) 433. old.

⁵⁹¹ 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.

gátolják. Erre a lehetőségre már utalás olvasható az irányelv általános elvei között is.⁵⁹² 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.)⁵⁹³ 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 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 részvénytulajdon – vagy egy meghatározott időszakon belül lezajló meghatározott mértékű részvénytulajdon –vételi ajánlattételi kötelezettséget von maga után. Az ilyen további százalékos részesedésre és figyelembe veendő időszakra a következő példák hozhatóak: Franciaországban például kötelező vételi ajánlatot kell tenni, ha a részvényesek 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

⁵⁹² 2004/25/EK irányelv 3. cikk (2) bek. b) pont.

⁵⁹³ 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.

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 mozgástér a további részvényszerzésre.⁵⁹⁴

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 befolyásszerzésnél felállítunk egy második küszöböt, melynek elérése szintén 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.⁵⁹⁵

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 felmérés⁵⁹⁶ 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

⁵⁹⁴ 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

⁵⁹⁵ 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

⁵⁹⁶ A The Takeover Bids Directive Assessment Report elkészítése során, a szabályozás gyakorlati alkalmazásának, és hatásának felmérése kapcsán számos érdekelttel konzultáltak. Köztük megtalálhatóak a felügyeleti szervek; a tőzsdék; a kibocsátó társaságok; a munkavállalói képviselők; és egyéb érdekelti szervezetek illetve a befektetők és közvetítők. Ez utóbbi érdekelti csoport kisbefektetőkből (lakossági befektetők), pénzügyi közvetítőkből és intézményi befektetőkből áll. Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 24. old. Elérhető (2014. november 1.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

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).⁵⁹⁷

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.⁵⁹⁸ Az érdekeltek 86%-a helyezkedik továbbá arra az álláspontra, hogy a méltányos ár szabályának alkalmazása a kisebbségi részvényesek magasabb szintű védelmét eredményezi, gyakorlatilag ehhez kapcsolódó káros, elrettentő hatás nélkül.⁵⁹⁹

3.2.7. A kiszorítás (*squeeze-out*) és az eladási jog (*sell-out*)⁶⁰⁰

Az ún. kiszorítási, kivásárlási (*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 helyez az ajánlattevő kezébe, hogy megszerezze egy vállalat valamennyi szavazati joggal rendelkező részvényét. Ezt ugyanis elérheti azáltal, hogy lehetővé válik számára a kisebbségi részvényesek részesedésének megvásárlása. Ez pedig 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

⁵⁹⁷ 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

⁵⁹⁸ 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 ez nem ennyire egyértelmű. Csupán 42%-uk vélekedett hasonlóképpen. Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 177-179. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁵⁹⁹ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 177-179. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁶⁰⁰ 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,

tagállamban az irányelv következményeként jelent meg először a *squeeze-out* szabály alkalmazása.⁶⁰¹

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 elutasító részvényes csapdába esik egy olyan helyzetben, melyet alacsony likviditás és a társaság feletti irányítás egyéni előnyszerzésre való felhasználásának magas veszélye jellemez. Ez pedig általánosságban is előmozdítja a befektetési hajlandóságot.⁶⁰² Az eladási jog visszafogja az ajánlattevő számára allokálásra kerülő hozamot vállalatfelvásárlások esetén, ezért csökkenteni fogja az értéknövelő vállalatfelvásárlások számát is.⁶⁰³ 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.⁶⁰⁴

⁶⁰¹ GOERGEN, Marc; MARTYNOVA, Marina; RENNEBOOG, Luc; *Corporate Governance Convergence: Evidence From Takeover Regulation Reforms in Europe*; European Corporate Governance Institute ECGI - Law Working Paper No. 33/2005. 14-15., 25-26. old. Elérhető: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=709023; COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT, *Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids*, 9. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report_en.pdf; The Takeover Bids Directive Assessment 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.

⁶⁰² The Takeover Bids Directive Assessment Report, 220. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

⁶⁰³ 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

⁶⁰⁴ GOERGEN, Marc; MARTYNOVA, Marina; RENNEBOOG, Luc; *Corporate Governance Convergence: Evidence From Takeover Regulation Reforms in Europe*; European Corporate Governance Institute ECGI - Law Working Paper No. 33/2005. 14-15., 25-26. old. Elérhető: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=709023; COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT, *Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids*, 10. old. 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.

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.⁶⁰⁵

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.⁶⁰⁶

A kivásárlási és eladási jog jelenlétét nemzetközi viszonylatban vizsgálva megállapíthatjuk, hogy az több jelentős jogrendszerben megtalálható az Európai Unión kívül is. Az alkalmazott szabályozási megoldások pedig alapvetően 90%-os küszöbértéktől teszik lehetővé e jogok gyakorlását.⁶⁰⁷

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. A közösségi szabályozás szintén a Preambulumának 24. pontjában rendelkezik arról is, hogy amennyiben egy

⁶⁰⁵ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 220-221. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁶⁰⁶ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 221. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

⁶⁰⁷ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 219.; 238-241. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

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 (mely a megfogalmazásból adódóan egyaránt lehet kötelező vagy önkéntes) követő megszerzése, tehát a céltársaság értékpapírjainak birtokosai számára azok összes értékpapírjára vonatkozó ajánlat megtételét követően élnek.⁶⁰⁸ 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 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.⁶⁰⁹ 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.⁶¹⁰ A tagállamok biztosítják, hogy olyan szabályok legyenek hatályban, amelyek lehetővé teszik a küszöbérték elérésének kiszámítását.⁶¹¹

Az ún. *squeeze-out* (kivásárlási) jog alapján az ajánlattevő kérheti a (céltársaságban) fennmaradó értékpapírok minden birtokosától, hogy ezen értékpapírokat méltányos áron neki eladják.⁶¹² Így lehetősége van arra, hogy az ajánlat elfogadására nyitva álló határidő lejártát

⁶⁰⁸ 2004/25/EK irányelv 15. cikk (1) bek., 16. cikk (1) bek.

⁶⁰⁹ 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)

⁶¹⁰ Lásd EDWARDS, Vanessa, *The Directive on Takeover Bids*, European Company and Financial Law Review, Vol. 1. No. 4. (2004) 427–428., 448. old.; 2004/25/EK irányelv 15. cikk (2)

⁶¹¹ 2004/25/EK irányelv 15. cikk (3) bek.

⁶¹² 2004/25/EK irányelv 15. cikk (2) bek

követő 3 hónapon belül⁶¹³ 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.⁶¹⁴

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.⁶¹⁵ Az eladási jog által biztosított kiszállási lehetőség azonban az irányelvnek az értékpapírokról adott meghatározása⁶¹⁶ miatt megtagadásra kerül a szavazati joggal nem rendelkező részvények birtokosaitól, 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.⁶¹⁷

A szabályok alkalmazásának áttekintését követően arra a következtetésre lehet jutni a *The Takeover Bids Directive Assessment Report* alapján, 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 ellenérték meghatározására is jóval részletesebben kerülhet sor. Az e területet csak csekély

⁶¹³ 2004/25/EK irányelv 15. cikk (4) bek.

⁶¹⁴ 2004/25/EK irányelv 15. cikk (5) bek.; HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 449-450. old.

⁶¹⁵ 2004/25/EK irányelv 16. cikk (1), (2), (3) bek.

⁶¹⁶ 2004/25/EK irányelv 2. cikk (1) bek. e) pont.

⁶¹⁷ 2004/25/EK irányelv 15. cikk (3) bek.; HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 450. old.

mértékben szabályozó államokban ugyanakkor innovatívnak bizonyult az irányelv szabályozása.⁶¹⁸

Szintén érdekes kérdésfelvetés, 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 15. cikk rendelkezéseinek 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 rendez a kérdést. A tagállamok többsége egyébként a 90%-os küszöbértéket alkalmazza az eladási jog és a kizorítási jog gyakorlására. 22 e tekintetben vizsgált tagállamból 14 járt így el.⁶¹⁹

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 kizorítási eljárás megindítására. Hollandiában pedig egy nyilvános ajánlattételt követően a három hónapos időtartam lejártá után is volt lehetőség a kizorításra.⁶²⁰

A méltányos árral kapcsolatos rendelkezések átültetése kapcsán ki kell emelnünk, hogy az irányelv 15. cikk (5) 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

⁶¹⁸ 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

⁶¹⁹ 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

⁶²⁰ 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

meghatározni. A kisebbségi részvényeseknek a kizorítási jog gyakorlásának bejelentésétől számított hat hónapos időtartamon belül van lehetőségük megtámadni a felajánlott ellenérték mértékét vagy formáját. Németországban egy bírósági döntés alapján lehetőség van a kizorítási 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 kerüljön szolgáltatásra – 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 például Finnország) nem teljesen világos, hogy miként kell meghatározni a kizorítási 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 (például Olaszország) a felügyeleti hatóságok jogosultak az ellenérték meghatározására.⁶²¹

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 méltányossági állásfoglalás elkészítésére (lásd Belgium esetét). Másrészt érdekkonfliktus felmerülése esetén független értékelő kerüljön kijelölésre a céltársaság által (Franciaország).⁶²² Továbbá az ajánlattevők megfelelésségre való ösztönzése érdekében független szakértők igénybevételét lehet előírni számukra. Az ajánlattevőket azzal ösztönzik a megfelelésségre, hogy képesített és teljesen független szakértőnek kell felülvizsgálnia az árat. A francia jog például 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.⁶²³

Egyes tagállamok lehetőséget biztosítanak az irányelvben rögzített szabályozáson túlmenően is a kizorítási és az eladási jog gyakorlására. Így ez nem kapcsolódik szükségszerűen a vállalatfelvásárlási helyzetekhez. A kizorítási jog gyakorlását körülbelül a tagállamok fele

⁶²¹ 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

⁶²² 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

⁶²³ 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

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.⁶²⁴

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.⁶²⁵

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. 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

⁶²⁴ 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

⁶²⁵ 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.⁶²⁶ 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 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.⁶²⁷

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%-os 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.⁶²⁸

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 pedig 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

⁶²⁶ 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

⁶²⁷ 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

⁶²⁸ 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.⁶²⁹

3.2.10. Az áttörési szabály

Az irányelv ún. áttörési szabálya – szűk értelemben – kevéssé illeszthető be dolgozatom azon rendező elvébe, mely a különböző érdekek (így különösen a részvényesi és egyéb érdekelti érdekek) védelme és a megjelenő érdekkonfliktusok feloldása mentén vizsgálja a vállalatfelvásárlások szabályozását. Szintén elmondható, hogy az irányelv e szabálya csak meglehetősen korlátozott mértékben kerül alkalmazásra, és nem gyakorol jelentős hatást a vállalatfelvásárlások lebonyolítására Európában.⁶³⁰ Ez feltehetően azért van így, mert ez a vállalatfelvásárlásokra vonatkozó közösségi szabályozás egyik legvitatottabb eleme.⁶³¹ Tekintettel arra, hogy elemzésemhez csak érintőlegesen kapcsolódik, és szerepe is meglehetősen korlátozott, akár el is tekinthetnék az európai vállalatfelvásárlási jog e sajátos szabályának bemutatásától. Ugyanakkor mivel kétségtelenül jelentős szabályozási innovációt jelent, és a világ más részein nem figyelhető meg hasonló megoldás, ezért dolgozatomban indokoltnak látom röviden ismertetni.

Az áttörési szabályt az irányelv 11. cikke tartalmazza. Rendelkezései alapján a céltársaság alapszabályában az értékpapírok átruházására vonatkozó korlátozások nem alkalmazhatók az ajánlattevővel szemben az ajánlattételt követően az ajánlat elfogadására nyitva álló időszak alatt. Nem alkalmazhatóak ebben az időszakban a céltársaság és értékpapír-birtokosai közötti szerződéses megállapodásokban, vagy a céltársaság értékpapírjainak birtokosai között az ezen irányelv elfogadását követően hatályba lépett szerződéses megállapodásokban előírt, az értékpapírok átruházására vonatkozó korlátozások az ajánlattevővel szemben. Szintén nem hatályosak a céltársaság alapszabályában a szavazati jogokra vonatkozóan előírt korlátozások a részvényesek azon közgyűlésén, ahol a részvényesek a vállalatfelvásárlással szembeni esetleges védekező intézkedésekről döntenek. E közgyűléseken szintén nem hatályosak a céltársaság és értékpapírjainak birtokosai közötti szerződéses megállapodásokban, vagy a céltársaság értékpapírjainak birtokosai között az irányelv elfogadását követően hatályba lépett

⁶²⁹ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 243-245. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

⁶³⁰ COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT, *Report on the Implementation of the Directive on Takeover Bids*, 7. old. Elérhető (2015. május 29.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report_en.pdf

⁶³¹ Lásd EDWARDS, Vanessa, *The Directive on Takeover Bids*, *European Company and Financial Law Review* Vol. 1. Issue 4. (2004) 428-430., 437. old.;

szerződéses megállapodásokban előírt, a szavazati jogokra vonatkozó korlátozások. Ezekben a közgyűléseken a többszörös szavazati jogot megtestesítő értékpapírok egyenként egy szavazatot érnek.⁶³²

Amennyiben pedig – az ajánlattételi eljárás következtében – az ajánlattevő a szavazati jogokat megtestesítő tőke legalább 75 %-át birtokolja, a céltársaság alapszabályában előírt, és a fentiekben említett, az értékpapírok átruházására, a szavazati jog korlátozására, a részvényesek ügyviteli vagy irányító szerv tagjainak kinevezésére vagy elmozdítására vonatkozó különleges jogai nem alkalmazhatók; a többszörös szavazati jogokat megtestesítő értékpapírok továbbá egyenként egy szavazatot érnek az ajánlattételi eljárás lezárását követő első közgyűlésen, amelyet az ajánlattevő az alapszabály módosítása, vagy az ügyvezető szerv tagjainak kinevezése vagy elmozdítása céljából hív össze.⁶³³

Az irányelv további fontos rendelkezése, hogy kárpótlást kell nyújtani azon részvényeseknek, akiknek szavazati jogát az áttörési szabály érinti.⁶³⁴ A szabályozás több szempontból sem egyértelmű ugyanakkor. Így például nem határozza meg, hogy milyen módszerrel kell ennek a kárpótlásnak a mértékét meghatározni. Az irányelv ennek rendezését teljesen tagállami hatáskörbe utalja.⁶³⁵

Az érdekek, érdekkonfliktusok szempontjából megközelítve ezt a szabályozást, következtetésünk az lehet, hogy az elsősorban az ajánlattevők érdekeit szolgálja, hiszen számottevően megkönnyíti számára a vállalatok feletti tényleges irányítás megszerzését. Az Európai Unióban (bár hozzátenném, hogy az Egyesült Államokban is⁶³⁶) számos olyan vállalatfelvásárlásokat gátló tényező lehet jelen egy vállalat esetében, mely megakadályozhatja irányításának tényleges megszerzését.⁶³⁷ Ilyen, az egyes konkrét vállalatfelvásárlási ajánlatok felmerülése előtt elfogadott (és akár a társaság életének, működésének szerves részét képező) ún. ajánlattétel előtti védekező intézkedések kerülnek

⁶³² Lásd 2004/25/EK irányelv 11. cikk (2), (3)

⁶³³ Lásd EDWARDS, Vanessa, *The Directive on Takeover Bids*, European Company and Financial Law Review Vol. 1. Issue 4. (2004) 436–437. old.; MENJUCQ, Michel, *The European Regime on Takeovers*, European Company and Financial Law Review, Vol. 3. Issue 2. (2006.) 230–232. old.; FERRARINI, Guido, *One Share – One Vote: A European Rule?*, European Company and Financial Law Review, Vol. 3. Issue 2. (2006) 166–167. old.; 2004/25/EK irányelv 11. cikk (4); v. ö. HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 441–442. old.

⁶³⁴ Lásd FERRARINI, Guido: *One Share – One Vote: A European Rule?*, European Company and Financial Law Review, Vol. 3. Issue 2. (2006) 167. old.

⁶³⁵ Lásd SJAFJELL, Beate, *Political Path Dependency in Practice: the Takeover Directive*, Yearbook of European Law, Vol. 27. Issue 1. (2008) 391. old.; HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 441–442. old.

⁶³⁶ Lásd COATES, John C., *Empirical Evidence on Structural Takeover Defenses: Where Do We Stand?*, University of Miami Law Review, Vol. 54. Issue 4. (2000.) 783–798. old.;

⁶³⁷ Lásd *The Takeover Bids Directive Assessment Report*, 212–216. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

felsorolásra az irányelvben. Így ide sorolhatóak például a többszörös szavazati jogot megtestesítő részvények, a szavazati jogokra vonatkozóan előírt korlátozások, részvény-átruházási korlátozások⁶³⁸ (az Egyesült Államokban inkább az ún. *poison pill*, azaz méregpirula védekezések⁶³⁹, illetve a részlegesen újraválasztandó igazgatótanácsi testületek elterjedtek⁶⁴⁰). Az áttörési szabály segítségével azonban az ajánlattevő számára lehetővé válik az ajánlattétel előtt elhelyezett, a vállalatfelvásárlást gátló ezen akadályok „megkerülése”. Így

⁶³⁸ Lásd VAN HULLE, Karel, *Aktuelle Entwicklungen im europäischen Gesellschaftsrecht*, Europäisches Wirtschaft und Steuerrecht, Heft 12. (2000) 521–526. old.; GILSON, Ronald J., *Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy*, Harvard Law Review, Vol. 119. Issue 6 (2006.) 1646. old.; The Takeover Bids Directive Assessment Report, 185-186. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf.

⁶³⁹ A *poison pill*, vagyis „méregpirula” elnevezésű védekezési eszközt Martin Lipton fejlesztette ki a negyedik (amerikai) vállalatfelvásárlási hullám kihívásaira válaszul. A *poison pill* alapvetően egy részvényszerzési opció. Ezt a jogot a részvényesek számára általában osztlék formájában biztosítják, és nem gyakorolható meghatározott események bekövetkeztéig (eddig alapvetően piaci értékkel sem rendelkezik). Ilyen eseménynek tekinthető, amikor egy ellenséges ajánlattevő hozzájut vagy ajánlatot jelent be a céltársaság részvényeinek bizonyos, általában 20%-ot kitevő részére (ez ugyanakkor 10 és 20% között alakulhat, de lehet akár 40% is). A *poison pill* három jelentős típusát különböztethetjük meg: az ún. *flip-in*, *flip-over* és *back-end* méregpirulát. Az első kettő lehetővé teszi az ajánlattevő kivételével a céltársaság eredeti részvényeseinek, hogy megvásárolják a céltársaság részvényeit (*flip-in*), vagy a felvásárlás és az ezt követő egyesülés után létrejövő jogutód társaságét (*flip-over*), vagy mindkettőt egy jelentősen csökkentett (*diszkont*) áron abban az esetben, ha egy részvényes vagy a vele összhangban eljáró személy a társaságban egy előre meghatározott küszöbértéknél nagyobb részesedést szerez. A *poison pill* ebben az esetben felhívítja a felvásárló részvényeit, ami jelentősen megdrágítja a befolyásszerzést. A *flip-in poison pill* a potenciális vállalatfelvásárlás előtt, míg a *flip-over pill* csak az után alkalmazható. A *back-end pill* vagy más néven tisztességes áras méregpirula kibocsátásával ennek birtokosa jogot szerez arra, hogy beváltsa a kibocsátó társaságnál a birtokában lévő törzsrészvényeket, ha meghatározott százalékát e társaság közkezhányadon lévő papírjainak megszerzi egy csoport vagy személy. A jog tulajdonosa gyakran egy különleges, rövid (például egy éves) lejáratú adóslevelet kap ekkor cserébe. Lehetséges a részvényeket akár készpénzért vagy részvényekért is beváltani, vagy az ellenérték összeállhat e három megoldás kombinációjából. E jog értékét (vagyis az ellenszolgáltatás mértékét) a kibocsátáskor kell meghatározni, de alapulhat akár az ajánlattevő által a vállalatfelvásárlás során kifizetett legmagasabb összeg is. A *poison pill* módszer népszerű védekezési eszköz az Egyesült Államokban. Mivel az osztlékfizetés felett az igazgatótanács rendelkezik, ezért részvényesi hozzájárulás nélkül is órák alatt elfogadható. Ezzel párhuzamosan pedig alacsony tranzakciós költséget képvisel és egyéb tekintetben nem befolyásolja a társaság üzletmenetét. Lásd LIEBERMAN, Neil, *Justice Jackson in the Boardroom: A Proposal for Judicial Treatment of Shareholder – Approved Poison Pills*, Columbia Business Law Review, Vol. 2008. Issue 1. (2008) 364–365. old.; SUBRAMANIAN, Guhan, *Bargaining in the Shadow of Takeover Defenses*, Yale Law Journal, Vol. 113. Issue 3. (2003) 625-629, 637. old.; KAHAN, Marcel, ROCK, Edward B., *Corporate Constitutionalism: Antitakeover Charter Provisions as Precommitment*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 152. Issue 2. (2003) 505. old.; MONTGOMERY, Maria Kuria, *The Law of Poison Pills in New York*, Journal of Paralegal Education and Practice (1991) 131-132., 144. old.; LIPTON, Martin, *Pills, Polls, and Professors Redux*, University of Chicago Law Review, Vol. 69. Number 3. (2002) 361. old.; REED, Stanley Foster, LAJOUX, Alexandra Reed, NESVOLD, Peter H., *The Art of M&A – A Merger/Acquisition Buyout Guide* (McGraw-Hill, New York, 2007) 844-846. old.; GARMS, Matthew, *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) 435-436., 448–449 old.; HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén*, (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 469-474. old.

⁶⁴⁰ Lásd COATES, John C., *Explaining Variation in Takeover Defenses: Blame the Layers*, California Law Review, Vol. 89. Issue 5. (2001.) 1306-1307., 1346-1422. old.; SUBRAMANIAN, Guhan, *Bargaining in the Shadow of Takeover Defenses*, Yale Law Journal, Vol. 113. Issue 3. (2003) 627. old.; BEBCHUK, Lucian Arye, COATES, John C., SUBRAMANIAN, Guhan, *The Powerful Anti-takeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence and Policy*, Stanford Law Review, Vol. 54. Issue 5. (2002) 950–951. old.; KAHAN, Marcel–ROCK, Edward B., *Corporate Constitutionalism: Antitakeover Charter Provisions as Precommitment*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 152. Issue 2. (2003) 504. old.

a céltársaság részvényeseit nem kötik korábbi értékpapír-átruházási korlátozást tartalmazó megállapodások, alapszabályi rendelkezések egy (esetlegesen attraktív) ajánlat elfogadásában. Tulajdonképpen olyan helyzet jön létre, mintha az egy részvény – egy szavazat elv lenne érvényes a vállalatban.⁶⁴¹ Így nagyobb a lehetőség az ajánlat sikerére. Az ajánlatok sorsát eldönteni hivatott közgyűléseken az egy részvény-egy szavazat elv alkalmazása szintén hozzájárul ahhoz, hogy a részvényesek többségének tetszését elnyerő (és így feltételezhetően attraktív ellenértéket felkínáló) ajánlatok sikeresek legyenek. Így nem képes például egy jelentős szavazati hatalommal (többszörös szavazati jogot megtestesítő részvények) bíró részvényes vagy részvényesi csoport megvétózni a vállalatfelvásárlást. Továbbá a társaságban 75%-ot elérő vagyoni jog megszerzésével a részvényes jogosult lesz, hogy megváltoztassa az alapszabályt (és esetlegesen más alapvető fontosságú társasági dokumentumot) és hogy eltávolítson bármilyen, a vállalat feletti irányítás megszerzését akadályozó korlátot, amelyet például a céltársaság részvényesei fogadtak el az ajánlattételt megelőzően.⁶⁴² Szintén lehetősége lesz új tagokat választani a társaság ügyvezető/irányító testületébe.⁶⁴³

Az áttörési szabály elfogadását és célját ugyanakkor érdemesebb ennél is tágabb összefüggésbe helyezni. Az irányelv elfogadásának egyik fő célja a (kisebbségi) részvényesek védelme, mely előkelő helyet foglal el az irányelv Preambulumában is: *a társaságok értékpapírai birtokosainak érdekét szükséges megvédeni, amennyiben e társaságok nyilvános vételi ajánlat vagy az irányításban bekövetkező változás tárgyát képezik.*⁶⁴⁴ Ezt szolgálja például a kötelező ajánlattételi szabály, illetve az ajánlatok méltányos árának előírása. E rendelkezések ugyanakkor a részvényesek védelmének biztosításával párhuzamosan jelentősen megrágítják a felvásárlásokat, költségesek az ajánlattevőknek. Amikor pedig egy tevékenység drágábbá válik, feltehetően ritkábban is fog bekövetkezni.⁶⁴⁵ Ez pedig szembemegy azzal a célkitűzéssel, mely a vállalatfelvásárlási mechanizmusok

⁶⁴¹ Lásd 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. 16. old. Elérhető (2015. június 10.): http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=709023,

⁶⁴² Lásd MENJUCQ, Michel, *The European Regimes on Takeovers*, European Company and Financial Law Review, Vol. 3. Issue 2. (2006) 231. old.; 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. 16. old. Elérhető (2010. június 25): http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=709023,

⁶⁴³ Lásd FERRARINI, Guido, *One Share – One Vote: A European Rule?*, European Company and Financial Law Review, Vol. 3. Issue 2. (2006) 149-150., 166-167. old.

⁶⁴⁴ Lásd 2004/25/EK irányelv Preambulum (2)

⁶⁴⁵ Lásd 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. 10-13. old. Elérhető (2010. június 25): http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=709023,

hozzáférhetőségének erősítésére irányul.⁶⁴⁶ Így az áttörési (és semlegességi) szabály némi ellentételezést biztosít az ajánlattevőnek. Igaz, hogy drágábbá válik a vállalatok felvásárlása az irányelv egyes szabályainak köszönhetően (kötelező ajánlattétel, méltányos ár, egyenlő elbánás), de bizonyos szabályainak alkalmazása ellentétes irányba mutat. Az áttörési szabály segítségével például az eddig a vállalatfelvásárlásokat akadályozó tényezőkön át lehet törni, mely csökkenti a vállalatfelvásárlások költségét. Ez pedig serkentőleg hat a vállalatfelvásárlási aktivitásra. Ezt az egyensúlyt ugyanakkor megbontja, hogy az áttörési (és semlegességi) szabályok nem alkalmazandóak kötelezően a tagállamok által.⁶⁴⁷

Másik fontos célkitűzés volt az áttörési szabály elfogadásával a tőkebefektetések által jelentett kockázatvállalás és a vállalat irányításában való részvétel arányosságának erősítése. A Winter-bizottság álláspontja szerint ez azért is szükséges, mivel a döntéshozatal akkor lehet optimális egy vállalatban, ha a döntések meghozói végső soron viselik döntésük vagyoni következményeit. Az áttörési szabály pedig elősegíti, hogy a vagyoni kockázatok jelentős többségét vállaló befektető képes legyen a vállalat feletti irányítás megszerzésére. A sikeres ajánlattevő, aki a társaság valamennyi részvényére vonatkozóan tett ajánlatát követően megszerezte és birtokolja a társaságban a kockázatvállalást jelentő tőkebefektetés számottevő részét (75%-át), képes lesz áttörni azon mechanizmusokon, melyek akadályozzák a vállalat irányításához kapcsolódó jogai arányos gyakorlását. Egy sikeresnek ígérkező ajánlatot nem lesz képes az áttörési szabály eredményeként megghiúsítani a kockázatvállalást jelentő tőkebefektetéshez képest aránytalan irányítási jogokat biztosító mechanizmus.⁶⁴⁸ Ez pedig végső soron a részvényesi döntéshozatal elvét is erősíti,⁶⁴⁹ és az egy részvény – egy szavazat elv megvalósításának irányába hat.⁶⁵⁰

⁶⁴⁶ 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., 18-19. old. Elérhető (2015. június 17.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf.

⁶⁴⁷ 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.) 453-456. old.; 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. 16-17. old. (lásd szintén 17. lbj. ugyanott) Elérhető (2010. június 25): http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=709023.

⁶⁴⁸ 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. 3-6. old. Elérhető (2014. október 17.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf.

⁶⁴⁹ 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. 29. old. Elérhető (2014. október 17.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf.

⁶⁵⁰ Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 60. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf.

Az áttörési szabály hatályával kapcsolatban azonban érdemes megjegyeznünk, hogy az alapvetően a polgári jogi (és társasági jogi) jogviszonyokon alapuló korlátozásokat érinti. Ez leszűkíti hatását abban az értelemben is *Klaus J. Hopt* professzor szerint, hogy az nem terjed ki jogszabályban megfogalmazott korlátozásokra.⁶⁵¹

Az áttörési szabály alkalmazása (csakúgy, mint az ún. semlegességi szabályé) nem kötelező (hanem *opcionális*) a tagállamok számára az irányelv szerint. Az irányelv 12. cikke választható szabályozások címszó alatt ugyanis kimondja, hogy a tagállamok jogosultak az irányelv hatálya alá tartozó társaságokat, amelyeknek létesítő okirat szerinti székhelye a területükön van, mentesíteni az irányelv 11. cikkének, tehát az áttörési szabálynak (illetve 9. cikkének, azaz az ún. semlegességi szabálynak) alkalmazása alól. E lehetőséggel pedig a tagállamok túlnyomó többsége élt is. Az áttörési szabályt ugyanis csak a Balti államokban (Észtország, Lettország, Litvánia) alkalmazzák kötelezően. Így e szabály kötelezően – piaci kapitalizációt tekintve – csupán az unió tőzsdén jegyzett társaságainak 1 százaléka esetében van jelen.⁶⁵² A *The Takeover Bids Directive Assessment Report* alapján pedig még nem történt olyan vállalatfelvásárlási eset, amikor is gyakorlati alkalmazására sor került volna.⁶⁵³ Így áttekintésének jelen dolgozat keretei között inkább jogelméleti, mint valós gyakorlati jelentősége van. Az áttörési szabály alkalmazásából kiszereződött tagállamoknak is biztosítaniuk kell az irányelv rendelkezései alapján a lehetőséget azon társaságok számára, melyek létesítő okirat szerinti székhelye területükön van, hogy döntsenek az áttörési szabály alkalmazásáról, illetve hogy később e döntésüket megváltoztassák.⁶⁵⁴ E rendelkezésnek a legtöbb tagállam eleget tesz, csupán Dánia, Finnország és Görögország állított bizonyos akadályokat az áttörési szabály önkéntes alkalmazása elé (ezek közösségi joggal való összhangja ugyanakkor kérdéses). Az áttörési szabály társaságok általi önkéntes alkalmazásával kapcsolatban meg kell jegyeznünk, hogy azt tulajdonképpen azoknak a részvényeseknek kellene elfogadniuk a közgyűlésen, akik éppen e különleges struktúrák hasznélvezői. Ez pedig jelentősen behatárolja az áttörési szabály önkéntes alkalmazásának lehetőségét.⁶⁵⁵ Így nem meglepő, hogy a *The Takeover Bids Directive Assessment Report*

⁶⁵¹ Lásd MENJUCQ, Michel: *The European Regime on Takeovers*, European Company and Financial Law Review, Vol. 3. Issue 2. (2006) 230. old.

⁶⁵² Lásd COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT, *Report on the Implementation of the Directive on Takeover Bids*, 7, 12. old. Elérhető (2015. május 29.):

http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report_en.pdf, v. ö. HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 444. old.

⁶⁵³ Lásd *The Takeover Bids Directive Assessment Report*, 195. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

⁶⁵⁴ Lásd 2004/25/EK irányelv 12. cikk (2)

⁶⁵⁵ Lásd *The Takeover Bids Directive Assessment Report*, 195. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

kutatása alapján még egy társaság sem döntött az áttörési szabály önkéntes alkalmazása mellett.⁶⁵⁶

Az áttörési szabály kapcsán (melynek innovatív jellegét kétség kívül el kell ismerni) a legfontosabb kritikai észrevétel az lehet, hogy rendkívül erőteljes beavatkozást jelent a szerződéses szabadságba, és a különböző magánjogi, társasági jogi (tehát akár az alapszabályban lefektetett) megállapodásokba. Így a részvényesi döntéshozatal elvének érvényesítését az által törekszik elősegíteni, hogy éppen felülírja azt.⁶⁵⁷ Lehetővé válik az „áttörés” ugyanis az alapszabály szavazati jog gyakorlására vonatkozó rendelkezéseiben, vagy éppen a részvények átruházásának korlátozásáról megkötött részvényesi megállapodásokon. Érdekes szemléletre utal, hogy az ide vonatkozó korábbi részvényesi megállapodások erejét, kiszámíthatóságát törekszik gyengíteni az irányelv egy attraktív vállalatfelvásárlási ajánlat megjelenésének esetén. Szintén negatív hatása lehet rendelkezéseinek (feltéve, hogy alkalmazásra kerülnek), hogy az elő fogja mozdítani a még komplexebb piramis (közvetett tulajdonosi) és kereszttulajdonlási struktúrák létrejöttét. Ezekkel ugyanis szintén biztosítani lehet a vállalatok feletti irányítás megőrzését, ugyanakkor az áttörési szabály hatálya nem terjed ki rájuk.⁶⁵⁸

⁶⁵⁶ Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 195. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

⁶⁵⁷ 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. 16-17. old. Elérhető (2010. június 25): http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=709023,

⁶⁵⁸ Lásd BEBCHUK, Lucian A., HART, Oliver D.: *A Threat to Dual-Class Shares*, Financial Times (2002. május 31.); FERRARINI, Guido: *One Share – One Vote: A European Rule?*, European Company and Financial Law Review, Vol. 3. Issue 2. (2006) 151. old.; 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. 16-17. old. Elérhető (2010. június 25): http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=709023, v. ö. HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, Társaságok a tőzsdén (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 442-444. old.

3.3. A céltársaság részvényeseinek érdekeit védő szabályozási megoldások az Egyesült Államokban

3.3.1. A *Securities Exchange Act* szabályozása

Az Egyesült Államokban szövetségi szinten a tőzsdére bevezetett társaságok részvényeire tett vételi ajánlatokat a kongresszus által 1968-ban elfogadott *Williams Act* szabályozza, mely az 1934-es *Securities Exchange Act* (tőkepiaci törvény) kiegészítésének tekinthető.⁶⁵⁹ A *Securities Exchange Act* 14(d) szakasza a vállalatfelvásárlások lefolytatására vonatkozóan tartalmaz alapvető, garanciális szabályokat.⁶⁶⁰ A 14d-1 szakasz kimondja, hogy ha az ajánlattevő az ajánlat tárgyát képező részvényeket megszerezve közvetlenül vagy közvetve egy társaság bármely, a *Securities Exchange Act* 12. szakasza alapján tőzsdére bevezetett részvényosztályának több mint 5%-át birtokolná⁶⁶¹ (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*nak (*SEC*), mely a *Securities Exchange Act* 13(d) szakaszban előírt információkat – és bármely olyan információt, melyet a *SEC* egyéb szabályozása a befektetők védelme és a közérdek szempontjából szükségesnek ítélt – 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 részvényesek számára történő elküldésüket illetve átadásukat.⁶⁶² A *Securities 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

⁶⁵⁹ 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.

⁶⁶⁰ 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.

⁶⁶¹ 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 részvénye. Elérhető (2014. november 4.): <https://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>

⁶⁶² 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.

hoznia a befolyásszerzőnek az akvizíció célját és a céltársaság életében bekövetkező jelentősebb változásokhoz kapcsolódó terveket.⁶⁶³

A *Securities Exchange Act* 14d-2 szakasz 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 vételi ajánlat kapcsán megvételre felajánló és letétbe helyező részvényesek visszavonhatják e nyilatkozatukat az ajánlat közzétételét követő hét napon belül.⁶⁶⁴ 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.⁶⁶⁵

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).⁶⁶⁶ Így az ajánlattal érintett valamennyi részvényért ugyanazt az ajánlati árat kell fizetni.⁶⁶⁷ A *Williams Act* tehát bizonyos minimális követelményeket határoz meg az ajánlattevő számára a vállalatfelvásárlási ajánlat vonatkozásában.⁶⁶⁸

⁶⁶³ 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.

⁶⁶⁴ Lásd *Securities and Exchange Act of 1934*, 14d-5 szakasz, Elérhető (2014. november 4.): <https://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>

⁶⁶⁵ Lásd *Securities Exchange Act of 1934*, 14d-6 szakasz, Elérhető (2014. november 4.): <https://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>

⁶⁶⁶ Lásd *Securities Exchange Act of 1934*, 14d-7 szakasz, Elérhető (2014. november 4.): <https://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>

⁶⁶⁷ 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.

⁶⁶⁸ 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

A SEC szabályozása továbbá felelőssé teszi az ajánlattevő társaságot a vállalatfelvásárlás vonatkozásában tett hamis vagy félrevezető nyilatkozataiért, lényeges tények elhallgatásáért a *Securities Exchange Act* 14(e) szakasz⁶⁶⁹ alapján.⁶⁷⁰

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 lehető fel benne például a meghatározott befolyásszerzéshez kapcsolódó, valamennyi (szavazati joggal rendelkező) részvényre kiterjedő vételi ajánlattételi kötelezettség,⁶⁷¹ valamint a méltányos ár fizetését biztosító garanciális szabály. Azt ugyan előírja, hogy az ajánlatot elfogadó valamennyi részvényes papírjait ugyanazon az áron kell átvenni, ugyanakkor erre az árra vonatkozóan nem ír elő pontosabb feltételt (nem határozza meg például, hogy mi a méltányos ajánlati ár). A szabályozás további, komoly hiányosságaként jelölhetjük meg a részvényesek védelmének területén, hogy lehetővé teszi a vállalatok feletti irányítás megszerzését az ún. részleges (illetve két lépésben megvalósuló) ajánlatok alkalmazásával, és nem követeli meg az ajánlatok valamennyi (szavazati joggal rendelkező) részvényre való kiterjesztését. Ez kifejezetten kitűnik a *Securities Exchange Act* 14d-6 szakaszából, mely ezekre az esetekre vonatkozóan szabályozza a részvények átvételének módját.

3.3.2. A *Securities and Exchange Commission* által felállított szabályok

Az Egyesült Államokban a vállalatfelvásárlásokra vonatkozó további, részletező rendelkezéseket a *Securities and Exchange Commission* szabályozása (*SEC Rule*)⁶⁷² tartalmazza, mely a *Securities Exchange Act* rendelkezéseit egészíti ki, pontosítja, tölti meg részletesebb tartalommal. Így a szövetségi felügyeleti hatóság által kiadott szabályozás már

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.

⁶⁶⁹ Elérhető (2015. május 30.): <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>

⁶⁷⁰ 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.

⁶⁷¹ 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.

⁶⁷² 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

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 mutatom be.

Egyrészt alapvető szinten 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*).⁶⁷³ 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.⁶⁷⁴

Lehetséges az is, hogy egy külföldi céltársaság felvásárlása során egy ajánlattevő több (rész)ajánlatra bontsa fel ajánlatát. Ebben az esetben például egy ajánlattétel 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).⁶⁷⁵

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 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

⁶⁷³ 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

⁶⁷⁴ SEC Rule §240.14d-1 (c) (2), (3) 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

⁶⁷⁵ 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

mellékletével, mely az ún. *Schedule TO*⁶⁷⁶ (*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 a *National Association of Securities Dealers, Inc.* ("NASD")⁶⁷⁷ számára, ha az adott részvényosztály a *NASDAQ interdealer quotation system* kereskedési rendszerbe bevezetésre került.⁶⁷⁸

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.⁶⁷⁹ 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 kimondja, hogy egy ajánlattevő sem tehet ajánlatot, hacsak az ajánlata nem áll nyitva az ajánlattal érintett részvényosztály valamennyi részvénybirtokosa számára,⁶⁸⁰ és az ajánlat során felajánlott részvényekért bármely részvénybirtokos számára kifizetett ellenérték nem

⁶⁷⁶ TO=*Tender Offer*, azaz Vételi Ajánlat

⁶⁷⁷ *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>

⁶⁷⁸ 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,

⁶⁷⁹ 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,

⁶⁸⁰ 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,

egyezik meg bármely más részvénybirtokosnak az ajánlat során felajánlott részvényeiért kifizetett legmagasabb ellenértékkel (*legmagasabb fizetett ár elve*).⁶⁸¹

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.⁶⁸²

Szintén nem akadályozza a fenti rendelkezés az ajánlattevőket abban, hogy egynél több 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.⁶⁸³

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.⁶⁸⁴ 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 illetve az ez alapján teljesített vagy jövőben teljesítendő kifizetések és juttatások, ha ezt a megállapodást munkavállalói javadalmazási, végkielégítési vagy egyéb munkavállalói juttatási megállapodásként fogadják el kizárólag független igazgatók az alábbiak szerint:

⁶⁸¹ 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,

⁶⁸² 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,

⁶⁸³ 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,

⁶⁸⁴ 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,

- 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 társaság, 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.⁶⁸⁵

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*, vagyis az ún. *all holders/best price szabály*. Ez kiterjed mind az ellenséges, mind a baráti vállalatfelvásárlási ajánlatokra, de nem terjed ki a beolvasással történő egyesülésekre (*statutory merger*).⁶⁸⁶ 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 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

⁶⁸⁵ 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&rgn=div5#se17.4.240_114d_61, 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

⁶⁸⁶ Beolvasással 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 Assessment Report, 174. old. Elérhető: (2014. november 5.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

ellenérték a bármely más részvényesnek az ajánlat során kifizetett legmagasabb ellenértékkel megegyezik.⁶⁸⁷

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 (erre vonatkozóan útmutatást az ún. *Schedule TO* nyújt), 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 kiterjednie az adott részvényosztály valamennyi részvényére (az ajánlattal érintett részvények száma lehet kevesebb is), csupán az ajánlat elfogadásának lehetőségét kell biztosítani egyenlő feltételekkel. Ha több részvényt ajánlanak fel megvételre, mint amelyre az ajánlattevő ajánlatot tett, akkor az ajánlattevő arányosan veszi át a felajánlott részvényeket.⁶⁸⁸ Az ajánlat során kifizetett ellenérték valamennyi részvényes esetében megegyezik a bármely más részvényes részvényéért az ajánlat során kifizetett legmagasabb ellenértékkel (legmagasabb fizetett ár elve).

3.3.3. A tisztességes árat előíró tagállami szabályozások

A vállalatfelvásárlásokkal kapcsolatos tagállami jogalkotás második generációjában⁶⁸⁹ a legnagyobb népszerűsége a *Maryland* állam által 1983-ban bevezetett „tisztességes árat” előíró rendelkezés tett szert. E törvény hatályba lépését követően három éven belül tizenhárom további tagállam vezetett be ehhez hasonló rendelkezést a társasági jogába.⁶⁹⁰ *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,

⁶⁸⁷ Lásd 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

⁶⁸⁸ Lásd 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

⁶⁸⁹ Lásd MAGNUSON, William, *Takeover Regulation in the United States and Europe*, Pace International Law Review, Vol. 21. Issue 1. (2009) 217-218. old.

⁶⁹⁰ 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.⁶⁹¹ A népszerűség egyik indoka minden bizonnyal az, hogy – a többi vállalatfelvásárlást szabályozó tagállami törvényi megoldáshoz képest – ez hat legkevésbé korlátozó módon a vállalatfelvásárlásokra.⁶⁹²

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.⁶⁹³ 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.⁶⁹⁴ A második lépésként megvalósuló (és egyébként sok esetben 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 kötvényeket ajánl fel a vállalatban még jelenlévő kisebbségi részvényeseknek. Így az ilyen két lépésben megvalósuló ajánlatokkal elérheti, hogy a céltársaság eszközeit összességében (tekintetbe véve a tranzakció első és második lépésében kifizetett ellenértéket) annak tényleges értékénél alacsonyabb áron tudja megszerezni.⁶⁹⁵

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

⁶⁹¹ 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.

⁶⁹² Lásd ROMANO, Roberta, *The Political Economy of Takeover Statutes*, *Virginia Law Review*, Vol. 73. Issue 1. (1987) 118. old.

⁶⁹³ 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. Issue 1. (1988) 225. old.

⁶⁹⁴ Lásd ROMANO, Roberta, *The Political Economy of Takeover Statutes*, *Virginia Law Review*, Vol. 73. Issue 1. (1987) 118-119. old.

⁶⁹⁵ 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” követelményének megfelelő mértékű ellenszolgáltatást ajánl fel.⁶⁹⁶

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 Delaware állam társasági jogi szabályozása nem tartalmaz ilyen rendelkezést, ezért a szabályozás jellegét Maryland állam szabályozásán keresztül mutatom be. E szabályozás előírja, hogy ha a két lépésben megvalósuló vállalatfelvásárlás második lépése egy, a tagállami jog által előírt szavazati rendelkezéseket alkalmazó ún. „erőltetett tranzakció” (tehát ahol egyesülés vagy hasonló tranzakció történik egy ún. érdekelt részvényessel), akkor erre a második tranzakcióra az általában megkívántnál 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 tranzakcióban nem érdekelt részvényesek tulajdonában álló, szavazati joggal rendelkező részvényesek kétharmada.⁶⁹⁷ Jellemzően 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

⁶⁹⁶ 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.

⁶⁹⁷ 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)

dönthet az ajánlat elfogadása vagy elutasítása tekintetében, - tehát ahol nem köti a többség szavazatának eredménye.⁶⁹⁸

Két fontos fogalom szorul még tisztázásra a „tiszteséges árat” előíró törvényi rendelkezések teljes körű megértéséhez. Először is ilyen az érdekelt részvényes fogalma. E fogalom alapvetően a társaság részvényeinek legalább 10 százalékaival rendelkező részvényest takarja.⁶⁹⁹

Másodszor pedig, mint fent említettem, többféle tranzakcióra terjed ki a „tiszteséges árat” előíró törvényi rendelkezések hatálya, melyeket összefoglalóan „üzleti kombinációknak” neveznek a tagállami jogszabályok. Üzleti kombináció (Maryland állam példájánál maradva) egyrészt egy *Maryland*-i társaság (tehát egy adott tagállamban honos társaság) esetében bármely egyesülés, konszolidáció, vagy részvénytcsere-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.⁷⁰⁰ A meghatározás ezen eleme egy két lépésben megvalósuló vállalatfelvásárlás második lépéseként végrehajtott tranzakciót fedi le. 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.⁷⁰¹ Ez a szabály hivatott tulajdonképpen megakadályozni a céltársaság felett irányítást szerző részvényest, hogy átruházza a társaság eszközeit, és ezáltal körmönfontan kiszorítsa a kisebbségi részvényeseket. A szabály csak a szokásos üzletmeneten kívül eső ügyleteket, illetve az érdekelt részvényessel folytatott ügyleteket fedi le. 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 százalékat meghaladó mértékben

⁶⁹⁸ 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.

⁶⁹⁹ 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)

⁷⁰⁰ 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)

⁷⁰¹ 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)

bocsássanak ki vagy ruházzanak át részvényeket.⁷⁰² Ez szintén a céltársaságban jelenlévő részvényesek kiszorítását, 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.⁷⁰³ Végezetül a törvény még bizonyos további értékpapír-tranzakciókat is besorol az üzleti kombináció fogalmába.⁷⁰⁴

A törvény ugyanakkor mentességet biztosít az egyébként üzleti kombinációnak számító tranzakciók minősített többséggel 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, méltányos voltát meghatározó bizonyos követelmények a felajánlott ellenszolgáltatás értékéhez kapcsolódnak, míg mások az ügylet által kínált ellenértéktől független feltételekhez. Az ügylet során kifizetett ellenérték meghatározása a részvényfajtától is függ. Törzsrészvény esetében a törzsrészvények birtokosai számára felajánlott készpénz vagy más ellenérték összegének eredetileg egy háromtényezős teszt során megállapított legmagasabb árral kellett (legalább) megegyeznie. Jelenleg is a tisztességes ár meghatározására *Maryland* állam egy három részből álló, rendkívül komplex tesztet alkalmaz. A mentesüléshez pedig a törvény által előírt mindhárom, alapvetően a legmagasabb ár elvén álló feltételnek meg kell felelnie a felkínált ellenértéknek. Így a 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 időpontja⁷⁰⁵), illetve az azt megelőző öt

⁷⁰² 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)

⁷⁰³ 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)

⁷⁰⁴ 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)

⁷⁰⁵ 2010 Maryland Code, Corporations and Associations, Title 3 – Corporations and Associations, Title 3 – Corporations in General, Extraordinary Actions, Subtitle 6 - Special Voting Requirements

éven belül;⁷⁰⁶ vagy annak az ügyletnek a során, melyben az érdekelt részvényessé vált (ezen tranzakció dátuma az ún. meghatározó időpont⁷⁰⁷), illetve az azt megelőző öt éven belül.⁷⁰⁸ A teszt második tényezőjeként a törzsrészvények részvényenkénti piaci árfolyamát kell tekintetbe venni a bejelentés időpontjában⁷⁰⁹ vagy a meghatározó időpontban.⁷¹⁰ A kettő közül szintén a magasabb értéket kell a továbbiakban figyelembe venni. És végül a teszt harmadik tényezője e két fenti elem kombinálásából adódik.⁷¹¹

A tisztességes ügyletkez 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.⁷¹² Szintén nem állhat be csökkenés a részvényekre fizetett osztalék mértékében a törzsrészvények esetében, illetve, ha ezt megalapozó intézkedések történtek (pl. feltőkésítés, átszervezés, stb.), akkor az osztalék éves mértékének ennek megfelelően növekednie kell.⁷¹³ Az érdekelt részvényes pedig nem szerezhet további részvényeket, kivéve, ha erre arányos

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/>

⁷⁰⁶ 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 (b) (1) (i)
Elérhető: <http://law.justia.com/codes/maryland/2010/corporations-and-associations/title-3/subtitle-6/3-603/>

⁷⁰⁷ 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/>

⁷⁰⁸ 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/>

⁷⁰⁹ 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)

⁷¹⁰ 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)

⁷¹¹ 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)
⁷¹² 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)

⁷¹³ 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)

részvényfelosztás, vagy a részvények osztalékként való juttatása miatt kerül sor.⁷¹⁴ Az érdekelt részvényes továbbá nem részesülhet a céltársaság vagy annak bármely leányvállalata által nyújtott hitelek, előlegek, garanciák, biztosítékok, vagy egyéb pénzügyi segítség, illetve adójóváírás vagy adókedvezmény jelentette előnyből.⁷¹⁵

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 zártkörűen működő társaságokra.⁷¹⁶ 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, melyekről még az előtt állapodtak meg, hogy az érdekelt részvényes megszerezte volna a céltársaságban a legalább 10 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.⁷¹⁷ Tehát a „tisztességes árat” előíró törvényi rendelkezések hatálya nem terjed ki a baráti vállalatfelvásárlási tranzakciókra, ha azok még az ajánlattevő társaság 10 százalékos részvénytulajdonát megelőzően kerültek kidolgozásra.⁷¹⁸

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

⁷¹⁴ 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)

⁷¹⁵ 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.

⁷¹⁶ 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)

⁷¹⁷ 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)

⁷¹⁸ 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.

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 megállapított tisztességes árnak megfelelő készpénz ellenértékért kell megvennie részvényeiket.⁷¹⁹ 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.⁷²⁰

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 kiszereződésre. 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.⁷²¹

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.⁷²² 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 bizonyos védelmet nyújtani.

⁷¹⁹ 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

⁷²⁰ 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.

⁷²¹ 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.

⁷²² 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

3.3.4. Az irányítást biztosító részesedés-megszerzési törvények

Az ún. irányítást biztosító részesedés-megszerzési törvények szintén a vállalatfelvásárlásokkal kapcsolatos tagállami jogalkotás második generációjába tartoznak. Az ezredfordulóig pedig huszonhét tagállam léptetett hatályba ilyen jellegű törvényi szabályozást.⁷²³ 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.⁷²⁴

Ezek a törvények általában megkövetelik az ajánlattevő előzetes bejelentését, illetve ezt követően a közgyűlés jóváhagyását az irányítást biztosító részvények megszerzéséhez, illetve szavazati joguk 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.⁷²⁵

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

⁷²³ 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.

⁷²⁴ 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.

⁷²⁵ 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.

érdekelt (elfogulatlan) részvényesek többsége nem szavazza meg a részvényekhez kapcsolódó szavazati jogok visszaállítását.⁷²⁶

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 „tisztes árára” tarthatnak igényt.⁷²⁷

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

⁷²⁶ 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.

⁷²⁷ 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.

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 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.⁷²⁸

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.⁷²⁹ 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.⁷³⁰ 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.⁷³¹ 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.⁷³² Kivételként szerepel még egy olyan egyesülés, konszolidáció, többségi részvénytársaság⁷³³ vagy üzleti kombináció⁷³⁴ keretében történő

⁷²⁸ 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.)

⁷²⁹ 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>,

⁷³⁰ 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>,

⁷³¹ 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>,

⁷³² 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>,

⁷³³ A többségi részvénytársaság alapvetően egy belföldi vagy külföldi társaságban megvalósuló olyan részvénytársaságot 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>,

részvényszerzés, 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.⁷³⁵

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.⁷³⁶ A szabályozás alapján pedig minden részvényesnek, aki irányítást biztosító részesedés megszerzését tervezi, annak egy nyilatkozatot (*acquiring person's statement*) kell eljuttatnia a kibocsátó nyilvános részvénytársaságnak (céltársaság). 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 részesedésszerzés; a tervezett irányítást biztosító részesedésszerzés feltételeinek indokolt részletességű leírását; a részvényeket megszerző személy értelmezését és nyilatkozatát indokolt részletességgel azon tények

⁷³⁴ 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 eszközt 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 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>,

⁷³⁵ 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>,

⁷³⁶ 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>

vonatkozásában, melyek szerint a tervezett irányítást biztosító részesedésszerzés, amennyiben végrehajtják, nem lesz jogellenes, illetve, hogy a részesedést megszerezni kívánó személy megfelelő pénzügyi háttérrel rendelkezik a tervezett irányítást biztosító részesedésszerzéshez.⁷³⁷

A törvényi szabályozásnak megfelelő nyilatkozat kézhezvételétől számított tíz napon belül a kibocsátó nyilvános részvénytársaság igazgatóinak rendkívüli közgyűlést kell összehívniuk a tervezett irányítást biztosító részesedésszerzésről 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.⁷³⁸

Ha egy tervezett irányítást biztosító részesedésszerzéssel 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 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.⁷³⁹ 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

⁷³⁷ 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>

⁷³⁸ 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>

⁷³⁹ 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>

arról, hogy nincs álláspontja, illetve nem fogalmaz meg ajánlást azzal kapcsolatban.⁷⁴⁰ Az irányítást biztosító részesedést megszerezni kívánó személy akkor hajthatja végre az irányítást biztosító részesedés tervezett megszerzését, ha az alábbi két 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 határozatképes, 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.⁷⁴¹

Bizonyos tagállamok továbbá biztosítják, hogy az irányítást biztosító részesedés megszerzését nem támogató részvényesek ún. értékelési joggal élve igényeljék részvényeik tisztességes áron való megvásárlását a részesedésszerzőtől.⁷⁴²

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).⁷⁴³

⁷⁴⁰ 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>

⁷⁴¹ 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>

⁷⁴² 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.

⁷⁴³ 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 Klauzulát (*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.

3.3.5. Az üzleti kombinációs törvények

Az ún. üzleti kombinációs törvények, vagy más néven befagyasztási (*freeze-in*) törvények a tagállamok vállalatfelvásárlásokkal kapcsolatos jogalkotásának harmadik generációjához tartoznak.⁷⁴⁴ Ezek a törvények megtiltják a céltársaságnak, hogy bizonyos jelentős üzleti tranzakciókat hajtson végre a részvényeit megszerző személlyel, miután az a társaságban ún. 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 részvényt szerzéséhez még érdekelt részvényessé válását megelőzően megszerzi a céltársaság igazgatótanácsának jóváhagyását („baráti vállalatfelvásárlás”).⁷⁴⁵ Így az üzleti kombinációs törvény (az irányítást biztosító részesedés-megszerzési törvénnyel szemben) nem érinti a részvényt szerzőnek a megszerzett részvényekkel való szavazati joggyakorlását. Hanem tilalmaz bizonyos típusú ügyleteket, melyek jellemzően a részvényt szerző saját érdekű ügyleteiként (*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 részvényt szerzőnek, 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.⁷⁴⁶ 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 felhívnom rá a figyelmet, hogy *Delaware* állam egyedül üzleti kombinációs törvényt fogadott el (három éves befagyasztási időszakkal) a

⁷⁴⁴ Lásd MAGNUSON, William, Takeover Regulation in the United States and Europe, *Pace International Law Review*, Vol. 21. Issue 1. (2009) 218. old.

⁷⁴⁵ Lásd The Takeover Bids Directive Assesment 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.;

⁷⁴⁶ Lásd SROUFE, Evelyn, GELBAND, Catherine, *Business Combination Statutes: A Meaningful Opportunity for Success*, *Business Lawyer (ABA)*, Vol. 45. Issue 3. (1989-1990) 895. old.

vállalatfelvásárlásokkal kapcsolatos tagállami jogalkotás eszköztárából.⁷⁴⁷ Szintén meg kell állapítani, 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 részvényt 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 végrehajtását, hacsak azokat 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.⁷⁴⁸ 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.⁷⁴⁹

Delaware állam üzleti kombinációs törvénye más államok üzleti kombinációs törvényeihez viszonyítva több eltérést is tartalmaz. Így például megalkotásához kiindulópontot 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.⁷⁵⁰

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%-ának⁷⁵¹, vagy annál

⁷⁴⁷ 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.

⁷⁴⁸ 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>

⁷⁴⁹ 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.

⁷⁵⁰ 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.

⁷⁵¹ 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>,

nagyobb hányadának a tulajdonosa.⁷⁵² 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 ide sorolható 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 érdekelt részvényes okozta.⁷⁵³ 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), mikor az ügyletben szereplő 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.⁷⁵⁴ 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 leányvállalatának részvényeit az érdekelt részvényes szerzi meg (a szabályozás alkalmaz ez alól kivételeket).⁷⁵⁵ 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

⁷⁵² 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>,

⁷⁵³ 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>,

⁷⁵⁴ 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>,

⁷⁵⁵ 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>,

átváltoztatható (bizonyos kivételeket ebben az esetben is alkalmaz a törvény).⁷⁵⁶ Ide tartozik még bármely, a társaság, illetve akár közvetlen, akár közvetett többségi tulajdonában álló leányvállalata által vagy azon keresztül nyújtott bármilyen kölcsönből, előlegből, garanciából, biztosítékadásból 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).⁷⁵⁷ E fogalom meghatározást követően indokolt rátérnünk *Delaware* állam üzleti kombinációs törvényének főbb rendelkezéseire. Ez alapján 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”).⁷⁵⁸ 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 vezető állású munkavállalói 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 részvénycsere-ajánlat során.⁷⁵⁹ 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

⁷⁵⁶ 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>,

⁷⁵⁷ 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>,

⁷⁵⁸ 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>,

⁷⁵⁹ 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>,

joggal rendelkező részvények minősített többségének (kétharmadának) igenlő szavazatával (az érdekelt részvényes részesedését figyelmen kívül hagyva).⁷⁶⁰

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 végrehajtását követően. Az igazgatótanács erről szóló döntése pedig öt évig megmásíthatatlan.⁷⁶¹ New Jersey állam szabályozása szintén megtiltja honos vállalatai számára az érdekelt részvényesükkel 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.⁷⁶² 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 megelődően, és ezzel az érdekelt részvényessel 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, stb.) vesznek részt, és egy erre a célra

⁷⁶⁰ 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>,

⁷⁶¹ Lásd SILVERSTEIN, Bruce L., *An Analysis of the Constitutional Validity of Delaware's „Business Combination” Statute*, Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 13. Issue 3. (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 részesedését) hozzájárulásához, vagy bizonyos tisztes 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>

⁷⁶² 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>

összehívott közgyűlésen az érdekelt részvényes birtokában lévő részvények figyelmen kívül hagyásával a szavazati joggal rendelkező részvényesek szavazattöbbséggel azt elfogadják.⁷⁶³

Delaware állam 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 még a *Delaware* szabályozás is 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, vállalatvezetői részesedést); vagy hogy a társaság részvényesei kétharmados minősített többséggel elfogadjanak egy „üzleti kombinációt” az „érdekelt részvényessel”.⁷⁶⁴

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.⁷⁶⁵ Szintén ilyen eset, ha a társaság az igazgatótanácsa által e jogszabály hatályba lépését (1988. február 2-át) követő 90 napon belül olyan módosítást fogadott el a társaság szabályzataihoz, hogy nem terjed ki rá az üzleti kombinációs törvény hatálya. Ez ugyanakkor már a továbbiakban nem módosítható az igazgatótanács által.⁷⁶⁶ A társaság részvényesei továbbá a közgyűlésen többségi szavazással dönthetnek arról, hogy a társaság kikerüljön az üzleti kombinációs törvény rendelkezéseinek hatálya alól.⁷⁶⁷ 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

⁷⁶³ 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>

⁷⁶⁴ Lásd SILVERSTEIN, Bruce L., *An Analysis of the Constitutional Validity of Delaware's „Business Combination” Statute*, Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 13. Issue 3. (1988) 869-870. old.

⁷⁶⁵ 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>,

⁷⁶⁶ 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>,

⁷⁶⁷ 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>,

kifolyólag, amelyben egy személy érdekelt részvényessé vált).⁷⁶⁸ 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.⁷⁶⁹

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 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.⁷⁷⁰ 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.⁷⁷¹ 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

⁷⁶⁸ 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>,

⁷⁶⁹ 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>,

⁷⁷⁰ 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.

⁷⁷¹ 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) 1098-1100. old.

teszi a céltársaság igazgatótanácsának, hogy a kisebbségi részvényeseket védő feltételeket tárgyaljon ki.⁷⁷²

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 Exchange Act Rule 14d-10* hatálya alá, így nem terjed ki rájuk az „*all holders/best price*” szabály.⁷⁷³

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 neveznek) számára jogot kereset indítására a bíróság előtt. Ennek célja, hogy – amennyiben indokolt – a bíróság állapítsa meg részvényeik méltányos árát (ez az ún. értékelési jog). A bíróság által megállapított árnak ugyanakkor nem kell megfelelnie a többségi részvényeseknek fizetett legmagasabb árak.⁷⁷⁴

Mint a korábbiakban elemeztem, egy két lépésben megvalósuló vállalatfelvásárlási ajánlat során az ajánlattevő vételi ajánlatot tesz a céltársaság irányításához szükséges mértékű szavazati jogot megtestesítő részvények megszerzésére. A második szakaszban (lépésben) pedig az irányítást biztosító részesedésével 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

⁷⁷² 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

⁷⁷³ 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

⁷⁷⁴ 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 Európai Unió vállalatfelvásárlási irányelvének 5. cikkében szereplő kötelező vételi ajánlat szolgálja.⁷⁷⁵

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 részvénytörzsi programot követően.⁷⁷⁶

Bár az Egyesült Államokban nincs jelen az Európai Unióban alkalmazott kötelező vételi ajánlattételi szabály, mint korábban bemutattam, mégis rendelkezésre állnak egyéb intézkedések, szabályozási megoldások a részvényesek vállalatfelvásárlási helyzetben való védelmére. Ezeket felhasználhatja a céltársaság például a két lépésben megvalósuló vállalatfelvásárlási ajánlatok leküzdéséhez.⁷⁷⁷

3.3.7. Az 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.⁷⁷⁸

A *Model Business Corporation 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

⁷⁷⁵ 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

⁷⁷⁶ 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

⁷⁷⁷ 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

⁷⁷⁸ 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

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, mint amilyen határozatképességre vagy szavazati arányra vonatkozó követelmény akkor hatályban van, vagy amit elfogadni terveznek, attól függően, hogy melyik a magasabb.⁷⁷⁹

A *Model Business Corporation Act* külön fejezetet szentel az *Értékelési jogoknak* (*appraisal right*). A 13. fejezet (*Chapter 13.*) tulajdonképpen ezzel a részvényesek számára biztosított joggal foglalkozik négy alfejezetében. Ennek keretében szabályozza az értékelési jog természetét⁷⁸⁰, illetve a jog gyakorlásának lehetőségéről a tájékoztatás megadását⁷⁸¹. Részletezi e jog igénybevételének eljárásrendjét⁷⁸², illetve a részvények bírósági értékelését^{783 784}.

⁷⁷⁹ 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>,

⁷⁸⁰ 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 (kivételt képeznek ebben az esetben az egyesülési tranzakcióban nem érintett részvényosztályok, részvénytársaságok). Szintén gyakorolhatóak e jogok egy olyan részvénytársaság 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>,

⁷⁸¹ 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>,

⁷⁸² 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 itt 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 igazolások 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 Notice and Form, 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 ilyet, 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 folyamatától, 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 lejáratát 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 kamatokat. 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 joga van további kifizetést igényelni a 13.26 szakasz alapján. Amennyiben viszont a részvényes nem él ezzel a lehetőséggel az erre megállapított határidőn belül,

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.⁷⁸⁵

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, 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>,

⁷⁸³ 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) szakasz 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 jogukkal 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>,

⁷⁸⁴ 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>,

⁷⁸⁵ Az értékelési jog gyakorlására egy egyesülésben vagy konszolidációban résztvevő társaság bármely részvényosztályába vagy részvénytársaságba tartozó részvénye után van lehetőség. Ugyanakkor az értékelési jog

Miután a bíróság – vita felmerülése esetén – megállapította az értékelésre jogosultak körét, az értékelési eljárást a *Court of Chancery* irányadó eljárási szabályai alapján kell lefolytatni. 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

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 álltak legalább 2000 részvénybirtokos tulajdonában. Szintén nem gyakorolhatóak az értékelési jogok az ügyletben résztvevő társaság bármely részvénye tekintetében, ha az egyesülés elfogadásához nem volt szükség a jogutód társaság részvényeseinek 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 elfogadásra, 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 részére egy írásbeli igényt ezen részvények értékelésére vonatkozóan. Az ilyen igény akkor tekinthető megfelelőnek, ha ésszerűen informálja a társaságot az értékelési 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>.

eljárva alapos okkal másként nem dönt, az egyesülés időpontjától az ítélet alapján járó kifizetés idejéig 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 felé. 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 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 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.⁷⁸⁶

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 egyesülést alkalmaznak (a vállalatfelvásárlás második fázisaként).⁷⁸⁷ 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 jelentenek 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

⁷⁸⁶ Lásd Delaware Code – Chapter 1. General Corporation Law, Subchapter IX. Merger, Consolidation, Conversion, Elérhető: <http://delcode.delaware.gov/title8/c001/sc09/index.shtml>

⁷⁸⁷ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 240-241. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

szabályozás van jelen Maine, Pennsylvania és Dél-Dakota államokban. Az eladási jog gyakorlását kiváltó eseménynek az tekinthető, amikor az ajánlattevő legalább egy meghatározott küszöbértéket elérő mértékben megszerzi a céltársaság szavazati joggal rendelkező részvényeit. Ez a küszöbérték Pennsylvania államban 20%⁷⁸⁸, Maine államban 25%⁷⁸⁹, Dél-Dakotában pedig 50%+1 szavazati jogot biztosító részvény.⁷⁹⁰

Az Egyesült Államok felügyeleti hatóságának, a *Securities and Exchange Commission*-nak a 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. Ez a szabályozás a *Securities Exchange Act* Rule 13e-3 szabályának hatálya alá tartozó „going private”, „zártkörűvé válás” (zártkörűen működő társasággá alakulás), azaz tőzsdéről való kivezetést jelentő tranzakciókra terjed ki.⁷⁹¹ A *Securities and Exchange Commission* Rule §229.1014 (Item 1014) ugyanis a tőzsdei kivezetés méltányosságának megítélésével foglalkozik. Egy ilyen tranzakció kapcsán nyilatkoznia kell a tranzakció tárgyát képező vállalatnak, hogy a tőzsdéről való kivezetést méltányosnak vagy méltánytalannak 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 informálódást 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 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 készítsen a tranzakció méltányosságáról. Szintén közzé

⁷⁸⁸ Lásd 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, Subchapter E. Control Transactions, § 2541-2548. Elérhető: <http://www.legis.state.pa.us/WU01/LI/LI/CT/HTM/15/15.HTM>,

⁷⁸⁹ Lásd 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>

⁷⁹⁰ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 174. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

⁷⁹¹ Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 241. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

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 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.⁷⁹²

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.⁷⁹³

Ezt a kérdéskört a *megbízó-ügynök (megbízott) elmélet* szemszögéből érdemes megvizsgálunk. Az elmélet alapjait *Adolf A. Berle* és *Gardiner C. Means* rakta le a napjainkban is korszakalkotó jelentőségüként 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.⁷⁹⁴ A vállalatot vezető menedzsereket ugyanis a részvényesek „*ügynökeinek*” lehet tekinteni. Ahogy *Michael C. Jensen*⁷⁹⁵ és *William H. Meckling*⁷⁹⁶ egy 1976-ban megjelent tanulmányában megfogalmazta, „*az ügynökség-viszony egy szerződés, mely alapján egy vagy több személy (a megbízók) arra szerződhetnek egy másik*

⁷⁹² 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.

⁷⁹³ 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.

⁷⁹⁴ 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.

⁷⁹⁵ Michael C. Jensen a Harvard Business School professzor emeritusa.

⁷⁹⁶ William H. Meckling, élt 1922-1998-ig. A University of Rochester emeritus dékánja.

személyt (ügynök), hogy bizonyos szolgálatot lásson el az ő érdekében, mely magában foglalja bizonyos döntéshozatali jogköröknek az ügynökre való delegálását is.” A szerzők úgy 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.⁷⁹⁷ És éppen ebből következik érdekellentétük. A céltársaság igazgatói, vezető menedzserei ugyanis gyakran nem számíthatnak állásuk megtartására a vállalatfelvásárlást követően,⁷⁹⁸ ezért – nagy valószínűséggel – minden rendelkezésükre álló eszközzel inkább megakadályoznák azt.⁷⁹⁹ A menedzsment így elsősorban nem a részvényesi jólét azonnali emelését szolgáló esélyként tekint a vállalatfelvásárlásra, hanem inkább károsnak értékeli egy ilyen ügyletet.⁸⁰⁰ 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, kellő haszonnal tudják értékesíteni azokat 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.⁸⁰¹ A

⁷⁹⁷ 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.,

⁷⁹⁸ 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, mely szerint egy társaság vállalatfelvásárlásokkal szembeni nyitottsága attól függ, hogy a vállalat vezetésének a megnövekedett kockázatoknak való kitettségéből adódó többletjavadalmazási igénye meghaladja-e azon ügynökköltség növekedést, 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.

⁷⁹⁹ 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.

⁸⁰⁰ 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.

⁸⁰¹ Lásd CHATTERJEE, Sayan, HARRISON, Jeffrey S., BERGH, Donald D., *Failed Takeover Attempts, Corporate Governance and Refocusing*, Strategic Management Journal, Vol. 24. (2003) 89. old.

menedzsment hivatalban maradásban testet öltő érdeke erőteljes ösztönzést jelent számára a vállalatfelvásárlással szembeni védekezésre, tekintet nélkül az ügylet részvényesek számára nyújtott előnyeire. Így a vállalatfelvásárlás világos és nyilvánvaló érdekellentétet hoz létre a menedzsment és a részvényesek között.⁸⁰² Az (ellenséges) vállalatfelvásárlások során az ügynök-költség abból eredeztethető, hogy a céltársaság vezetése az ajánlat meghíúsítására törekedhet, és megfoszthatja a céltársaság részvényeseit az ajánlattal kapcsolatos döntéshozatal lehetőségétől.⁸⁰³

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.⁸⁰⁴ Így alapvető jelentősége van a vállalatfelvásárlási jogban a menedzsment és a részvényesek közötti hatalommegosztás megfelelő szabályozásának.⁸⁰⁵

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*⁸⁰⁶ és *Daniel R. Fischel*⁸⁰⁷ 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 az igazgatók, menedzserek szerepét mintegy árverésvezetőként képzelel el. Harmadik lehetőségként az jelenik meg, hogy a menedzsment – meghatározott feltételek között – dönthet az ajánlat sorsát illetően, és ellenállhat neki. Ebben az esetben a

⁸⁰² 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.

⁸⁰³ 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.

⁸⁰⁴ Egyes esteekben közrejátszhatnak egyéb elemek is. Például a versenyjogi szempontok érvényesítése a versenyhatóságok által egyes tranzakciók jóváhagyásának megtagadása során. Lásd SZUCHY, Róbert, *Az összefonódás-ellenőrzés európai uniós szabályai a jogbiztonság tükrében* (L'Harmattan Kiadó, Budapest, 2011.) 1-191. old.

⁸⁰⁵ 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.

⁸⁰⁶ Frank H. Easterbrook a United States Court of Appeals for the Seventh Circuit bírása.

⁸⁰⁷ Daniel R. Fischel a University of Chicago Law School professzora, 1999-2001-ig dékánja.

menedzsment általában jogosult dönteni a vállalatfelvásárlásokkal kapcsolatos védekező intézkedések elfogadásáról.⁸⁰⁸ 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 háttérrel. Az Egyesült Államokból e témában származó tudományos eredmények azért tekinthetőek mérvadónak, hiszen ott már több mint fél évszázada a tudományos kutatások homlokterében 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.⁸⁰⁹

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.⁸¹⁰ 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 részvényeseinek. A vállalatfelvásárlás elleni sikeres védekezéssel a menedzsment pedig megakadályozná e haszon elérését.⁸¹¹ A fenti megállapításokat elfogadva csak kétféle álláspont képzelhető el a céltársaság menedzsmentjének magatartását illetően (ellenséges) vállalatfelvásárlás esetén.

⁸⁰⁸ 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.; HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén (HVG-ORAC, Budapest, 2011.)* 376. old.

⁸⁰⁹ Lásd HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén (HVG-ORAC, Budapest, 2011.)* 375-376. old.

⁸¹⁰ 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.

⁸¹¹ Lásd EASTERBROOK, Frank H., FISCHER, Daniel R., *Auctions and Sunk Costs in Tender Offers*, *Stanford Law Review*, Vol. 35. Issue 1. (1983.) 1. old.

Egyrészt, hogy egyszerűen passzívnak kell maradnia, tehát hogy nem tesz semmilyen releváns lépést az ajánlattal kapcsolatban. Másrészt a passzivitás feladása annyiban képzelhető el, hogy az aktuális menedzsment megfelelő versenyt biztosítson a társaság feletti irányítás megszerzésére az ajánlattevőknek⁸¹² (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.⁸¹³ 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.⁸¹⁴ 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”.⁸¹⁵ A felvásárlást követően a

⁸¹² 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.

⁸¹³ 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.

⁸¹⁴ Lásd HOWARD, Geoffrey J., *Takeover Defences: A Reappraisal*, *University of Brit Columbia Law Review*, Vol. 24. Issue 1. (1990.) 57-58. old.

⁸¹⁵ 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.

hivatalban lévő menedzsmentet leváltva, hatékony irányítás alatt ugyanis a társaság valós lehetőségeinek megfelelően fog teljesíteni.⁸¹⁶ A céltársaság részvényeseinek a vállalatfelvásárlás során juttatott felár 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.⁸¹⁷ 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,⁸¹⁸ az arra valószínűleg lesújtó új tulajdonostól.⁸¹⁹

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.⁸²⁰ 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

⁸¹⁶ Lásd HOWARD, Geoffrey J., *Takeover Defences: A Reappraisal*, University of Brit Columbia Law Review, Vol. 24. Issue 1. (1990.) 58. old.

⁸¹⁷ 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.

⁸¹⁸ 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.

⁸¹⁹ 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.

⁸²⁰ Lásd BEBCHUK, Lucian Arye, COHEN, Alma, FERRELL, 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.⁸²¹ 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. 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.⁸²²

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.⁸²³

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.⁸²⁴ 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

⁸²¹ 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.; HOWARD, Geoffrey J., *Takeover Defences: A Reappraisal*, University of Brit Columbia Law Review, Vol. 24. Issue 1. (1990.) 58-59. old.

⁸²² Lásd HOWARD, Geoffrey J., *Takeover Defences: A Reappraisal*, University of Brit Columbia Law Review, Vol. 24. Issue 1. (1990.) 58-59. old.; 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.

⁸²³ 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.

⁸²⁴ 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.

költségeit, és ajánlatuk (jogi szabályozás által megkövetelt) nyilvánosságra hozatalával ez nagyrészt hozzáférhető más ajánlattevők számára is. Az ajánlatok versengése esetén a későbbi ajánlattevők elkerülhetik az információs költségeket, a kezdeti ajánlattevők pedig ajánlatuk esetleges meghíúsulását 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 *passzivitási* szabály mellett érvel az irányzat.⁸²⁵

A fenti érveléssel kapcsolatban *Martin Lipton* szembeállította *Edward S. Herman*⁸²⁶ professzor kutatását, 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*⁸²⁷ 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 kitettek 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

⁸²⁵ 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, Geoffrey 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.

⁸²⁶ Edward S. Herman a University of Pennsylvania Wharton School of Business pénzügyek professzor emeritusa.

⁸²⁷ Ajit Singh a Cambridge-i Egyetem közgazdaságtan professzor emeritusa.

stratégia lehet egy sokkal komolyabb kihívást jelentő megoldási lehetőséggel szemben. Nevezetesen innentől kezdve nem a profit növelésére fognak törekedni, például működésük belső megújítása, vállalati szerkezetük átalakítása segítségével.⁸²⁸

4.1.3. A hasznok elosztását középpontba állító elmélet (*distributional approach*)

Ez az elmélet átmeneti megközelítést jelent a *részvényesi jólét maximalizálásának elmélete* és a *hosszú távú részvényesi és társadalmi jólét elmélete* között. Legjelentősebb képviselői *James J. Junewisz* és *Edward F. Greene*⁸²⁹, 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.⁸³⁰

Az elmélet hívei közül *Junewisz* és *Greene* a részleges (tehát a céltársaság valamennyi részvényére ki nem terjedő) ajánlatokkal⁸³¹ 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, vezető állású munkavállalók és irányító részvényesek bizalmi kötelezettsége), az aggályokat mégsem képesek ezek teljesen eloszlatni. Az ún. két lépésben megvalósuló ajánlatok továbbá jelentős nyomást képesek helyezni a részvényesekre,

⁸²⁸ Lásd LIPTON, Martin, *Takeover Bids in the Target's Boardroom: A Response to Professors Easterbrook and Fischel*, New York University Law Review, Vol. 55. Issue 6. (1980) 1232-1233. old.

⁸²⁹ Edward F. Greene a Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP partnere.

⁸³⁰ 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.

⁸³¹ Lásd BRUDNEY, Victor, CHIRELSTEIN, Marvin A., *Fair Shares in Corporate Mergers and Takeovers*, Harvard Law Review, Vol. 88. Issue 2. (1974.) 330–331. old.

hogy elfogadják az ajánlatot. Alapvetően ugyanis minden olyan részvényvásárlási ajánlat, mely a piaci ár feletti 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 két lépésben megvalósuló, illetve 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.⁸³² *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.⁸³³ 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.⁸³⁴ 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

⁸³² 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.

⁸³³ 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.

⁸³⁴ 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.

jóváhagytak, és szintén ésszerűen kapcsolódniuk kell azok megvalósításához. Az igazgatóknak tudniuk kell bizonyítani, hogy az ellenintézkedések nem saját befolyásuk és pozíciójuk fenntartását szolgálják, és a fenti feltételeknek megfelelnek.⁸³⁵ Ez garantálná az *Easterbrook* és *Fischel* professzor által megfogalmazott, és a fentiekben kifejtett érdekellentétek kiküszöbölését. Egy minden részvényre kiterjedő ajánlat esetében a menedzsment tevékenységének viszont csak egy kedvezőbb ajánlati árat felvonultató ajánlat keresésére kellene korlátozódnia⁸³⁶ (kivéve természetesen, ha a részvényesek felhatalmazást adnak a vállalatfelvásárlás elleni védekezésre).

Junewicz 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 két lépésben megvalósuló 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.⁸³⁷

Az elmélet másik két jeles képviselője, *Bebchuk* és *Gilson*⁸³⁸ 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 „alkusjai” lépnek fel.⁸³⁹ A menedzsment által lefolytatott „alkudozás” nem követeli meg a részvényesek fellépésének koordinációjával kapcsolatos költségeket, és éppen ezért előnyös a részvényesek számára

⁸³⁵ Lásd JUNEWISZCZ, 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.; Lásd HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 379-380. old.

⁸³⁶ Lásd HOWARD, J. Geoffrey, *Takeover Defences: A Reappraisal*, University of Brit Columbia Law Review, Vol. 24. Issue 1. (1990.) 60. old.

⁸³⁷ Lásd JUNEWISZCZ, 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.

⁸³⁸ *Gilson* például megjegyzi, hogy a társaság szerkezete a részvényesekre ruhazza 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.

⁸³⁹ Lásd HOWARD, Geoffrey J., *Takeover Defences: A Reappraisal*, University of Brit Columbia Law Review, Vol. 24. Issue 1. (1990.) 60. old.

olyan helyzetekben, mikor önmaguktól nem szerveződnének.⁸⁴⁰ Szintén különösen indokolt álláspontjuk szerint, hogy a vállalat vezetése folytassa a tárgyalásokat egy előnyösebb ajánlat 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 képviselése 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.⁸⁴¹

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,⁸⁴² tehát növeli a társaságok eszközeihez kapcsolódó allokációs hatékonyságot.⁸⁴³

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

⁸⁴⁰ 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.

⁸⁴¹ Lásd HOWARD, Geoffrey J., *Takeover Defences: A Reappraisal*, University of Brit Columbia Law Review, Vol. 24. Issue 1. (1990.) 60. old.

⁸⁴² 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.

⁸⁴³ 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.

visszaélésre saját céljai érdekében. Ugyanakkor ezzel párhuzamosan a részvényesi haszon lehetősége még mindig elég magas.⁸⁴⁴

A szerzők továbbá nem látják elfogadhatónak a menedzsment által alkalmazott vállalatfelvásárlás-ellenes védekező intézkedéseket.⁸⁴⁵ 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.⁸⁴⁶ 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 részvényeseinek arra való képességét, hogy ezt a lehetőséget válasszák.⁸⁴⁷

Az elméletről összefoglalásul elmondhatjuk, hogy hívei szerint az igazgatótanács feladata csupán az ajánlattal kapcsolatos információk ismertetése, illetve a kezdetinél kedvezőbb ajánlat keresése.⁸⁴⁸ *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.⁸⁴⁹

A *hasznok elosztását középpontba állító elmélet* azért is érdemel különös figyelmet, 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.⁸⁵⁰

⁸⁴⁴ 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.

⁸⁴⁵ 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.

⁸⁴⁶ 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.

⁸⁴⁷ 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.

⁸⁴⁸ 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.

⁸⁴⁹ 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.

⁸⁵⁰ Lásd HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 379-381. old.

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 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 amellet 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.⁸⁵¹ 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.⁸⁵² Helytelenítik a vállalatfelvásárlási tevékenység magas szintjét. Ezek az ügyletek álláspontjuk szerint a vállalati vezetők pazarló birodalomépítését szolgálják, és csak az ügyvédek, a könyvelők 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 hosszútávú üzleti tervezést a rövidtávú profit érdekében. Teszi mindezt abból a célból, hogy a pillanatnyilag magasabb tőzsdei árfolyam által elbátortalanítsa az esetleges ajánlattevőket.⁸⁵³ Az álláspont képviselői gyakran érvelnek amellet, hogy egy társaság nyomott részvényárai nem feltétlenül mutatnak rá valós értékére, és a menedzsment teljesítményére. Ha például csak az ajánlattevő, vagy a céltársaság

⁸⁵¹ 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.

⁸⁵² 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.

⁸⁵³ Lásd HOWARD, Geoffrey J., *Takeover Defences: A Reappraisal*, University of Brit Columbia Law Review, Vol. 24. Issue 1. (1990.) 62. old.

menedzsmentje birtokolja azt az információt, mely megemelheti a részvények árfolyamát, akkor a társaság papírjainak ára tipikusan nem tükrözi azok valós értékét.⁸⁵⁴ Így az ajánlatot megelőző alacsony részvényárakon alapuló felár nem minden esetben kompenzálja megfelelően a részvényeseket. Egy piacszerre 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 értékét⁸⁵⁵, 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.⁸⁵⁶

Az elmélet kiemelkedő képviselője, *Martin Lipton* megközelítése abból a kérdésfeltevésből 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

⁸⁵⁴ 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 amellet érvelnek, hogy kevés eséllyel birtokolhat kizárólagosan az ajánlattevő információkat a céltársaság részvényeinek alulárázottságáról. 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 papírokért. Lásd EASTERBROOK, Frank, FISCHEL, Daniel: *Takeover Bids, Defensive Tactics and Shareholder's Welfare*, *Business Lawyer*, Vol. 36. Issue 5. (1981.) 1734–1735. old.

⁸⁵⁵ Lásd SUBRAMANIAN, Guhan, *Bargaining in the Shadow of Takeover Defences*, *Yale Law Journal*, Vol. 113. Issue 3. (2003.) 633. old. 64. lbj.

⁸⁵⁶ 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.

alárendelni bizonyos részvényesek érdekeinek, akiknek célja a vállalatfelvásárlás kapcsán a profit realizálása. *Martin Lipton* álláspontja szerint, ha csupán a gyanú merülne fel abban a 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).⁸⁵⁷

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.⁸⁵⁸ Szintén, az igazgatóknak nem szükséges elfogadniuk bármely olyan vállalatfelvásárlási ajánlatot sem, mely jelentős felárat nyújt a piaci árhoz képest. Az (ügyvezető, *operatív*) 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.⁸⁵⁹ *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”

⁸⁵⁷ 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.

⁸⁵⁸ 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.

⁸⁵⁹ Lásd LIPTON, Martin, *Takeover Bids in the Target's Boardroom*, Business Lawyer, Vol. 35. Issue 1. (1979.) 120, 124, 130-131. old.

tartaniuk, és a legmagasabb ajánlatot tevőnek értékesíteni a vállalatot. Az igazgatóknak továbbá figyelembe kell venniük a vállalatfelvásárlások munkavállalókra, fogyasztókra, 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 szervezetként való fennmaradást célozza. Az igazgatótanács pedig ennek érdekében megteheti a szükséges lépéseket.⁸⁶⁰

Összefoglalásul megállapíthatjuk, hogy az amerikai gazdaságban jelen lévő jelentős vállalatfelvásárlási hullámok kritikásai szerint a céltársaság menedzsmentjének engedélyezni kell, hogy ellenálljon azon ellenséges ajánlatoknak, melyek a társaságtól függő egyéb érdekeltekre nézve hátrányosak, vagy nem biztosítanak a társaság valós értékének megfelelő felárat a részvényeseknek.⁸⁶¹

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 ott például nem érvényesül a munkavállalói képviselet) – nem tekinthetők az egyéb érdekelteket hatékonyan képviselő szervnek vállalatfelvásárlás esetén. Ez alapján pedig ellenzi az igazgatótanács vétőjogát a vállalatfelvásárlások során. Úgy érvel, hogy vállalatfelvásárlások esetén az igazgatótanács vétőjogának 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.⁸⁶² *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.⁸⁶³ 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

⁸⁶⁰ Lásd LIPTON, Martin, *Takeover Bids in the Target's Boardroom*, Business Lawyer, Vol. 35. Issue 1. (1979.) 130-131. old.

⁸⁶¹ Lásd HOWARD, Geoffrey J., *Takeover Defences: A Reappraisal*, University of Brit Columbia Law Review, Vol. 24. Issue 1. (1990) 75. old.

⁸⁶² 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.

⁸⁶³ 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.

irányítás megváltozására nagy valószínűséggel csak akkor kerülhetne sor, ha a menedzsment számára az ebből adódó előnyök meghaladnák az aktuális pozíciójukból származó előnyöket. Egy ilyen megoldás pedig nem hatékony sem a részvényesek, sem a gazdaság egészének szempontjából.⁸⁶⁴ Kétséges továbbá az elmélet kritikusai szerint azt feltételezni, hogy a menedzsment a vállalatfelvásárlások esetén önzetlenül fogja képviselni az egyéb érdekelteket. Felhívják arra a problémára a figyelmet, hogy színlelt törődés a fent említett csoportok irányába könnyű palástolása lehet az önbebetonozó magatartásnak.⁸⁶⁵

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.⁸⁶⁶

4.2. A vállalatfelvásárlási ajánlatról való döntéshozatal szabályozása az Európai Unióban

4.2.1. A semlegességi (*neutralitási*) szabály

Mint az a fent ismertetett elméleti megközelítésekből kitűnik, a *corporate governance* tudomány vállalatfelvásárlásokkal szembeni védekezésekkel kapcsolatos hozzáállása meglehetősen ambivalens. Egyrészt az igazgatótanács védekezési lehetőségét támogató nézetek alapvetően azt emelik ki, hogy egy nyilvános részvénytársaság kisztrésvényesei képtelenek – korlátozott tapasztalatuknak, illetve a kollektív fellépéssel kapcsolatos problémáknak⁸⁶⁷ köszönhetően – arra, hogy megalapozott döntést hozzanak egy felvásárlási

⁸⁶⁴ 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.

⁸⁶⁵ 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.

⁸⁶⁶ 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.

⁸⁶⁷ 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.

ajánlat megítéléséről. Ezért a vállalatok igazgatótanácsait fel kell hatalmazni védekező intézkedések elfogadására, mivel előnyösebb helyzetben vannak a részvényesek és az egyéb érdekeltek védelmére. A részvényesek választását előnyben részesítő elméletek ezzel szemben azt fogalmazzák meg, hogy az igazgatótanácsok önérdekűek a vállalatfelvásárlásra adott válasz tekintetében, és ezért nem szabadna megengedni számukra, hogy védekező intézkedések elfogadásáról dönthessenek.⁸⁶⁸

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 irányelvben⁸⁶⁹ 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.⁸⁷⁰ Szintén lehetőséget adhatnak a céltársaságnak magasabb ajánlati ár kitárgyalására. A védekező eszközöket – elfogadásuk időpontját tekintve – két típusba sorolhatjuk. Az egyik típust még az ajánlattételt megelőzően fogadják el (ajánlattétel előtti védekező eszközök).⁸⁷¹ A másik típust pedig akkor fogadják el, amikor már megtörtént az ajánlattétel. Ezek az ún. ajánlattétel utáni védekező eszközök.⁸⁷²

⁸⁶⁸ 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.

⁸⁶⁹ 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

⁸⁷⁰ 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

⁸⁷¹ 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, részvénykereszttulajdonlás, 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

⁸⁷² 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

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.⁸⁷³ 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.⁸⁷⁴

Mivel az Európai Unióban a tagállamok hagyományosan alapjaiban eltérő megközelítést követnek a vállalatfelvásárlások elleni védekezés engedélyezése 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 céltársaság vezetésének 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 alkalmazásáról 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

céltársaságban), tőkeemelés, adósságszint-növelés, saját részvénytörzs, 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.

⁸⁷³ „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-Bizottság 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,

⁸⁷⁴ *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

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 közvetlenül vagy közvetetten irányít).⁸⁷⁵

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 felhatalmazását⁸⁷⁶, bármely olyan intézkedés – más ajánlatok keresése kivételével – előtt, ami az ajánlattételi eljárás megzavarását eredményezheti.⁸⁷⁷ A felhatalmazás megszerzéséig pedig semlegességre van kötelezve (a versengő ajánlatok keresését leszámítva).⁸⁷⁸ 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 eredményezheti.⁸⁷⁹ Így ebben az időszakban a menedzsment tevékenységének csak a társaság rendes üzletvitelének részét képező tevékenységre vagy egy rivális ajánlat keresésére kell korlátozódnia. Ez összhangban van az irányelv azon általános elvével, mely szerint a

⁸⁷⁵ Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 188. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁸⁷⁶ 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.

⁸⁷⁷ Lásd ZINSER, Alexander, *Einer neuer Anlauf: der jüngste Vorschlag einer Übernahmerichtlinie vom 2.10.2002*, Europaisches Zeitschrift für Wirtschaftsrecht, Vol. 14. Issue 1. (2003.)

⁸⁷⁸ Lásd ZINSER, Alexander, *Einer neuer Anlauf: der jüngste Vorschlag einer Übernahmerichtlinie vom 2.10.2002*, Europaisches 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)

⁸⁷⁹ 2004/25/EK irányelv 9. cikk (3)

céltársaság ügyviteli vagy irányító szervének a társaság, mint egész érdekében kell eljárnia, és nem tagadhatja meg az értékpapírok birtokosaitól az ajánlat érdemi megítélésének lehetőségét.⁸⁸⁰ 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.⁸⁸¹ 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.⁸⁸² 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.⁸⁸³ 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.⁸⁸⁴

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 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

⁸⁸⁰ 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.

⁸⁸¹ A részvényesi felhatalmazás védekező intézkedések alkalmazásához való megkövetelésének hatása az, hogy az ajánlat sikere jelentős részben azon a kérdésen 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 kitárgyalásával 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

⁸⁸² 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

⁸⁸³ Az ajánlattételt megelőzően elfogadott védekező intézkedéseket a 2004/25/EK irányelv a 11. cikkében található ún. áttörési szabályokkal törekedett korlátozni. Ez ugyanakkor – mint már kiemeltem – csak nagyon korlátozott hatást ért el.

⁸⁸⁴ 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

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 részvénytöredékeket a vállalatokban, hogy gyakorolják az ezekhez kapcsolódó jelentős szavazati jogokat. Mindazonáltal, hosszú távú érdekeltséget nem kívánnak fenntartani a társaságokban.⁸⁸⁵ 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 vállalatfelvásárlási 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 akarata, hogy kiálljanak egy aktív pakettulajdonos szavazata ellen.⁸⁸⁶

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.⁸⁸⁷

⁸⁸⁵ 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>.

⁸⁸⁶ 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 vállalatfelvásárlás során kecsegtető 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

⁸⁸⁷ 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 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.

4.2.2. A 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 szabály⁸⁸⁸ alkalmazása alól.⁸⁸⁹ 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 előterjesztettek.⁸⁹⁰ ⁸⁹¹ A tagállamoknak biztosítaniuk kell továbbá, hogy az egyes társaságokra vonatkozó rendelkezéseket késedelem nélkül közzéteszik.⁸⁹²

Ezzel a felhatalmazással élve a *The Takeover Bids Directive Assessment Report* által vizsgált huszonekét tagállamból hét nem alkalmazza kötelező jelleggel az irányelv semlegességi szabályát (tehát kiszereződött abból). Ezek a tagállamok Belgium, Dánia, Németország, Magyarország, Luxemburg, Hollandia és Lengyelország.⁸⁹³ Érdeemes 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 jogrendszerében. Ez a szabályozás az irányelvvvel összehasonlítva nagyobb eltérést enged az igazgatótanács számára a semlegesség kötelezettsége alól. Így például a felügyelőbizottság hozzájárulását megszerezve védekezhet a

⁸⁸⁸ A semlegességi szabály, tehát az irányelv 9. cikk (2), (3) bekezdése alkalmazása alól.

⁸⁸⁹ Ugyanez a mentesítés adható meg az ún. áttörési szabály alkalmazása alól, mely az irányelv 11. cikkében található.

⁸⁹⁰ Ez a szabályozás kiterjed a 2004/25/EK irányelv 11. cikkében található ún. áttörési szabályra is.

⁸⁹¹ Lásd 2004/25/EK irányelv 12. cikk (2)

⁸⁹² Lásd 2004/25/EK irányelv 12. cikk (4); v.ö. HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 444-445. old.

⁸⁹³ 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

céltársaság menedzsmentje a vállalatfelvásárlások ellen, vagy megtehet olyan intézkedéseket, melyeket egy nem vállalatfelvásárlási helyzetben lévő vállalat prudens menedzsere is megtenne.⁸⁹⁴ A semlegességi szabály hatálya alól kizáródott tagállamok közül az összes tagállam létrehozta azt a beszerzési alternatívát (*opt-in*) biztosító eljárását, mely lehetővé teszi honos vállalatainak 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.⁸⁹⁵

Huszonkét vizsgált tagállamból tizenöt viszont alkalmazza az igazgatótanács semlegességét előíró szabályt, így Ausztria, Ciprus, Csehország, Észtország, Finnország,⁸⁹⁶ Franciaország, Görögország, Írország, Olaszország, Portugália, Románia⁸⁹⁷, Szlovákia, Spanyolország és az Egyesült Királyság.⁸⁹⁸ A fentiek közül tizenegy tagállamban a semlegességi szabály alkalmazása már megelőzte az irányelv elfogadását, így Ausztria, Csehország, Észtország, Franciaország, Írország, Olaszország⁸⁹⁹, 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.⁹⁰⁰

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 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

⁸⁹⁴ 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

⁸⁹⁵ 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

⁸⁹⁶ A semlegességi szabályt nem kötelező erejű jogi szabályozásban vette át.

⁸⁹⁷ A semlegességi szabályt csak az önkéntes vételi ajánlatokra kötelező alkalmazni, a kötelező vételi ajánlatokra nem terjed ki.

⁸⁹⁸ 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

⁸⁹⁹ 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 Assessment Report, 190. old. Elérhető (2014. október 18.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁹⁰⁰ 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

társaság, amelyet az előbbi társaság közvetlenül vagy közvetetten irányít.⁹⁰¹ A kölcsönösségi szabály alkalmazásához ugyanakkor szükséges a céltársaság részvényesei közgyűlésének felhatalmazása, amely legkorábban az ajánlat közzététele előtt 18 hónappal adható meg.⁹⁰² Az erre vonatkozó információkat szintén haladéktalanul közzé kell tenni.⁹⁰³ A kölcsönösségi szabály alkalmazásának lehetősége megadásra került a semlegességi szabályt kötelezően előíró államok közül Franciaország, Olaszország, Portugália és Spanyolország⁹⁰⁴ esetében.⁹⁰⁵

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 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.⁹⁰⁶

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.

⁹⁰¹ Lásd 2004/25/EK irányelv 12. cikk (3)

⁹⁰² Lásd 2004/25/EK irányelv 12. cikk (5)

⁹⁰³ 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.

⁹⁰⁴ Spanyolország esetében csak nem spanyol társaságokkal szemben érvényesíthető a kölcsönösségi szabály.

⁹⁰⁵ 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

⁹⁰⁶ *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

Ezzel párhuzamosan úgy vélekednek a megkérdezett érdekelték, hogy elegendő mozgástér áll az igazgatótanácsok rendelkezésére védekező intézkedések elfogadására (a megkérdezettek 79%-a látja így). Ezek a válaszok igazak mindhárom érdekelti kör, így mind a kibocsátók, mind a befektetők, mind pedig a közvetítők figyelembe vételével.⁹⁰⁷

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 Exchange Act* módosításának, kiegészítésének tekinthető) nem tartalmaz 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.⁹⁰⁸ A társaságok igazgatóit a felmerülő felelősséggel szemben a szokásos, mindennapi üzleti döntéshozatal során az Egyesült Államok társasági joga alapján jelentős mértékben védi az ún. *üzleti értékítélet szabálya*. 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.⁹⁰⁹ Az ún. *üzleti értékítélet szabályának* 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*

⁹⁰⁷ 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

⁹⁰⁸ 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.

⁹⁰⁹ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 202. old. Elérhető (2014. október 20.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

szolgált”⁹¹⁰ hozzájuk meg döntésüket, nem vonhatóak felelősségre azokért a döntésekért, amelyek – mindennek ellenére – végső soron kárt okoznak a társaságnak. Hatását tekintve az *üzleti értékítélet szabálya* egy erőteljes vélelmet hoz létre a társaság igazgatótanácsának kedvezve. Ez pedig lehetővé teszi, hogy ezek az igazgatók kockázatot vállaljanak e mentesítés eredményeként a perekől való folyamatos félelem nélkül.⁹¹¹

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 rezsimmel és saját bírósági rendszerrel rendelkeznek, ezért gyakorlatilag ötven különböző joghatóságot és jogforrási rendszert lenne indokolt vizsgálat alá vonni. Szerencsére azonban az amerikai társasági jog fejlődését jelentős mértékben befolyásolja *Delaware* állam⁹¹² jogrendszere és a bíróságai által kialakított gyakorlat.⁹¹³ A *Delaware* állambeli *Court of Chancery*⁹¹⁴ szakértelme és rugalmassága is arra készítette a meghatározó tőzsdei társaságok egy jelentős hányadát, hogy

⁹¹⁰ Az igazgatók tevékenységére vonatkozó *üzleti értékítélet szabálya* 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) az *üzleti értékítélet szabálya* 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 kötelezettségeinek teljesítése során teljesen védve van, amennyiben jóhiszeműen támaszkodik 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>,

⁹¹¹ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 202. old. Elérhető (2014. október 20.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

⁹¹² 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 részvénytulajdonosok összehasonlító kereskedelmi jogi elemzése* in *Studia Iuvenum Iurispermittorum* (Szerk.: Drinóczi Tímea, Pécs, 2008) 41. old.; HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 394-395. old.

⁹¹³ 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.

⁹¹⁴ 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 fellebbezési bírósága, mely közvetlenül kap fellebbezéseket például a *Court of Chancery*-től. Elérhető (2014. október 20.): <http://courts.delaware.gov/overview.stm>,

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*).⁹¹⁵

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.⁹¹⁶

4.3.2. Az *Unocal Corporation v. Mesa Petroleum* eset

Az eset háttéréről, és fontosabb körülményeiről érdemes néhány gondolat erejéig megemlékezni. Az ügyben érintett egyik társaság a *Mesa Petroleum Company*. Ezt 1956-ban alapította az amerikai vállalatfelvásárlások egyik emblematikus szereplője, *T. Boone Pickens*.⁹¹⁷ 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, kényszerítő jelleggel bíró felvásárlási ajánlatot tett az *Unocal* részvényeinek körülbelül 37%-ára 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

⁹¹⁵ Lásd HALÁSZ, Vendel, *A részvénytulajdonlás összehasonlító kereskedelmi jogi elemzése* in *Studia Iuvenum Iurispratorum* (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.) 394-395. old.

⁹¹⁶ 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.) 557. old.; v.ö. HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 394-395. old.

⁹¹⁷ T. Boone Pickens, azaz Thomas Boone Pickens, Jr. 1928-ban született amerikai pénzügyos. 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>

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 szereznék 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.⁹¹⁸

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 kérdéstről volt szó, az *Unocal* igazgatótanácsa további lépéseket látott szükségesnek. Álláspontja szerint ugyanis a részvényesek felé fennálló *bizalmi kötelezettsége* a 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 részvényt szerzési terv hatályba lépett volna). Az *Unocal* saját részvényvásárlási ajánlata 1985. április 17-én került bejelentésre. Ezt követően ugyanakkor a közreműködő befektetési bankárok tanácsát követve az *Unocal* lemondott a saját részvényt 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

⁹¹⁸ 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.

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 *Delaware* állam *bizalmi kötelezettségre* vonatkozó szabályozásának egy alapelvét, mely szerint a társaságnak tilos diszkriminatívan eljárnia egy részvényesével szemben.⁹¹⁹ 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 saját részvények megszerzésére tett 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 dolláros) adósság terhelte volna meg. Az ügylet hatására a *Mesa* tulajdonában lévő, az ajánlatból kizárt *Unocal* részvényeket jelentős értékcsökkenés sújtotta volna.⁹²⁰

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 részvényvásárlási ügylettől. Eddig az időpontig még egyetlen bíróság sem vizsgált 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.⁹²¹ 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

⁹¹⁹ 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>

⁹²⁰ 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.

⁹²¹ Lásd MOORE, Andrew G. T., *The Birth of Unocal – a Brief History*, Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 31. Issue 3. (2006) 874-875.

bánhatnak a részvényesekkel, ha egyedüli vagy elsődleges céljuk nem pusztán a hivatalban maradás.⁹²² 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.⁹²³

A *Delaware Supreme Court* hangsúlyozta azt az elvet (hivatkozva a *Pogostin v. Rice* esetre)⁹²⁴, hogy az *üzleti értékítélet szabálya* 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 racionális üzleti szándéknak tulajdonítható. Illetve a bíróságok nem fognak beavatkozni az igazgatótanács döntéseibe, hacsak nem hiányzik az annak alapjául szolgáló bármilyen racionális üzleti szándék.⁹²⁵

Ezzel párhuzamosan a *Delaware Supreme Court* felismerte, hogy vállalatfelvásárlási helyzetekben „az igazgatók szükségszerűen érdekkonfliktussal érintettek” mivel az „ajánlattevő társaság valószínűleg lecseréli az igazgatótanácsot.”⁹²⁶ Így az igazgatótanács részvényesekkel szembeni potenciális érdekkonfliktusára tekintettel a bírói felülvizsgálatnak bizonyos mértékben „tolakodóbbnak” kell lennie, mint a hagyományos *üzleti értékítélet szabálya* alapján. A *Delaware* bíróság ezt a következőképpen fogalmazta meg: Azon mindenütt fellelhető „jelenségnél” fogva, mely szerint az igazgatótanács elsődlegesen saját érdekében léphet fel, inkább mintsem a társaság és részvényesei érdekében, jelentkezik egy

⁹²² 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.

⁹²³ 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) 796-799. old.

⁹²⁴ 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.,

⁹²⁵ 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.

⁹²⁶ 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.

kiterjesztett kötelezettség, mely bírósági vizsgálatot kíván meg, még mielőtt az *üzleti értékítélet szabálya* által kínált védelmet tárgyalnánk.⁹²⁷

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 igazgatótanácson van, - ellentétben az *üzleti értékítélet szabálya* hagyományos alkalmazásával.⁹²⁸ 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.⁹²⁹ Másrészt az elfogadott védekező intézkedéseknek meg kell felelniük az ésszerűség mércéjének⁹³⁰ a vállalatfelvásárlás által esetlegesen jelentett veszélyhez képest.⁹³¹ Az igazgatók úgy bizonyíthatják ezen ésszerű indokok meglétét, hogy „jóhiszeműen járnak el és megfelelő mértékű vizsgálatot folytatnak.”⁹³² A bíróság 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 foglalja az igazgatótanácsnak azt a kötelezettségét, hogy megítélje, hogy egy ellenséges felvásárlási ajánlat a részvényesek érdekében áll-e.⁹³³

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

⁹²⁷ Lásd BAINBRIDGE, Stephen M., *UNOCAL at 20: Director Primacy in Corporate Takeovers*, Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 31. Issue 3. (2006.) 799. old.

⁹²⁸ Lásd BAINBRIDGE, Stephen M., *UNOCAL at 20: Director Primacy in Corporate Takeovers*, Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 31. Issue 3. (2006.) 799. old.

⁹²⁹ 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.

⁹³⁰ 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.

⁹³¹ 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.

⁹³² 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. 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.

⁹³³ 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.

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 a jelen dolgozatban már bemutatott, ún. *all holders/best price* szabály.⁹³⁴

4.3.3. *Moran v. Household International Inc.* eset – az ún. *poison pill* védekezési módszer megítélése *Delaware* állam joggyakorlatában

Az „*Unocal*-teszt”⁹³⁵ alapján *Delaware* államban a bíróság elfogadta az ún. *poison pill* módszerrel való védekezés lehetőségét⁹³⁶ a *Moran v. Household International Inc.* esetben.⁹³⁷ Az ügy hátterét 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 alulárta. A *Household* jogi és pénzügyi tanácsadói ezt követően különböző alapszabály-módosításokat fogalmaztak meg, és egy elsőbbségi részvénytörzsi jogról szóló programot vázoltak fel az ellenséges ajánlatok (különösen egy ún. két lépésben megvalósuló ajánlat) eltántorítására. Az igazgatótanács 1984.

⁹³⁴ 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.

⁹³⁵ 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 pill*-t, arányos volt, és ezért megfelel az *Unocal*-teszt követelményeinek. Így ebben az esetben is a *poison pill*-ek alkalmazásának lehetősége mellett tette le 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.; HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén (HVG-ORAC, Budapest, 2011.)* 396. old.

⁹³⁶ 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.

⁹³⁷ 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.

augusztus 14-én tartott ülésén az igazgatók két órát szenteltek a javasolt alapszabály-módosítások és az elsőbbségi részvényszerzési jogra vonatkozó program megtárgyalására, mielőtt megszavazták azok elfogadását. Érdemes kiemelni, hogy nem volt folyamatban ellenséges felvásárlási tevékenység, mikor a *Household* igazgatótanácsa elfogadta a vállalatfelvásárlás elleni védekező eszközöket. Az igazgatótanács augusztusi ülésén az ún. *üzleti értékítélet szabályával* támasztotta alá az elfogadás indokoltságát.⁹³⁸

Az elsőbbségi részvényszerzési 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 részvényt tartozó 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 részvényszerzési 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 részvényszerzési jogra vonatkozó program átalakul. Ekkor a részvényszerzési jog különválik, és be lehet cserélni a vételár megfizetése után elsőbbségi részvényre. A kiváltó események valamelyikének bekövetkezésének hiányában 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 (tehát egy egyesülést követően). 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.⁹³⁹ Amennyiben a *Household* részvényeinek 30%-ára bejelentett vételi ajánlatot, mint kiváltó eseményt követően a részvényesek gyakorolják e jogot, ennek a

⁹³⁸ 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.

⁹³⁹ 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.

Delaware Court of Chancery helytálló megfigyelése alapján azonnali és elsöprő erejű részvényfelhígító hatás lenne a következménye az ajánlattevő tőkéje tekintetében.⁹⁴⁰

A *Household* egyes részvényesei keresetet indítottak a *poison pill* érvénytelenítése érdekében. A *Delaware Court of Chancery* ugyanakkor úgy találta, hogy az elsőbbségi részvénytörvény szerzési jogra vonatkozó program elfogadása a menedzseri döntéshozatal helyénvaló gyakorlása volt az *üzleti értékítélet szabálya* alapján, továbbá a döntés az alperes *Household* érdekében született meg.⁹⁴¹ A *Delaware Court of Chancery* egyetértett azzal az érveléssel, hogy az elsőbbségi részvénytörvény 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 értékítélet mérsékli a védekező intézkedések kidolgozása során.⁹⁴² A keresetet benyújtó részvényesek fellebbeztek a *Delaware Supreme Court* bíróságra. Az pedig megerősítette a döntést. Úgy találta, hogy az elsőbbségi részvénytörvény szerzési jogra vonatkozó program elfogadása a *Household* igazgatótanácsának hatáskörébe tartozott, és az igazgatótanács megfelelt az ún. *üzleti értékítélet szabálya* követelményének. A részvénytörvény szerzési jogra vonatkozó program elfogadása ugyanis az üzleti értékítélet legitim gyakorlása volt.⁹⁴³ 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 részvénytörvény 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

⁹⁴⁰ 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

⁹⁴¹ 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.

⁹⁴² 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.

⁹⁴³ 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.

(*Delaware General Corporation Law*) 8. címében szereplő 151 (g) és 157. szakasz biztosítja az erre vonatkozó felhatalmazást.⁹⁴⁴

Az eljáró bíróság a hatályos szabályozást és a felek érveit megvizsgálva arra a következtetésre jutott, hogy az igazgatótanácsnak megfelelő jogi alapja volt az elsőbbségi részvényszerzési 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 részvényszerzési jogra vonatkozó program elfogadását az ún. *üzleti értékítélet szabálya* alapján kell-e megítélni. A *Delaware Supreme Court*-nak az *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.* ügyben eljáró bírái úgy foglaltak állást, hogy az *üzleti értékítélet szabálya* alkalmazandó azokban az esetekben, amikor a társaság szándéka a vállalatfelvásárlások megakadályozása. Ez alapján pedig a *Moran v. Household International Inc.* esetben eljáró bíróság álláspontja szerint még inkább alkalmazandó a *Household* elsőbbségi részvényszerzési 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 az *üzleti értékítélet szabálya* által nyújtott védelmet. Sőt, ebben a helyzetben még indokoltabbnak látta az *üzleti értékítélet szabályának* alkalmazását.⁹⁴⁵ Miután a bíróság alkalmazandónak találta a *Moran v. Household International Inc.* esetben az *üzleti értékítélet 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 igazgatótanácsra van, amennyiben védekező intézkedések képezik az eljárás tárgyát. Az igazgatók úgy tudnak megfelelni a bizonyítási tehernek, ha „jóhiszeműen járnak el és ésszerű

⁹⁴⁴ 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.

⁹⁴⁵ 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.

mértékű vizsgálatot folytatnak”. Az igazgatóknak szintén be kell tudniuk mutatni, hogy a védekező intézkedések indokoltak voltak a fenyegető veszélyhez viszonyítva.⁹⁴⁶

A konkrét ügyben a fentieket figyelembe véve a *Delaware Supreme Court* arra a következtetésre jutott, hogy a részvénytulajdonosi jogra vonatkozó program elfogadása kapcsán nem tapasztalható rosszhiszeműségekre 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 a konkrét védekező intézkedések alkalmazása, így a részvénytulajdonosi 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 részvénytulajdonosi 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 részvénytulajdonosi jogra vonatkozó program alkalmazása tekintetében. A részvénytulajdonosi jogra vonatkozó program elfogadásával kapcsolatban a *Delaware Supreme Court* arra a következtetésre jutott, hogy az *üzleti értékítélet szabálya* által nyújtott védelemben részesül. Viszont a részvénytulajdonosi jogra vonatkozó program igazgatók általi végrehajtását csak akkor lehet értékelni a bíróság véleménye szerint, amikor egy konkrét vállalatfelvásárlási ajánlat megjelenik.⁹⁴⁷ 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.⁹⁴⁸ A nem megfelelő ellenértékben a

⁹⁴⁶ 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.

⁹⁴⁷ 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.

⁹⁴⁸ 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,

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.⁹⁴⁹

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 helyzetekben.⁹⁵⁰ 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.⁹⁵¹ A konkrét ügyben megállapította a bíróság, hogy amikor a *Revlon* igazgatótanácsa a társaság eladása mellett döntött, akkor kötelessége lett volna biztosítania minden ajánlattevő számára, hogy egyenlő esélyekkel vegyenek részt a tárgyalásokban.⁹⁵²

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 részvényárfolyamat 76 dollár körül tartotta reálisnak, mely leképezte volna a nagymértékű osztalékfizetés ígérését, illetve a társaság magas eladósodottsági szinttel rendelkező maradékának 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 feltőkésítését 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.; HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 396. old.

⁹⁴⁹ 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.

⁹⁵⁰ 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.

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 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.

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.⁹⁵³

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 egyhatodát. 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 pedig kizárásra került ebből a programból. Mindkét javasolt megoldást elfogadta a *Revlon* igazgatótanácsa.⁹⁵⁴

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 (hátrасorolt) kötelezvénné 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

⁹⁵³ 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.

⁹⁵⁴ 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.

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.⁹⁵⁵

Ezt megelőzően, még szeptember folyamán az igazgatótanács felhatalmazást adott a *Revlon* menedzsmentjének, hogy tárgyalásokat folytassanak a *Revlon* vállalatot 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 beleegyezett abba, hogy átvállalja a *Revlon* 475 millió dolláros kötelezettségét, mely a lefolytatott kötelezvény-vásárlási programja kapcsán merült fel. A *Revlon* pedig beleegyezett az ún. *poison pill* visszavonásába, és lemondott a kötelezvény-vásárlási program kapcsán tett kötelezettségvállalásról (tehát a további hitelfelvétel korlátozásáról) a *Forstmann* vagy bármely olyan fél irányába, amely előnyösebb ajánlatot tesz.⁹⁵⁶

Amint 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.⁹⁵⁷

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

⁹⁵⁵ 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.

⁹⁵⁶ 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.

⁹⁵⁷ 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.

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.⁹⁵⁸

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 teendő további ajánlatok lehetőségét.⁹⁵⁹ 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 a 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 ajánlattevők részére nyújtott segítségét, támogatását.⁹⁶⁰ A *Revlon* szintén vállalta a vállalatfelvásárlás során védekező intézkedésként kibocsátott kötelezvény megszerzésére vonatkozó jogok megváltását és a kötelezvény-vásárlási 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

⁹⁵⁸ 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.

⁹⁵⁹ 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) 452. old.

⁹⁶⁰ 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) 451. old.

Revlon igazgatótanácsa elfogadta a *Forstmann* ajánlatát, és ennek egyik indokaként a kötelezvények birtokosainak védelmét nevezte meg.⁹⁶¹ Ezek a rendelkezések pedig láthatóan azzal a hatással jártak, hogy megakadályozták a céltársaság feletti irányítás megszerzéséért folytatható aktív versengést.⁹⁶²

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. *üzleti értékítélet szabálya*. Másrészt a bíróság körülhatárolta, hogy az igazgatótanács milyen mértékben mérlegelheti döntései hatását a részvényeseken kívüli csoportokra.⁹⁶³

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.⁹⁶⁴

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

⁹⁶¹ 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.

⁹⁶² Lásd SORENSEN, Judi G., *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.: Do Suits of a Target Corporation Have a „Right to Compete”?* *Idaho Law Review*, Vol. 25. Issue 2. (1988-1989) 441-442. old.

⁹⁶³ 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.

⁹⁶⁴ 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.

Pantry Pride miként fogja finanszírozni a vállalatfelvásárlást. Ezt a bíróság elegendő bizonyítékként értékelte a jóhiszeműségre és a felmerült veszély megfelelő mértékű vizsgálatára. A kötelezvény megszerzésére vonatkozó jog (*poison pill*) pedig az igazgatók *bizalmi 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.⁹⁶⁵

A bíróság hasonló következtetésre jutott a kötelezvény-szerzési programmal kapcsolatban. A bíróság álláspontja szerint augusztus 29-én történt elfogadásakor az ésszerű volt a jelenlévő veszélyhez képest. Az igazgatótanács továbbá csak jóhiszemű vizsgálatot követően döntött az elfogadásról.⁹⁶⁶

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 kötelezvény-szerzési 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” árverésvezetőkkel, kiknek feladata a társaságért fizetendő legjobb ár elérése.⁹⁶⁷

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 meggyőződése 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

⁹⁶⁵ 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.

⁹⁶⁶ 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.

⁹⁶⁷ 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.

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*⁹⁶⁸ bíróság által a *Hanson Trust PLC v. ML SCM Acquisitions, Inc.* ügyben hozott ítéletet hívta segítségül. Ebben az ügyben a céltársaság menedzsmentjét erőteljes önérdék fűzte az ún. *lock-up* megállapodáshoz, az igazgatótanács pedig elmulasztott meggyőződni arról, hogy a vonatkozó tárgyalásokat csak a részvényesekhez „lojális” igazgatók folytassák le.⁹⁶⁹ A *Revlon* ügyben a 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 megnyugtatása (vizsontbiztosítása) 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.⁹⁷⁰

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.⁹⁷¹ A bíróság felismerte, hogy a kötelezvénytulajdonosok védelmének a megállapodás szerves részévé tételével az igazgatók önmagukat védték a felháborodott kötelezvénytulajdonosok általi perekétől. Így a

⁹⁶⁸ 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.

⁹⁶⁹ 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.

⁹⁷⁰ 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.

⁹⁷¹ 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.

vállalatfelvásárlási helyzetekben mindig jelenlévő érdekkonfliktus erősödött, mely megemelte az igazgatókon lévő terhet tevékenységük részvényesek szempontjából való előnyösségének bizonyítására.⁹⁷²

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.⁹⁷³

4.3.5. A *Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.* eset

*A Paramount Communications, Inc. v. Time, Inc.*⁹⁷⁴ esetben a bíróság változtatott némiképp eddigi álláspontján, és nagyobb mozgásteret engedett az igazgatótanácsnak védekező intézkedések elfogadására.⁹⁷⁵ Az ügy hátterét 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

⁹⁷² 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.

⁹⁷³ 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. old.

⁹⁷⁴ 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.

⁹⁷⁵ 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.

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.⁹⁷⁶

A *Time* a *Paramount* ajánlatára válaszul átalakította a *Warner*-rel 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 *Paramount* és a *Time* bizonyos részvényesei vitatták a *Time* igazgatótanácsának tevékenységét. Ezért a *Delaware Chancery Court* bírósághoz fordultak a *Time Warner* egyesülés megtiltása érdekében.⁹⁷⁷ 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 *bizalmi kötelezettségüket*.⁹⁷⁸

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.⁹⁷⁹ 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.⁹⁸⁰ Ugyanakkor e döntése jelentős

⁹⁷⁶ 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

⁹⁷⁷ 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

⁹⁷⁸ 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.

⁹⁷⁹ 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

⁹⁸⁰ 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.

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.⁹⁸¹

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 érveket 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.⁹⁸² A *Delaware Supreme Court* a felperesek érvelését megvizsgálva arra a következtetésre jutott, hogy ebben az esetben nem 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. A második eshetőség pedig, ha egy ajánlattevő ajánlatára válaszul a céltársaság felhagy hosszú távú stratégiájával, és egy alternatív tranzakciót keres, mely magában foglalja a társaság felbomlását.⁹⁸³

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

⁹⁸¹ 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.

⁹⁸² 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.

⁹⁸³ 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.

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.⁹⁸⁴ A bíróság továbbá engedélyezte a *Time* menedzsmentjének, hogy stratégiai egyesülést hajtson végre a *Warner*-rel (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 diszkréció irányába.⁹⁸⁵ 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.⁹⁸⁶

Az 1990-es években meghozott további két elvi jelentőségű határozat még komolyabban körülhatárolta az igazgatótanácsok jogait és kötelezettségeit a vállalatfelvásárlások elleni védekezésekkel kapcsolatban. Ezek egyike a *Paramount Communications, Inc. v. QVC Network, Inc.*⁹⁸⁷ eset. Ennek kapcsán 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.⁹⁸⁸

⁹⁸⁴ 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.

⁹⁸⁵ 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.

⁹⁸⁶ 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.

⁹⁸⁷ 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.

⁹⁸⁸ 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.

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.⁹⁸⁹ Az *Unocal* eset után tíz évvel a *Delaware Supreme Court* ugyanis ismételten áttekintette azokat a helyzeteket, melyekben fokozott bírói vizsgálatot kell lefolytatni, mielőtt az üzleti értékítélet szabályának alkalmazására sor kerülhetne. Ennek apropóját az *Unitrin, Inc. v. American General Corporation* ügyben alkalmazott védekező intézkedések jelentették.⁹⁹⁰

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.⁹⁹¹ 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

⁹⁸⁹ 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.

⁹⁹⁰ 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.

⁹⁹¹ Lásd REGAN, Paul L., *What's Left of Unocal?* Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 26. Issue 3. (2001) 966-967. old.

programot szükségtelennek minősítette. Az *Unitrin* ügyben ezért a *Delaware Supreme Court* kijelölte a fokozott bírói vizsgálat kapcsán tanúsítandó 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, akkor meg kell határozni, hogy az ésszerű válasz határain belül maradtak-e az ajánlattevő társaság által jelentett fenyegetéshez képest.⁹⁹²

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. Az üzleti értékítélet szabályának 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. Ehhez annak alátámasztása szükséges, 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 normának⁹⁹³ (*entire fairness standard*) kell megfelelnie.⁹⁹⁴

⁹⁹² 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.

⁹⁹³ 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 kezeljék. 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 – kizoríthatják a kisebbségi részvényeseket a társaságból. Ezekben az esetekben a bíróságoknak alapos

Az arányossági tesztnek való megfelelés kapcsán pedig 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 indítatásból, 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 pedig 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*).⁹⁹⁵

Ha a védekező intézkedéseket nem találják *drákóiaknak*, 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 az *üzleti értékítélet szabálya* alkalmazandó magatartásának megítélésére, akkor a felperesnek a bizonyítékok túlsúlyával ennek megszegését kellene bizonyítania az igazgatótanács által megtett védekező intézkedések érvénytelenítéséhez. Ez az *üzleti értékítélet szabályának* jogi definíciójából kiindulva azon az alapon lenne lehetséges, hogy az igazgatók döntése elsődlegesen (1) pozíciójuk fenntartásán vagy (2) az ún. *bizalmi*

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.

⁹⁹⁴ 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.

⁹⁹⁵ 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.

kötelezettség bármilyen más megsértésén (mint például csalás, hatáskör túllépése, jóhiszeműség hiánya), vagy (3) nem megfelelő informáltságon alapult.⁹⁹⁶

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.⁹⁹⁷ 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* üggyhöz 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

⁹⁹⁶ 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.

⁹⁹⁷ 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.

vásároltak részvényeket az *Unitrin* társaságban, és természetesen bármikor eladhatták részvényeiket a nyílt piacon.⁹⁹⁸

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, 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 szükségük van egy bizonyos mozgástérre a részvényesek és a társaság felé megnyilvánuló *bizalmi kötelezettségeik* teljesítése kapcsán, mikor észlelt fenyegetéssel szemben védekeznek. 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 megítélésével az igazgatótanácsát.⁹⁹⁹

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.¹⁰⁰⁰

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*).¹⁰⁰¹ A bizonyítási teher a céltársaság igazgatótanácsát terheli. Amennyiben pedig a

⁹⁹⁸ 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.

⁹⁹⁹ 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.

¹⁰⁰⁰ 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.

¹⁰⁰¹ 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.

céltársaság értékesítéséről történik döntés (az igazgatótanács nem törekszik az ajánlat ellen védekezni), akkor ennek egy tisztességes verseny keretében kell történnie (lásd *Revlon*).¹⁰⁰² 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 a Delaware bírói gyakorlat alapján, amíg jóhiszeműen járnak el ésszerű vizsgálat alapján, és amíg az elfogadott intézkedések nem tekinthetők „drákóinak” (lásd *Unitrin*).¹⁰⁰³

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.¹⁰⁰⁴

*La Porta, Lopez-de-Silanes*¹⁰⁰⁵ és *Shleifer*¹⁰⁰⁶ 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.¹⁰⁰⁷ *What Works in Securities Laws?* című

¹⁰⁰² 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) 62. old.

¹⁰⁰³ 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.

¹⁰⁰⁴ 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.

¹⁰⁰⁵ Florencio Lopez-de-Silanes a francia EDHEC Business School pénzügyek és jogász professzora, és a felelős társaságirányítási kutatási program vezetője.

¹⁰⁰⁶ Andrei Shleifer a Harvard Egyetem közgazdaságtan professzora.

¹⁰⁰⁷ 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.

tanulmányukban a szerzők 49 ország értékpapírjogát megvizsgálva azt a konklúziót vonták le, hogy a közzétételi követelmények pozitív korrelációt mutatnak a tőkepiacok GDP-hez viszonyított méretével. Így az erőteljesebb közzétételi követelményekhez fejlettebb tőkepiacok kapcsolódnak.¹⁰⁰⁸

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 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.¹⁰⁰⁹ Érdemes ugyanakkor elmondani, hogy összesítve az Európai Unió tőzsdére bevezetett társaságainak piaci kapitalizációját a GDP-hez viszonyítva 2012-ben 60.3%-os arányt kaptunk 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).¹⁰¹⁰ Ez rámutat arra, hogy az európai tőkepiac fejlődésének, növekedésének lehetőségei adóttak.

Az összehasonlítás kedvéért ki szükséges emelni, hogy az Egyesült Államok egyértelműen fejlett tőkepiaccal rendelkezik, az Európai Unió tőkepiaca ehhez viszonyítva alulfejlettnek tűnhet.¹⁰¹¹ Ugyanakkor az Európai Unióban is folyamatos a törekvés a mély és integrált tőkepiac létrehozatalára, és a létrejövételéhez szükséges optimális feltételek

¹⁰⁰⁸ Lásd 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.

¹⁰⁰⁹ Lásd a Világbank Honlapját: <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS/countries>,

¹⁰¹⁰ Lásd a Világbank Honlapját: <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS/countries/EU?display=graph>

¹⁰¹¹ 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.

megteremtésére.¹⁰¹² A fejlődés pedig egyértelműen látszik az európai tőkepiac esetében (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.¹⁰¹³

Fentiek alapján, tekintettel arra, hogy világviszonylatban két, alapvetően fejlett tőkepiaccal rendelkező államról van szó, így erőteljes közzétételi szabályozással kell találkozunk a tőkepiacok működését illetően. Ennek pedig ki kell terjednie a vállalatfelvásárlási ügyletekre is, mint jelentős tőkepiaci műveletekre.

Először is ennek kapcsán érinteni szükséges 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 (bejelentési) kötelezettség alapvetően a szavazati jog mértékéhez (vagyis a társaságban történt befolyásszerzéshez) kapcsolódik.¹⁰¹⁴ 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 Exchange Act* 13 (d) szakaszából. Így ez a két szabályozási megoldás egyaránt 5%-os befolyásszerzéstől teszi láthatóvá a részesedésszerzéseket, és biztosít ezekről információt.

Az Európai Unió egyes tagállamai ugyanakkor az átláthatóság erősítése jegyében csökkentették ezt a küszöbértéket, jellemzően 2¹⁰¹⁵-3¹⁰¹⁶%-ra (továbbá lehetővé tették a kibocsátóknak alacsonyabb küszöbérték előírását).¹⁰¹⁷ Így ez a (kisebbségi) részvényeseket

¹⁰¹² 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

¹⁰¹³ 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.

¹⁰¹⁴ 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

¹⁰¹⁵ Olaszország és Portugália

¹⁰¹⁶ Németország, Írország, Spanyolország, Egyesült Királyság és Csehország

¹⁰¹⁷ 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)

további információval (és így védelemmel) látja el egy gyors részvényfelhalmozással induló vállalatfelvásárlás esetén. 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.¹⁰¹⁸ A tájékoztatási 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 nap¹⁰¹⁹, míg a *Securities Exchange Act* rendelkezése alapján 10 nap¹⁰²⁰ 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.¹⁰²¹ Az Egyesült Államokban a *Securities Exchange Act* szabályozása alapján ugyanis 10 nap is eltelhet az 5%-os részesedés megszerzése, és a *Securities and Exchange Commission* felé teljesítendő bejelentés megtétele (és így ezt követően a befolyásszerzés közzététele) között. Ezen idő alatt pedig jelentős részesedés lenne felépíthető anélkül, hogy a céltársaság részvényesei értesülnének a befolyásszerzésről, és így beépítenék a részvényárakba az elvárt irányítási felárat. Így az Egyesült Államok szövetségi szintű jogi szabályozása kevésbé hatékony védelemben részesíti ebben a tekintetben a céltársaságok részvényeseit, mint az Európai Unió. Így érthető, miért javasolta *Martin Lipton* a *Corporate Governance in the Age of Finance Corporatism* című tanulmányában, hogy a *Securities Exchange Act* 13 (d) szakaszban szereplő közzétételi küszöbértéket 5%-ról 2%-ra kellene csökkenteni azzal a kikötéssel, hogy

3033 final, 6. old. (Box 1.) Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/transparency/report_measures_122008_en.pdf,

¹⁰¹⁸ Lásd *Securities and Exchange Act of 1934* 13 (d) (1) (C) Elérhető (2015. május 2.): <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>,

¹⁰¹⁹ Lásd 2004/109/EK irányelv 12. cikk (2)

¹⁰²⁰ Lásd *Securities and Exchange Act of 1934*, Section 13 (d) (1) Elérhető (2014. augusztus 4.): <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>,

¹⁰²¹ 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,

a tájékoztatás (*Schedule 13D*)¹⁰²² benyújtásáig nem lehetséges 2%-nál nagyobb részesedés megszerzése.¹⁰²³ Ez mindenképpen hatékony és példaértékű szabályozásnak bizonyulna, az alacsonyabb küszöbérték pedig figyelembe venné a szórt tulajdonosi struktúrában az ilyen mértékű részesedések relatív súlyát.

Ha nem is egész pontosan ebben a formában, de hasonló célt szolgáló szabályozást olvashatunk a *Securities and Exchange Commission* szabályai között, mely a részvényesek védelmében megerősíti a *Securities Exchange Act* szabályozását. Ez alapján 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 szerezhet további szavazati jogot megtestesítő részesedést a céltársaságban.¹⁰²⁴ Ez a szabályozási megoldás tehát többletvédelmet garantál a céltársaság részvényeseinek a *Securities Exchange Act* rendelkezéseihez képest, és hatékonyan képes megakadályozni a titokban megvalósuló, további gyors részvényfelhalmozást. Lehetővé teszi, hogy a piac megfelelően értékelje a befolyásszerzés következtében előállt helyzetet.

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 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-100¹⁰²⁵-ban találhatjuk meg. A vállalatfelvásárlási ajánlatok tartalmára vonatkozó szabályozás összehasonlításának eredményeképp álláspontom szerint az amerikai némiképp részletesebb (és technikailag jobban körülhatárolt) előírásokat tartalmaz,

¹⁰²² Tartalmi elemeit lásd a SEC Rule §240.13d-101-ban.

¹⁰²³ Lásd LIPTON, Martin, Corporate Governance in the Age of Finance Corporatism, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 136. No. 1. (1987) 61. old.

¹⁰²⁴ Lásd SEC Rule §240.13d-1 (Filing of Schedules 13D and 13G.) (e) (2)

¹⁰²⁵ 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,

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 a társaságoknak éves beszámolójukban külön tájékoztatást kell nyújtaniuk egy esetleges ajánlatot befolyásolni képes vállalatirányítási struktúrájukat és az alkalmazott védekezési mechanizmusokat illetően. Ezt a rendelkezést olvasva érvelhetnénk amellet, 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 mechanizmusok¹⁰²⁶ miatt volt szükség. Ugyanakkor – ha más módon is – hasonló védekezési mechanizmusok álláspontom szerint szintén jelentősen elterjedtek az Egyesült Államokban.¹⁰²⁷ 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.¹⁰²⁸ Egy ilyen összefoglaló, koherens tájékoztatás pedig

¹⁰²⁶ 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, Vol. 65. No. 3. (2002) 365–395. old.; BERGLÖF, Erik, BURKART, Mike: *European Takeover Regulation*, Economic Policy, Vol. 18. Issue 36. (2003); 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 Rights*, NBER Working Paper No. 6951 (1999), Harvard Law School Olin Discussion Paper No. 249 (1999) Elérhető (2015. június 4.): http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=147590; NYBERG, Sten, *Reciprocal Shareholding and Takeover Deterrence*, International Journal of Industrial Organization, Vol. 13. Issue 3. (1995) 355–372. old.; GROSSMAN, Sanford J., HART, Oliver, *One Share-One Vote and the Market for Corporate Control*, Journal of Financial Economics, Vol. 20. No. 1-2. (1988) 175-202. old.; FERRARINI, Guido, *One Share – One Vote: A European Rule?*, European Company and Financial Law Review, Vol. 3. Issue 2. (2006) 147-177. old.; 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. Elérhető (2014. október 17): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf,

¹⁰²⁷ Az Egyesült Államok esetében főként a különböző poison pill megállapodások, a vállalatfelvásárlások esetén tisztességes ár fizetését előíró alapszabály-módosítások, részlegesen újraválasztandó igazgatótanácsok jelentik ezeket a mechanizmusokat. Ezek jelentősen elterjedtek. 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 eszközt 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, Vol. 152. Issue 2. (2003) 473-522. old.; BEBCHUK, Lucian Arye, COATES, John C., SUBRAMANIAN, Guhan, *The Powerful Anti-Takeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence and Policy*, Stanford Law Review, Vol. 54. Issue 5. (2002) 887-952. old.; SUBRAMANIAN, Guhan, *Bargaining in the Shadow of Takeover Defenses*, Yale Law Journal, Vol. 113. Issue 3. (2003) 621-686. old.; HALÁSZ, Vendel-KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén (HVG-ORAC, Budapest, 2011.)* 358-365., 462-474. old.

¹⁰²⁸ 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*

jelentősen megkönnyíti a potenciális céltársaságokkal kapcsolatos adatgyűjtést, illetve harmonizált szabályokat biztosít e mechanizmusok átláthatóságára vonatkozóan az egész Európai Unióban.¹⁰²⁹ Ugyanakkor az ide vonatkozó információk az Egyesült Államokban is összegyűjthetőek az alapszabály, az éves jelentések, közgyűlési határozatok és a részvényesi tájékoztatások (ún. *proxy statement*) vizsgálatával.

Fentiek értelmében az információhoz való hozzájutás szabályozása a vállalatfelvásárlások viszonyában álláspontom szerint összességében egyenértékűnek tekinthető az Európai Unióban és az Egyesült Államokban.

5.2. A céltársaság részvényeseinek érdekeit védő szabályozási megoldások értékelése

Az Európai Unióban vállalatfelvásárlások esetén a részvényesek védelmére szolgáló legfontosabb mechanizmus az ún. kötelező nyilvános vételi ajánlattételi szabály.¹⁰³⁰ Ennek alkalmazását a 2004/25/EK irányelv közösségi szintű szabályozása írja elő, és megfogalmazza az erre vonatkozó garanciális keretszabályokat is.¹⁰³¹ Különösen indokolt a vételi ajánlattételi kötelezettség előírása koncentrált tulajdonosi struktúra esetében. Ekkor ugyanis a vállalat felett irányító befolyás megszerzésére törekvő pakett-tulajdonos további részvénytulajdonosi részesedéseit 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.¹⁰³² A társaságból való kiszállás lehetőségét ugyanis az irányelv szerint valamennyi részvénybirtokos számára méltányos ellenérték fizetése mellett kell biztosítani¹⁰³³ (kivéve a szavazati joggal nem rendelkező részvényeket¹⁰³⁴). Ez hozzájárul a

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.

¹⁰²⁹ 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.

¹⁰³⁰ 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.

¹⁰³¹ Lásd 2004/25/EK irányelv 5. cikk (1)

¹⁰³² 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.

¹⁰³³ Lásd 2004/25/EK irányelv 5. cikk (1), 5. cikk (4)

¹⁰³⁴ Lásd 2004/25/EK irányelv 2. cikk (1) e) fogalom meghatározása

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) szétszétvárosításra kerül valamennyi részvényes számára. Erre azért van lehetőség, mert a kötelező nyilvános vételi ajánlattételi szabály elzárja az irányító részesedést biztosító részvénytulajdonosokkal 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.¹⁰³⁵

A szórt tulajdonosi struktúrában jelentkező káros ajánlattételi technikákra is hatékony ellenszert jelent a kötelező ajánlattételt előíró szabály. Bár az irányelv nem tiltja meg a részleges (vagy két lépésben megvalósuló) ajánlattételi technika alkalmazását,¹⁰³⁶ 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.¹⁰³⁷ Kötelező vételi ajánlatot pedig nyilván nem szükséges tenni a meghatározott 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 kifizetett ár elvét követi, mely fontos garancia a részvényesek érdekeinek védelmében. A szabályozás ezzel pedig képes jelentősen csökkenteni a részleges (illetve két lépésben megvalósuló) 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

¹⁰³⁵ 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. Elérhető: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=709023; BERGLÖF, Erik, BURKART, Mike, *European Takeover Regulation*, Economic Policy, Vol. 18. Issue 36. (2003) 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;

¹⁰³⁶ Lásd ENRIQUES, Luca, *The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive*, European Company and Financial Law Review, Vol. 1. Issue 4. (2004.) 466. old.

¹⁰³⁷ Lásd 2004/25/EK irányelv 2. cikk (a) fogalom meghatározását

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.¹⁰³⁸ Ez szintén orvosolja az abból a megfigyelésből származó problémát, hogy az irányító befolyást megszerző befektető könnyen használhatja szavazati hatalmát a kisebbségi részvényesek hátrányára.¹⁰³⁹

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.¹⁰⁴⁰ 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.¹⁰⁴¹ 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.¹⁰⁴² Így az általános következtetés az lehet, hogy a tagállami szabályozási megoldások nem rontják (sőt, egyes esetekben éppen javítják) a kötelező ajánlattételi szabály érvényesülését és hatékonyságát. A

¹⁰³⁸ 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

¹⁰³⁹ Lásd COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT – *Report on the Implementation of the Directive on Takeover Bids*, 9–10. old. Elérhető (2015. június 13): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report_en.pdf

¹⁰⁴⁰ 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.

¹⁰⁴¹ 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

¹⁰⁴² 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

tagállamok tehát az irányelv kimondott szabályozási előírásának hiányában is követték annak célkitűzését.¹⁰⁴³ 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 konkrét garanciát.¹⁰⁴⁴ Ezzel kapcsolatban – azon túlmenően, hogy a tagállamok előírhatják nemzeti szabályozásukban további garanciaként a készpénz ellenérték biztosítását¹⁰⁴⁵ – indokolt kiemelni, hogy közösségi szinten már a legmagasabb fizetett ár elvén nyugvó méltányos ár meghatározása is igen komoly garanciát nyújt a céltársaság részvényesei 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).¹⁰⁴⁶ Így a vállalatfelvásárlások során a céltársaság részvényeseinek kifizetett ellenérték meghatározása tekintetében is szembeűnő az irányelv minimum-szabályozás jellege.¹⁰⁴⁷ 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.¹⁰⁴⁸ Dolgozatomban ennek kapcsán bemutattam, hogy valóban számos – jellemzően praktikus okokkal indokolható – eltérés (*kivétel*) jelent meg a tagállamokban a kötelező vételi ajánlattételi szabály alól.¹⁰⁴⁹ Azonban

¹⁰⁴³ Mely szerint például a 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)

¹⁰⁴⁴ 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.

¹⁰⁴⁵ Lásd 2004/25/EK irányelv 5. cikk (5)

¹⁰⁴⁶ Lásd a tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvény 72. § rendelkezéseit.

¹⁰⁴⁷ 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.

¹⁰⁴⁸ 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.

¹⁰⁴⁹ Lásd 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) 6-7. old. Elérhető (2015. július 5.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/COM2012_347_en.pdf

véleményem szerint a rendelkezésre álló információk alapján túlzás lenne azt állítani, hogy ez számottevően lerontja az irányelv érvényesülését abban a tekintetben, amelyre elfogadásakor szánták: nevezetesen, amikor a társaság feletti irányítás ténylegesen megváltozik (illetve, amikor megjelenik a társaság életében egy irányító részvényes). Szintén hangsúlyoznám, hogy bár számos eltérés, kivételi kategória jelen van a tagállami szabályozásokban, azok nem érvényesülnek összességükben minden tagállamban. A tagállamok csupán bizonyos, számukra indokoltnak tűnő eltéréseket alkalmaznak. Például Németországban az irányítást biztosító részesedés öröklése esetén az ajánlattételi kötelezettség alól biztosított kivétel minden bizonnyal a német gazdasági életben és társasági kultúrában jelentős szerepet játszó családi tulajdonlást¹⁰⁵⁰, generációk közti öröklést hivatott fenntartani. Mindazonáltal indokoltnak látnám mélyebb vizsgálat tárgyává tenni az egyes eltérések, kivételi kategóriák tagállamokban való gyakorlati alkalmazását, hogy tényleges hatásukról átfogó képet nyerjünk.¹⁰⁵¹ Amennyiben egyes kivételek indokolatlanul gyengítik a kisebbségi részvényesek pozícióját, akkor vagy tilalmazni szükséges őket, vagy csak átmeneti jelleggel lehet lehetővé tenni alkalmazásukat, illetve tompítani kell hatásukat (irányító részesedés meghatározott időszak alatt való lecsökkentése, szavazati jogok nyugvása). Az irányelv szabályozásától való eltérés lehetőségét kedvezőtlen színben feltűntetők 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.

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 céltársaságok részvényeseinek érdekeit az Európai Unióban. Az irányelv által alkalmazott szabályozási megoldások jogharmonizációs szempontból bár óvatos kritikával illelhetők (hiszen több kérdésben nem vezettek el az Európai Unióban a teljesen egységes szabályozás, a *level playing field* kialakulásához), a céltársaság részvényeseinek

¹⁰⁵⁰ Lásd CHARNY, David, *The German Corporate Governance System*, Columbia Business Law Review, Vol. 1998. Number 1. (1998) 147. old.; THOMAS, J. André Jr., *Some Reflections on German Corporate Governance: A Glimpse at German Supervisory Boards*, Vol. 70. Issue 6 Part A (1996) 1845. old. lásd szintén 96. lbj.

¹⁰⁵¹ V.ö. 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) 10. old. Elérhető (2015. július 5.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/COM2012_347_en.pdf

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.¹⁰⁵² Ezt kiegészíti még a szövetségi felügyeleti hatóság, a *Securities and Exchange Commission* szabályozása (ugyanakkor ez utóbbi nem jogszabályi szintű). Az ezekben fellelhető szabályok nem írnak elő a társaságok feletti irányítás megváltozásának esetére valamennyi részvényre kiterjedő nyilvános vételi ajánlattételi kötelezettséget. Így az ajánlatok kényszerítő jellegének, a kisoroszvényesek esetleges érdeksérelmének kevésbé tudnak gátat vetni. A részleges (illetve két lépésben megvalósuló) ajánlatok káros hatásainak kiküszöbölését sem biztosítják. Szintén nem akadályozza meg a szövetségi szintű szabályozás, hogy a vállalat feletti irányítás megszerzése egy irányító részvénytől átadásával valósuljon meg, az annak tulajdonosával folytatott külön megállapodás alapján. A vállalatfelvásárlási ügylet így nem szükségszerűen terjed ki a kisoroszvényesek részvényeire, akik „beragadhatnak” a társaságba (szerencse ebben a tekintetben, hogy a nagy részvénytől jelenléte az Egyesült Államok vállalataiban még mindig nem túl gyakori), vagy éppen előnytelen feltételekkel kerülhetnek kiszorításra. A szabályozás csupán azt követeli meg, hogy a szavazati joggal rendelkező részvények 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. Így tulajdonképpen garanciális közzétételi szabályok kerültek megfogalmazásra az 5%-nál nagyobb szavazati részesedések megszerzéséhez.¹⁰⁵³ Ezen túlmenően még a vállalatfelvásárlás folyamata kapcsán néhány garanciális eljárási szabály is rögzítésre került szövetségi szinten. Így például a szabályozás biztosítja az

¹⁰⁵² 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.

¹⁰⁵³ 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 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>

ajánlatok versengésének lehetőségét.¹⁰⁵⁴ Szintén meghatározza a részvények átvételének módját olyan esetekben, mikor több részvény kerül felajánlásra, mint amennyit az ajánlattevő megszerezni szándékozik.¹⁰⁵⁵ A szövetségi szintű szabályozás a részvényesekkel való egyenlő elbánás elve alapján biztosítja továbbá, hogy az ajánlatokban minden részvényes egyenlő feltétellel vehessen részt (az ajánlattal érintett részvényosztályból), és valamennyi részvényes azonos árat (*a legmagasabb fizetett árat*) kapja papírjaiért.¹⁰⁵⁶ Mindent összevetve, az Európai Unió vállalatfelvásárlási irányelvéhez képest ez a szabályozás csak csekélyebb garanciát nyújt a céltársaság részvényeseinek.

A szövetségi szintű szabályozást a részvényesek védelme szempontjából kiegészíthetik a tagállamok által elfogadott, vállalatfelvásárlásokat szabályozó törvények. Ezek több típusa (sőt generációja¹⁰⁵⁷) is ismert, így: „tisztesáras árat” biztosító tagállami törvényi szabályozások, irányítást biztosító részesedés-megszerzési törvények, üzleti kombinációs törvények, illetve az értékelési jog gyakorlását lehetővé tevő törvényi szabályozások.¹⁰⁵⁸ Ezek jelenléte ugyanakkor nem garantált, hiszen 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 hatásokról – pedig szintén akár egy önálló kutatás tárgyát képezhetné. Például az ún. tisztességes 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.¹⁰⁵⁹ Így tulajdonképpen a részvényesekkel való egyenlő elbánást mozdítja elő. A

¹⁰⁵⁴ Lásd *Securities and Exchange Act of 1934*, 14d-5

¹⁰⁵⁵ Lásd *Securities and Exchange Act of 1934*, 14d-6

¹⁰⁵⁶ 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.&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.&rgn=div5#se17.4.240_114d_61, Securities Exchange Act 14d-7.

¹⁰⁵⁷ 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)

¹⁰⁵⁸ 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.

¹⁰⁵⁹ 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.

„tiszteséges ártól” való eltéréshez pedig a részvényesek minősített többségének hozzájárulása szükséges a közgyűlésen. Azonban e szabályozási megoldások gyakran kivételt biztosítanak hatályuk alól a baráti vállalatfelvásárlásoknak, tehát azoknak az ügyleteknek, melyeket a céltársaság vezetése (igazgatótanácsa) előzetesen jóváhagyott.¹⁰⁶⁰ Ez pedig (különös tekintettel a vállalatfelvásárlási helyzetekben a vállalat vezetése és a részvényesek között gyakran felmerülő érdekkonfliktusra) rontja a szabályozás hatékonyságát, gyengíti a részvényesek számára nyújtott garancia erejét. 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.¹⁰⁶¹ 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.¹⁰⁶² 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 érdekeltek (pl.

¹⁰⁶⁰ 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.; 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.; 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)

¹⁰⁶¹ 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.

¹⁰⁶² 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.

munkavállalók, beszállítók, fogyasztók, a közösség, stb.), sőt akár a céltársaságban lévő igazgatók érdekeinek a 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).¹⁰⁶³

Látható, hogy e tagállami törvények jelentős további védelemben részesítik a szövetségi szintű jogalkotáson túlmenően a céltársaságok részvényeseit. Alkalmazásuk képes lehet 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 nem érvényesülnek garantáltan 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 sem léptetett hatályba.¹⁰⁶⁴ Szintén ki kell emelni, hogy a tisztességes árat biztosító, illetve az üzleti kombinációs tagállami törvények hatálya alól jellemzően mentesülnek a baráti vállalatfelvásárlási ajánlatok, így a vállalat vezetése tulajdonképpen megkerülhetővé teheti ezeket az ajánlattevőknek. Így szerencsés esetben előfordulhat, hogy az Amerikai Egyesült Államok egyes tagállamaiban érvényesülő szabályozás (a szövetségi jognak és az elfogadott tagállami törvényeknek köszönhetően) egyes ügyletek esetében hatását tekintve az Európai Unió vállalatfelvásárlási irányelvéhez mérhető védelmet nyújt a céltársaság részvényesei számára, - azonban ez korántsem garantált.

¹⁰⁶³ Lásd The Takeover Bids Directive Assesment Report, 174. old. Elérhető: (2014. november 7.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

¹⁰⁶⁴ 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.

Így csak részben tudok egyetérteni *William Magnuson*¹⁰⁶⁵ *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 szabályozást hasonlította össze. Vonatkozó megállapításai közül egyetérttek 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 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 pozíciója „nagyjából hasonló” az Egyesült Államokban és az Európai Unióban.¹⁰⁶⁶ A részvényeseket védő szabályozások vizsgálatát követően jómagam nem tudom ezt az álláspontot maradéktalanul 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 fenntartásokkal nevezhető egyenértékűnek. Ez a hatás pedig – mint dolgozatomban bemutattam – korántsem érvényesül minden tagállam és ügylet esetében. Ezzel szemben a konkrét ajánlattevők és céltársaságok (illetve azok vezetésének) viszonyát jellemzően egyedileg kell megítélni egy adott tagállam jogának tükrében. Optimális esetben az ismertett tagállami törvények képesek lehetnek a vállalatfelvásárlások kényszerítő jellegét csökkenteni, illetve elvenni az ajánlattevők kedvét a részleges, illetve két lépésben megvalósuló 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

¹⁰⁶⁵ William Magnuson a Harvardon szerezte jogi diplomáját 2009-ben, és jelenleg a nagypresztízsű Sullivan & Cromwell LLP ügyvédi iroda egyesülésekkel és vállalatfelvásárlásokkal foglalkozó ügyvédje.

¹⁰⁶⁶ 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.

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 – jobban garantált az Európai Unió vállalatfelvásárlási szabályozásában.

Nem véletlen, hogy az Egyesült Államokban szenátusi törvényjavaslat formájában szintén felmerült a vételi ajánlattételi kötelezettség bevezetése 20 százalék feletti befolyásszerzés esetén. Ez az ún. *Corporate Takeover and Insider Abuse Reform Act of 1987 (S.1324)* törvényjavaslat rendelkezései között szerepelt, melyet *Terry Sanford*¹⁰⁶⁷ szenátor terjesztett elő.¹⁰⁶⁸ A szabályozás úgy lépett volna hatályba, hogy a *Williams Act* rendelkezései közé beiktattak volna egy új szakaszt, mely a javaslatban szereplő előírásokat tartalmazta volna.¹⁰⁶⁹ A törvényjavaslat – többek között – megtiltotta volna az ajánlattevőknek a 20 százalék feletti részesedésszerzést 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 ajánlattevőktől, hogy több részvényt vásároljanak meg és fizessenek ki, mint amennyire valójában szükségük van. Szintén visszatárhathja a menedzsmentet, a vállalat dolgozóit (mint egymással összehangoltan eljáró személyeket), vagy egyéb érdekelteket, hogy 20 százaléknál nagyobb részesedést szerezzenek meg a vállalatban.¹⁰⁷⁰ A javaslatot azonban nem támogatták, így a meghatározott befolyásszerzéshez kapcsolódó vételi ajánlattételi kötelezettség nem került be a *Williams Act*, illetve a *Securities Exchange Act* rendelkezései közé. Úgy tűnik, ez a megközelítés túl erőteljes beavatkozást jelentett volna¹⁰⁷¹ az amerikai jogfelfogást figyelembe véve a magánszereplők döntési autonómiájába.¹⁰⁷²

¹⁰⁶⁷ 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.

¹⁰⁶⁸ Lásd az Egyesült Államok Kongresszusának honlapját. Elérhető (2015. március 7.): <https://www.congress.gov/bill/100th-congress/senate-bill/1324/actions>

¹⁰⁶⁹ Lásd HOOK, George C., What is wrong with takeover legislation? Northern Illinois University Law Review, Vol. 8. (1988) 305. old.

¹⁰⁷⁰ Lásd HOOK, George C., What is wrong with takeover legislation? Northern Illinois University Law Review, Vol. 8. (1988) 311. old.

¹⁰⁷¹ 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.

¹⁰⁷² 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)

5.3. A céltársaság részvényesei és menedzsmentje között jelentkező érdekellentét szabályozásának értékelése

Három elméleti megközelítést ismertettem a vállalatfelvásárlási ajánlatokkal kapcsolatos 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 menedzseri passzivitás nem csupán a vállalatfelvásárlásokkal szembeni védekező intézkedések alkalmazását, de a kedvezőbb ajánlatok keresését is megtiltja.¹⁰⁷³ Az alkalmazott szabályozási megoldásokat megvizsgálva 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. Junewicz* és *Edward F. Greene*, illetve *Lucian A. Bebchuk* és *Ronald J. Gilson* professzorok nevéhez fűződik) a *hasznok elosztását középpontba állító elmélet*.¹⁰⁷⁴ Az elmélet hívei szerint az igazgatótanács feladata csupán az ajánlattal kapcsolatos információk ismertetése, illetve a kezdetinél kedvezőbb ajánlatok 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.¹⁰⁷⁵ 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.¹⁰⁷⁶ Így érdekellentét jön létre a céltársaság vezetése és részvényesei között, hiszen ez utóbbiak az ajánlat sikerében érdekeltek, ugyanis az jellemzően magas felárat biztosítana részvényeikért.¹⁰⁷⁷ Az Európai Unió

¹⁰⁷³ 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.; 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, Geoffrey J., *Takeover Defences: A Reappraisal*, University of Brit Columbia Law Review, Vol. 24. Issue 1. (1990.) 58-59. old.

¹⁰⁷⁴ Lásd HOWARD, Geoffrey J., *Takeover Defences: A Reappraisal*, University of Brit Columbia Law Review, Vol. 24. Issue 1. (1990.) 59. old.

¹⁰⁷⁵ 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.

¹⁰⁷⁶ 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.

¹⁰⁷⁷ Lásd ANJIER, John C., *COMMENTS-Anti-takeover Statutes, Shareholders, Stakeholders and Risk*, Louisiana Law Review, Vol. 51. Issue 3. (1991) 586-587. old.

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.¹⁰⁷⁸ 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.¹⁰⁷⁹ Szintén ez a szabályozási megoldás felel meg leginkább a részvényesi döntéshozatal elvének, melynek a Winter-Bizottság szerint is az európai vállalatfelvásárlási jog egyik vezérelvének kell lennie.¹⁰⁸⁰ 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 szabály alkalmazását a tagállamok számára (tehát az irányelv e rendelkezései alól kizserződő 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.¹⁰⁸¹ 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 ennek elérését 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

¹⁰⁷⁸ 2004/25/EK irányelv 9. cikk (2)

¹⁰⁷⁹ 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,

¹⁰⁸⁰ 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,

¹⁰⁸¹ 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,

a *The Takeover Bids Directive Assessment Report* által vizsgáltak közül 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.¹⁰⁸² Ez hivatott megvédeni vállalatfelvásárlási helyzetben a részvényesi érdeket a pozícióját féltő vállalatvezetés által elfogadott védekező intézkedésektől. Ahogy ezt a *Winter-Bizottság* ugyanis 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 megmentésében ölt testet, nem pedig a vállalati érték részvényesek érdekében való maximalizálásában. A részvényesek vagy egyéb érdekeltke érdekeinek képviselőire vonatkozó igényeiket pedig valószínűleg beszennyezi az önérdék. A részvényeseknek képesnek kell lenni a saját ügyükben dönteni, és az egyéb érdekeltkeket – a *Winter-Bizottság* szerint – különleges (ágazati) szabályokkal kell védeni (pl. a munkajogon vagy környezetvédelmi jogon keresztül).¹⁰⁸³ 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 részvényesek felé fennálló 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.¹⁰⁸⁴ A fenyegetés fogalmát pedig meglehetősen tágan értelmezi a bírói gyakorlat. Nem csak a részvényesek szempontjából „veszélyesnek” minősülő

¹⁰⁸² 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

¹⁰⁸³ 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,

¹⁰⁸⁴ 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., 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., 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.

ajánlattételi technikák (így a két lépésben megvalósuló ajánlatok) számíthatnak ide, hanem például a pusztán aggodalom is, hogy a céltársaság részvényesei nem megfelelően ítélik meg a céltársaság értékét.¹⁰⁸⁵ 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.¹⁰⁸⁶ Erre tekintettel álláspontja szerint a bírói gyakorlatnak szigorúbb normákat kell alkalmaznia az igazgatók döntéseinek megítélésére, mint amelyek más (érdekkonfliktussal kevésbé átitott) helyzetben 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.¹⁰⁸⁷ 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.¹⁰⁸⁸ Bár a *Delaware* bírói gyakorlat esetről-esetre fejlődik, ez a megközelítés alapjait tekintve napjainkban is változatlan. Jelenleg vállalatfelvásárlási helyzetben a vállalat vezetésének magatartására irányadó normát úgy foglalhatjuk össze, 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

¹⁰⁸⁵ 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.

¹⁰⁸⁶ 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.

¹⁰⁸⁷ 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.

¹⁰⁸⁸ 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.

ésszerűség határain belül kell maradnia. A bizonyítási teher a céltársaság igazgatótanácsán van. Amennyiben pedig a céltársaság értékesítéséről történik döntés (az igazgatótanács nem törekszik az ajánlat ellen védekezni), akkor ennek egy tisztességes verseny keretében kell történnie.¹⁰⁸⁹ 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 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 elérése után 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*).¹⁰⁹⁰ 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 maradnak-e.

¹⁰⁸⁹ 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.

¹⁰⁹⁰ 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.

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 jegyezni, 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.

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

Véleményem szerint a vállalatfelvásárlási ügyletek elemzése nem korlátozódhat pusztán a részvényesi jólét szempontjára, és nem lehet megítélni pusztán e mércén keresztül a vállalatfelvásárlási jogalkotás helyességét sem. Olyan szélesebb spektrumú szempontok figyelembe vétele is szükséges, mint az egyéb érdekeltek érdekei. Így el kell ismerni a munkavállalók, fogyasztók, beszállítók, kötvénytulajdonosok (hitelezők) érdekeit. Sőt, ezen túlmenően azon közösség érdekeit is indokolt lehet figyelembe venni, melyben a céltársaság működik. Tekintettel kell lenni a vállalatfelvásárlás ilyen tágabb értelemben vett hatásaira is a helyes jogi szabályozás kialakítása során.¹⁰⁹¹ 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 egyáltalán jelentkezik-e haszon, és ha igen, akkor az honnan származik¹⁰⁹² egy vállalatfelvásárlási tranzakcióban.¹⁰⁹³

¹⁰⁹¹ Lásd BOOTH, Richard A., *State Takeover Statutes Revisited*, Michigan Law Review, Vol. 88. Issue 1. (1989) 125-126. old.

¹⁰⁹² Érdekes okfejtést kapunk ezzel kapcsolatban *Richard A. Booth* professzortól. *Booth* professzor 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 részvényeseinek, sőt esélye sincs rá, hogy valaha a jövőben nyereséget érjen 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 maradván 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 élvezett

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.¹⁰⁹⁴ E kutatások pedig meglehetősen vegyes eredményre vezettek.¹⁰⁹⁵

Érdeemes megemlíteni a jelentős mintán elvégzett, *Klaus Gugler*¹⁰⁹⁶ és *Burçin Yurtoglu*¹⁰⁹⁷ 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 viszont 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. Számos európai országban az elmúlt

hozam jóval alacsonyabb. Lásd BOOTH, Richard A., *State Takeover Statutes Revisited*, Michigan Law Review, Vol. 88. Issue 1. (1989) 125-126. old.

¹⁰⁹³ Lásd ANJIER, John C., *COMMENTS-Anti-takeover Statutes, Shareholders, Stakeholders and Risk*, Louisiana Law Review, Vol. 51. Issue 3. (1991) 564. old

¹⁰⁹⁴ 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,

¹⁰⁹⁵ 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.

¹⁰⁹⁶ Klaus Gugler a Bécsi Egyetem közgazdászprofesszora.

¹⁰⁹⁷ B. Burcin Yurtoglu a WHU - Otto Beisheim School of Management közgazdászprofesszora, a vállalati pénzügyek tanszék vezetője.

időszakban végbement munkaerő-piaci reformok fényében ugyanakkor e megállapítást érdemes óvatosan kezelni.¹⁰⁹⁸

Mindenképpen szükséges e tárgykörben kitérnünk Li¹⁰⁹⁹ 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 lezajlott, 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* amerikai egyesülésekre és vállalatfelvásárlásokra 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 foglalkoztatásbővülést) 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.¹¹⁰⁰

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 egyesülések és vállalatfelvásárlások, a kiszervezések, stb. esetére.

¹⁰⁹⁸ Lásd *The Takeover Bids Directive Assessment Report*, 345. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf.

¹⁰⁹⁹ LI Xiaoyang a Cheung Kong Graduate School of Business (CKGSB) adjunktusa közgazdaságtan és pénzügyi területen.

¹¹⁰⁰ 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 említettem – 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 némiképp kedvezőbb, mint az egyesüléseké.¹¹⁰¹ 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 tevékenységeknél^{1102, 1103}. Fentieket figyelembe véve az egyesülési/vállalatfelvásárlási ügyletek az Európai Unióban ebben az időszakban (a 2007-es évet leszámítva) meglehetősen

¹¹⁰¹ Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 344-345. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

¹¹⁰² 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,

¹¹⁰³ Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 344-345. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

negatív hatást gyakoroltak a foglalkoztatásra. Ennek fényében pedig nem ítélnénk megalapozatlannak a munkavállalói aggályokat.¹¹⁰⁴ 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 előnyserzése – legalábbis részben – más, társaságban jelenlévő érdekcsoportok költségére valósulhat meg (ide értve, kiemelten a munkavállalókat és a hitelezőket).¹¹⁰⁵ A vállalatfelvásárlás során a részvényeseknek fizetett felár 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.¹¹⁰⁶ 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 kockázatsemlegesként vagy éppenséggel kockázatvállalóként viselkedni, mivel a több vállalatba való befektetéssel diverzifikálhatják pénzügyi tőkéjüket. A munkavállalók ezzel szemben

¹¹⁰⁴ Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 344-345. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf.

¹¹⁰⁵ 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.

¹¹⁰⁶ 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.

kockázatkerülők, mivel az összes humán tőkéjüket egy munkaadóba fektették.¹¹⁰⁷ Így a veszteségek jobban sújtják őket.

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.¹¹⁰⁸

Ezek vizsgálatához kapcsolódóan a tudományos szakirodalom kifejti, hogy a munkavállalók, illetve akár egy egész közösség számára hátrányos lehet, ha gyárat vagy termelési központokat bezárnak, illetve más államba telepítenek át egy vállalatfelvásárlás után lezajló átszervezés keretében.¹¹⁰⁹ Ezeknek az érdekelteknek a sérelme úgy is értelmezhető, mint amely finanszírozza a céltársaság részvényeseinek kifizetett felárat.¹¹¹⁰ 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 lehetősége¹¹¹¹, az esetleges részlegbezárások. Szintén kedvezőtlen a változás azon munkavállalók nézőpontjából, akik társaság-specifikus szaktudás fejlesztésére fordítottak időt és energiát.¹¹¹² A bizonytalanságból adódó veszély ezzel párhuzamosan emelheti a munkaerő költségét, befolyásolhatja a munkavállalókkal kötött keret-megállapodások feltételeit.¹¹¹³

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

¹¹⁰⁷ Lásd MCDANIEL, Morey W., *Stockholders and Stakeholders*, Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991) 124-125. old.

¹¹⁰⁸ 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.

¹¹⁰⁹ 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.

¹¹¹⁰ 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.

¹¹¹¹ 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.

¹¹¹² Lásd LIPTON, Martin, *Corporate Governance in the Age of Finance Corporatism*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 136. Issue 1. (1987) 37-38. old.

¹¹¹³ 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.

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 kialakításával ér el.¹¹¹⁴ Ez pedig minden bizonnyal hátrányosan érinti azt a közösséget, ahol a céltársaság működik.

Andrei Shleifer és *Lawrence H. Summers*¹¹¹⁵ közgazdászprofesszorok úgy érvelnek, hogy az ellenséges vállalatfelvásárlások lehetővé teszik a részvényeseknek, hogy kisajátítsák az egyéb érdekelték vagyont (jólétét), és az ilyen vállalatfelvásárlások több értéket osztanak újra, mint amennyit teremtenek.¹¹¹⁶ 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 a vállalatfelvásárlásokhoz kapcsolódó adóoptimalizáló, adómegtakarító szerkezetátalakításokat a kormányzattól történő átcsoportosításként értékelték).¹¹¹⁷ *Morey W. McDaniel*¹¹¹⁸ kissé markáns álláspontja szerint amennyiben ez igaz, akkor az ellenséges vállalatfelvásárlások kevésbé jelenthetnek többet, mint nagyléptékű lopást.¹¹¹⁹

Lucian A. Bebchuk professzor 1985-ben megjelent tanulmánya szerint a társaságok eszközei feletti hatékony piac kialakulásához egyik követelmény az externáliák hiánya, továbbá hogy ily módon a vállalatfelvásárlások során a részvényesek által elért nyereség nettó társadalmi hasznot jelentsen. Tehát ez az előnyserzés ne harmadik felek költségére valósuljon meg.¹¹²⁰ *Bebchuk* professzor szerint egy racionális döntésen alapuló vállalatfelvásárlás növelni fogja az

¹¹¹⁴ Lásd BOOTH, Richard A., *State Takeover Statutes Revisited*, Michigan Law Review, Vol. 88. Issue 1 (1989) 125-127. old.

¹¹¹⁵ 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).

¹¹¹⁶ 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.

¹¹¹⁷ Lásd SHLEIFER, Andrei, SUMMERS, Lawrence H., *Breach of Trust in Hostile Takeovers*, in CORPORATE TAKEOVERS: CAUSES AND CONSEQUENCES (A. Auerbach ed. 1988). 53. old.

¹¹¹⁸ 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 szakkikk és tanulmány szerzője jogi és pénzügyi témában. Lásd: <http://www.legacy.com/obituaries/news-leader/obituary.aspx?n=morey-william-mcdaniel&pid=141520842>

¹¹¹⁹ Lásd MCDANIEL, Morey W., *Stockholders and Stakeholders*, Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991) 125-126. old.

¹¹²⁰ 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.

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 szükségszerűen csak akkor lehet igaz, ha a 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 jelképezhet. Így álláspontja szerint egyes akvizíciók társadalmilag nemkívánatosak még úgy is, hogy növelik az ajánlattevő és a céltársaság együttes értékét.¹¹²¹

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.¹¹²² Szintén felhívták arra a problémára a figyelmet, hogy míg a vállalatfelvásárlások során a részvényesek haszna a részvényárfolyam-növekedés (illetve a kifizetett *felár*) formájában szembeűnő, addig a vállalatfelvásárlások költségeit (hátrányait) 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 oroszlánrésze tisztán érték-átcsoportosításokból származik (mint például szakszervezeti bércsökkenésekből), a termelésben vagy foglalkoztatásban beálló jelentős változás nélkül.¹¹²³

¹¹²¹ Lásd BEBCHUK, Lucian A., *Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers*, Harvard Law Review, Vol. 98. Issue 8. (1985.) 1793. old.

¹¹²² 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.

¹¹²³ Lásd SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert W., *Value Maximization and the Acquisition Process*, Journal of Economic Perspectives, Vol. 2. Number 1. (1998.) 17. old.

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. *distributional approach*), vagyis az egyéb érdekeltek kompenzálását.¹¹²⁴ Tanulmányában – Shleifer és Vishny professzorokhoz hasonlóan – nem a vállalatfelvásárlások korlátozását, hanem ezen ügyletek veszteseinek „kompenzálását” nevezi fontosnak.¹¹²⁵ 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.¹¹²⁶ 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.¹¹²⁷ 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.¹¹²⁸ 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 átalakulás hagy maga után veszteseket.¹¹²⁹ 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.¹¹³⁰ Ez alapján

¹¹²⁴ 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.;

¹¹²⁵ 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.

¹¹²⁶ 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.

¹¹²⁷ Lásd MCDANIEL, Morey W., *Stockholders and Stakeholders*, Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991) 127. old.

¹¹²⁸ 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.

¹¹²⁹ Lásd COFFEE, John C., *Unstable Coalitions: Corporate Governance as a Multi-Player Game*, Georgetown Law Journal, Vol. 78. Issue 5. (1990) 1548. old.

¹¹³⁰ Lásd COFFEE, John C., *Unstable Coalitions: Corporate Governance as a Multi-Player Game*, Georgetown Law Journal, Vol. 78. Issue 5. (1990) 1548. old.

mindent összevetve, a *Pareto hatékonyságnak* kell a végső gazdasági célnak lennie.¹¹³¹ Abban a tekintetben, hogy a törvényhozás milyen eszközökkel fogja rávenni a nyerteseket a vesztesek kompenzálására, már nem foglalt állást tanulmányában. Ugyanakkor hangot adott azon meggyőződésének, hogy a *Pareto hatékonyság* elérése nem fog nagy áldozatot követelni a tranzakciók nyerteseitől.¹¹³²

Mindezek ellenére, számos közgazdász véli úgy, hogy a *Kaldor/Hicks hatékonyságnak* kell lennie a szabad piac céljának. Ezek a közgazdászok nem találnak kivétnevelőt egy vállalatfelvásárlási 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 e 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.¹¹³³ Megítélésem szerint nem lehet egyetérteni a fenti megközelítéssel. A *Pareto hatékonyság* elérését kell célul kitűzni a vállalatfelvásárlási tranzakciók, illetve szabályozásuk tekintetében. A vállalatfelvásárlási tranzakciókat akkor lehet igazán hatékonynak tekinteni, ha általuk egyesek (pl. részvényesek) jobb helyzetbe kerülnek, míg mások (egyéb érdekelt) nem kerülnek rosszabb helyzetbe. Ebben a megközelítésben azonban nincsen semmi újszerű vagy forradalmi. Elég csak visszanyúlni a negyedik amerikai vállalatfelvásárlási hullám első éveire, *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 tett védekező intézkedéseket).¹¹³⁴ 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

¹¹³¹ Lásd MCDANIEL, Morey W., *Stockholders and Stakeholders*, Stetson Law Review, Vol. 21. (1991) 129-130. old.

¹¹³² Lásd COFFEE, John C., *Unstable Coalitions: Corporate Governance as a Multi-Player Game*, Georgetown Law Journal, Vol. 78. Issue 5. (1990) 1548-1549. old.

¹¹³³ Lásd MCDANIEL, Morey W., *Stockholders and Stakeholders*, Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991) 127. old.

¹¹³⁴ 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.

ugyanis a nyereség létrehozói számára engedélyezni kell, hogy megtarthassák azt, azzal a megkötéssel, hogy a tranzakcióval érintett más feleknek legalább olyan jó helyzetben kell maradniuk, mint a tranzakciót megelőzően voltak.¹¹³⁵ 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.¹¹³⁶ Ezen követelmény előírása csökkenti a társadalmilag nem hatékony vállalatfelvásárlások számát.

1137

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 érdekeinek vállalatfelvásárlási helyzetben való figyelembe vétele és védelme kapcsán át kell tekinteni 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.¹¹³⁸

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.¹¹³⁹ Az irányelv 6. cikk (3) i) alapján ugyanis az ajánlati dokumentáció részét képezik az ajánlattevőnek a céltársaság és –

¹¹³⁵ Lásd EASTERBROOK, Frank H., FISCHER, Daniel R., *Corporate Control Transactions*, Yale Law Journal, Vol. 91. Issue 4. (1982.) 698., 715. old.

¹¹³⁶ Lásd MCDANIEL, Morey W., *Stockholders and Stakeholders*, Stetson Law Review, Vol. 21. (1991) 129. old.;

¹¹³⁷ 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.

¹¹³⁸ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 101. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

¹¹³⁹ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 101. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

amennyiben ezt az ajánlat érinti – az ajánlattevő társaság jövőbeni üzleti tevékenységére, munkavállalók és vezetőik állásainak fenntartására vonatkozó szándékai, beleértve 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. 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.¹¹⁴⁰ 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.¹¹⁴¹ Szintén megjelenik az irányelv szabályozásában, hogy a munkavállalók tájékoztatását, információhoz való hozzáférési lehetőségeiknek biztosítását ebben az esetben is egy minimális garanciának 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

¹¹⁴⁰ 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 hozzáférhetőek legyenek. Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 101. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

¹¹⁴¹ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 101. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

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.

Másrészt az irányelv fenti rendelkezései alapján a munkavállalók érdekeit a céltársaság ügyviteli vagy irányító szerve képviseli (illetve kellene képviselnie), mivel a munkavállalók nem rendelkeznek a társaságban önálló döntéshozatali hatáskörrel. Ugyanakkor komolyan megkérdőjelezhető e rendszer hatékonysága a munkavállalók érdekeinek képviseletében.¹¹⁴²

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.¹¹⁴³

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.¹¹⁴⁴ 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 ügyviteli/irányító szervének jelentésében, nyilvános állásfoglalásában kell további információkat szerepeltetni. Például Hollandiában az igazgatóságnak (illetve igazgatótanácsnak, ha a holland jog alapján egyszintű irányítási

¹¹⁴² 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 seq; The Takeover Bids Directive Assessment Report, 101. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

¹¹⁴³ Összehasonlítási alapul 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,

¹¹⁴⁴ Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 101-102. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

rendszer kerül alkalmazásra) ki kell fejtenie, hogy – amennyiben ez a helyzet – miért nem ért egyet az üzemi tanács (*works council*) véleményével a céltársaság és az ajánlattevő között megvalósítandó tranzakcióval kapcsolatban.¹¹⁴⁵ 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.¹¹⁴⁶

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.¹¹⁴⁷

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, hogy párbeszéd jöjjön létre a céltársaság munkavállalói és az ajánlattevő (mint lehetséges új irányító részvényes) között. Így ezek az államok jogot biztosítanak munkavállalói képviselőjüknek 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 a szabályozás érvényesülésének garantálására. Belgiumban az üzemi tanácsnak szintén joga van

¹¹⁴⁵ Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 102. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

¹¹⁴⁶ Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 102. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

¹¹⁴⁷ Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

meghallgatásra hívnia az ajánlattevőt, legkésőbb tíz nappal az ajánlat elfogadására nyitva álló időszak kezdetét követően.¹¹⁴⁸

A munkavállalói képviselő intézménye szintén elősegíti bizonyos uniós tagállamokban a vállalatfelvásárlásokkal kapcsolatos munkavállalói érdekkartikulációt. A munkavállalói képviselő intézményét alkalmazó tagállamokban (mint pl. Németországban)¹¹⁴⁹ a felügyelőbizottságban helyet foglaló munkavállalói képviselők ugyanis közvetlenül részt vesznek a céltársaság felügyelőbizottsága által készített állásfoglalás kialakításában.¹¹⁵⁰

A vállalatfelvásárlási irányelv munkavállalókat védő rendelkezéseinek tényleges 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.¹¹⁵¹ 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.¹¹⁵²

¹¹⁴⁸ Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 102. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

¹¹⁴⁹ 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

¹¹⁵⁰ Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 102-103. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

¹¹⁵¹ Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 102. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

¹¹⁵² Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 102-103. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

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 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.¹¹⁵³ 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.¹¹⁵⁴ Szintén megerősítették az ajánlattevő kötelezettségeit. 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.¹¹⁵⁵ 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

¹¹⁵³ Lásd *The Takeover Bids Directive Assessment Report*, 103-104. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf.

¹¹⁵⁴ Lásd *The Takeover Bids Directive Assessment Report*, 104. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf.

¹¹⁵⁵ Lásd *The Takeover Bids Directive Assessment Report*, 104. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf.

kapcsán az ajánlattételi időszak során tett bármely nyilvános nyilatkozatának az ajánlattételi időszak lezárását követően is. Ahol az intézkedés megtételére/meg nem tételére vonatkozóan nincsen külön időtartam meghatározva, a nyilatkozathoz legalább 12 hónapos időtartamig tartania kell magát az érintett félnek.¹¹⁵⁶

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 értékpapírajaira vonatkozó ajánlat miatt a tevékenységének folytatásában az ésszerűnél hosszabb ideig akadályozni.¹¹⁵⁷ 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 fentiekből 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 emelni, hogy mindig egy nehéz és vitatott feladatot jelentett annak meghatározása, hogy a „társaság érdeke” vagy „érdekei” mit foglalnak magukba.¹¹⁵⁸ 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 bár nem ad konkrét meghatározást az érdekelték

¹¹⁵⁶ Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 103-104. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

¹¹⁵⁷ Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 104. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

¹¹⁵⁸ Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 104. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

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) bekezdése említ, mikor a „társaság telephelyeire” hivatkozik. A „társaság egészébe” beletartozó más érdekek tipikusan magukba foglalhatják a hitelezői érdekeket, a szerződéses partnereket (pl. alvállalkozók, beszállítók) és a közhivatalokat/hatóságokat. A környezetet szintén ide sorolhatjuk, legalább abban a terjedelemben, amíg érinti a munkavállalókat vagy a helyi közösségeket.¹¹⁵⁹ 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.¹¹⁶⁰ Az irányelv 3. cikk (1) bekezdés c) pont 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 érdekében megvédéséhez szükséges védekező intézkedések elfogadását. Ezzel párhuzamosan minél korlátozottabb egy igazgatótanács képessége a társaság érdekeinek megvédésére, annál erősebbnek kell lennie a társaság ajánlattal kapcsolatos érdekeinek.¹¹⁶¹

Érdeemes 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

¹¹⁵⁹ Lásd *The Takeover Bids Directive Assessment Report*, 104. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf.

¹¹⁶⁰ Lásd *The Takeover Bids Directive Assessment Report*, 105. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf.

¹¹⁶¹ Lásd *The Takeover Bids Directive Assessment Report*, 105. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf.

átültetését mellőző tagállamok pedig az igazgatótanács kötelességét hangsúlyozzák a társaság érdekének megvédésében, és kevesebb figyelmet fordítanak e tevékenység részvényesi jogokra gyakorolt esetleges hatására.^{1162 1163}

A „társaság, mint egész” érdekének figyelembe vételére ez alapján azon tagállamok esetében nyílhat lehetőség, amelyek nem alkalmazzák a semlegességi szabályt. A *The Takeover Bids Directive Assessment Report* által vizsgált tagállamok közül nem alkalmazza a semlegességi szabályt Dánia, Németország, Magyarország, Hollandia, Lengyelország, Belgium és Luxemburg. A „társaság, mint egész” érdekébe pedig beletartozhatnak az egyéb érdekelték érdekei is. Erről azonban az irányelv nem ad pontos meghatározást. Ezért megpróbálom segítségül hívni a „társaság, mint egész” érdekének (illetve a „társaság érdekének”) meghatározásához a semlegességi szabályt nem alkalmazó tagállamokban az általános társasági jogi rendelkezéseiket. Dániában például a hatályos társasági törvény vizsgálataim szerint nem tartalmaz ide vonatkozó rendelkezést.¹¹⁶⁴ Bár a társaság érdekeire több alkalommal is hivatkozik,¹¹⁶⁵ de egyrészt annak követését nem kívánja meg kimondottan a vállalat vezetésétől, illetve e fogalom tartalmát nem is határozza meg a törvényben. Németországban a *The Takeover Bids Directive Assessment Report* szerint a társaságok igazgatóságának és felügyelőbizottságának a társaság érdekében kell eljárnia a részvénytársaságokra vonatkozó törvényi szabályozás, az *Aktiengesetz* általános rendelkezései alapján.¹¹⁶⁶ Saját vizsgálataim során ugyanakkor erre vonatkozó konkrét jogszabályi rendelkezést nem találtam, és így álláspontom szerint a „társaság érdeke” fogalom sincs

¹¹⁶² Lásd *The Takeover Bids Directive Assessment Report*, 105. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

¹¹⁶³ 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 következhethet. Például Svájcban a „társasági érdek” koncepciója úgy tűnik, hogy átfedésben van a részvényesi érdekekkel, illetve a részvényesi jóléttel. 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”, melyek felhatalmazzák 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,

¹¹⁶⁴ 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

¹¹⁶⁵ 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 érdekeltisége 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,

¹¹⁶⁶ *The Takeover Bids Directive Assessment Report*, old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

bővebben kifejtve a német jogban.¹¹⁶⁷ Magyarországon az új polgári törvénykönyv (2013. évi V. törvény) 3:112. § (2) bekezdés 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 érdekeltek érdekei ide tartoznak-e, és ha igen, mely érdekelteké, 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.¹¹⁶⁸ Ez a meghatározás sem egyértelmű ugyanakkor a figyelembe vehető érdekelti kör meghatározása során, - viszont szemmel láthatóan tág megközelítést fogad el. Lengyelország, Luxemburg és Belgium társasági jogát – ez idáig – ebben a tekintetben nem tudtam komolyabb vizsgálatnak alávetni (tekintettel arra, hogy a joganyag angol vagy német nyelven nem volt elérhető számomra), ugyanakkor a *The Takeover Bids Directive Assessment Report* nem utal esetükben semmilyen ide vonatkozó és említést érdemlő szabályozási megoldás jelenlétére. Így arra vonatkozóan áll rendelkezésre bizonyíték, hogy a semlegességi szabályt nem alkalmazó uniós tagállamok közül egyedül Hollandia bontja ki viszonylag részletesen a társaság érdeke fogalmát, és így ad bizonyos útmutatást a vállalat vezetőinek a figyelembe veendő érdekeltek köréről. Ez alapján még a semlegességi szabályt nem alkalmazó uniós tagállamokban is csak meglehetősen homályos jogi alapok állnak rendelkezésre az egyéb érdekeltek érdekeinek figyelembe vételéhez. Így a „társaság, mint egész” érdeke fogalom körvonalai jellemzően nincsenek kijelölve a jogi szabályozásban.

Érdekes ugyanakkor, hogy az angolszász jogi hagyományokat folytató Egyesült Királyság (amely egyébként alkalmazza a semlegességi szabályt) részletesen kibontja társasági jogában az igazgatótanács kötelezettségeit az egyéb érdekeltek irányába. Egész pontosan a 2006-os *Companies Act* 172. szakasza tartalmaz 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.

¹¹⁶⁷ 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/>

¹¹⁶⁸ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 91-92. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

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 szabályainak való megfeleléssel kapcsolatos reputációját; hogy tisztességesen járjanak el a társaság tagjai tekintetében.¹¹⁶⁹

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 Assessment Report* által hivatkozott felmérés korántsem fest kedvező képet. Az adatokból arra lehet következtetni, hogy mind a munkavállalókat¹¹⁷⁰, mind a munkavállalókon kívüli egyéb érdekeltéket védő szabályok¹¹⁷¹ hatékonysága megkérdőjelezhető.¹¹⁷² 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

¹¹⁶⁹ 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.

¹¹⁷⁰ A *The Takeover Bids Directive Assessment 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%-uk 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 Assessment Report*, 116. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

¹¹⁷¹ 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 Assessment Report*, 117-118. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

¹¹⁷² Lásd *The Takeover Bids Directive Assessment Report*, 116-118. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

tekintetben), illetve az igazgatótanácsok azon kötelezettségében, hogy a céltársaság legjobb érdekében járjanak el (szintén 25%-uk elégedett csak ebben a tekintetben).^{1173 1174}

3. Az egyéb érdekelttek érdekeinek figyelembe vétele az Egyesült Államok vállalatfelvásárlási szabályozásában

3.1. Az egyéb érdekelttek 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.¹¹⁷⁵ 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 jótékonyság 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.¹¹⁷⁶ A célok – még tágabb megközelítést alkalmazva – úgy foglalkozhatók össze, hogy érintetlenül megőrizték a honos vállalatok vállalati ökoszisztémáját.¹¹⁷⁷ Ki kell térnünk még egy nyilvánvalóan tűnő, ugyanakkor nem olyan

¹¹⁷³ Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 118. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

¹¹⁷⁴ Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 116-118. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

¹¹⁷⁵ 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.

¹¹⁷⁶ Lásd HOOK, George C., *What is wrong with takeover legislation?* Northern Illinois University Law Review, Vol. 8. (1988) 293-294. old

¹¹⁷⁷ Érdemes továbbá megjegyezni, hogy mind politikai, mind közgazdaságtani szempontból komoly értelme van az egyes államok számára, hogy előnyben részesítsék azon különböző nem befektetői szereplők/érdekelttek 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.

erőteljesen hangsúlyozott céljára a jogalkotásnak.¹¹⁷⁸ Ezt pedig úgy ragadhatnánk meg, mint a helyi közösség szempontjából kulcsfontosságú vállalat vezetését ellátó - és helyi szinten prominens – menedzsment¹¹⁷⁹ pozícióban tartása.¹¹⁸⁰

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 hasonlók. 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.¹¹⁸¹

¹¹⁷⁸ Lásd HOOK, George C., *What is Wrong with Takeover Legislation?* Northern Illinois University Law Review, Vol. 8. (1988) 293-294. old

¹¹⁷⁹ 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 kitargyalnak maguknak. Lásd ANJIER, John C., *COMMENTS-Anti-takeover Statutes, Shareholders, Stakeholders and Risk*, Louisiana Law Review, Vol. 51. (1991) 599-600. old.

¹¹⁸⁰ 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 véleménye 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. Lásd 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 a részvényesek (különösen a rövidtávú profitot fő célkitűzésnek tekintő részvényesek) szempontjából.

¹¹⁸¹ 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

3.2. Az üzleti kombinációs törvények, mint az egyéb érdekeltet védő tagállami jogalkotás elemei

Mint arra korábban már kitértem, 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 jellemzően kivételt fogalmaznak meg arra az esetre, amikor a hivatalban lévő menedzsmenst hozzájárulását adja a vállalat feletti irányítás megszerzéséhez (vagy az adott ügylethez). Az irányítást biztosító részesedés-megszerzési törvények típusától eltérően az üzleti kombinációs törvények általában nem biztosítanak felhatalmazást a részvényeseknek arra, hogy a menedzsmenst ellenkezésének dacára engedélyezzék az üzleti kombinációt. Ezt a sajátosságukat figyelembe véve, *Millon*¹¹⁸² 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.¹¹⁸³ Jól mutatja ezt New York állam üzleti kombinációs törvényének megalkotása és annak története, mely számos, más állam által elfogadott törvényhez mintául szolgált. Ez világosan felfedi, hogy a törvény fontos célja a „nem-részvényesi érdekek” (tehát az egyéb érdekeltet 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-CIO*¹¹⁸⁴ nyilvános támogatását az intézkedés mellett. Az általuk kibocsátott ún. *Support Memorandum* (támogató memorandum) megerősítette, hogy mindegy melyik fél nyeri el az

¹¹⁸² David Millon a Washington and Lee University jogászprofesszora. Elismert jogtudós a társasági jog és a jogtörténet területén.

¹¹⁸³ Lásd MILLON, David, *State Takeover Laws: a Rebirth of Corporation Law?* Washington and Lee Law Review, Vol. 45. Issue 3. (1988) 922. old.

¹¹⁸⁴ Az AFL-CIO az amerikai szakszervezetek ernyőszervezete, mely jelenleg 56 szakszervezetet tömörít, melyek együttesen 12,5 millió dolgozót képviselnek. Lásd <http://www.aflcio.org/About>.

irányítást egy vállalatfelvásárlási csatában, ennek végső veszesei valószínűleg a munkavállalók, a fogyasztók, és az a közösség, melyben a társaság található.¹¹⁸⁵

Bizonyos üzleti kombinációs törvények természetesen törekednek hangsúlyozni a részvényesi jólét fontosságát (mint például Észak-Karolina vállalatfelvásárlásokkal foglalkozó törvénye, melyet érdekes fordulattal részvényes-védelmi törvénynek¹¹⁸⁶ neveznek), a nem-részvényesi érdekek súlya azonban így is világosan kitűnik felépítésükből. Például a vállalat feletti irányítás megszerzését követően a társaság meglévő tevékenységének folytatását többé-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.¹¹⁸⁷

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 *bizalmi 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.¹¹⁸⁸

1985-ben *Delaware* állam fellebbviteli bírósága (*Delaware Supreme Court*) a *Smith v. Van Gorkom* ügyben kifejtette, hogy *vállalatvezetői feladatuk teljesítése során az igazgatókat egy*

¹¹⁸⁵ Lásd MILLON, David, *State Takeover Laws: a Rebirth of Corporation Law?* Washington and Lee Law Review, Vol. 45. Issue 3. (1988) 923-924. old.

¹¹⁸⁶ 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, 924. old. 97. lbj.

¹¹⁸⁷ Lásd MILLON, David, *State Takeover Laws: a Rebirth of Corporation Law?* Washington and Lee Law Review, Vol. 45. Issue 3. (1988) 924. old.

¹¹⁸⁸ 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.

*merev bizalmi kötelezettség terheli a társasággal és részvényeseivel szemben.*¹¹⁸⁹ 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 köteletségére 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 Supreme Court* döntésében keveset árult el arról, hogy az igazgatótanácsnak hogyan kellene mérlegelnie a részvényesek és az egyéb érdekeltek érdekeit, ha azok ütköznek egymással.¹¹⁹⁰

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 érdekelti 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.¹¹⁹¹ 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.¹¹⁹²

1987-ben *Delaware* állam legfelsőbb bírósága az *Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp.*, ügyben kifejtette, hogy egy vállalatfelvásárlási ajánlat megítélése során az igazgatótanács

¹¹⁸⁹ Lásd HANKS, James J. Jr., *Playing with Fire: Nonshareholder Constituency Statutes in the 1990s*, Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991) 100. old.

¹¹⁹⁰ 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.

¹¹⁹¹ 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

¹¹⁹² Lásd HANKS, James J. Jr., *Playing with Fire: Nonshareholder Constituency Statutes in the 1990s*, Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991.) 100. old.

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.¹¹⁹³ 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 az eljáró bíróság pedig úgy foglalt állást, hogy az igazgatók a vállalatfelvásárlási ajánlat által jelentett veszély értékelése során figyelembe vehetik – többek között – a részvényeseken kívüli egyéb érdekeltekre gyakorolt hatást.¹¹⁹⁴

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.¹¹⁹⁵

A tagállami jogalkotás szerepét illetően indokolt kitérni a *United States Court of Appeals Seventh Circuit*-nak az *Amanda Acquisition Corp. v. Universal Foods Corp.*, ügyben hozott határozatára. Ez ugyanis megerősítette az államok (tagállamok) arra vonatkozó döntési szabadságát, hogy a részvényeseken kívül egyéb érdekelteket is védelemben részesítsenek.¹¹⁹⁶

¹¹⁹³ Lásd HANKS, James J. Jr., *Playing with Fire: Nonshareholder Constituency Statutes in the 1990s*, Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991.) 101. old.

¹¹⁹⁴ 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

¹¹⁹⁵ Lásd HANKS, James J. Jr., *Playing with Fire: Nonshareholder Constituency Statutes in the 1990s*, Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991) 102. old

¹¹⁹⁶ Lásd HANKS, James J. Jr., *Playing with Fire: Nonshareholder Constituency Statutes in the 1990s*, Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991) 102. old

3.4. Az egyéb érdekelték érdekeit figyelembe vevő tagállami jogalkotás

3.4.1. Az egyéb érdekelték érdekeit figyelembe vevő tagállami jogalkotás kialakításának háttere

A nem-részvényesi érdekelték védelmének szellemében az Egyesült Államokban a tagállamoknak több mint fele fogadott el az egyéb érdekelték érdekeit védő törvényeket.¹¹⁹⁷ ¹¹⁹⁸ Ezek szélesebb körű mérlegelési jogot tesznek lehetővé az igazgatóknak. Lehetővé teszik – például – munkavállalók¹¹⁹⁹, fogyasztók, beszállítók, és mások érdekeinek figyelembe vételét az üzleti értékítélet gyakorlása során.¹²⁰⁰ 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 bizalmi (*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.¹²⁰¹ Az egyéb érdekelték érdekeit figyelembe vevő tagállami jogalkotás támogatottsága egyrészt arra építkezik, hogy e törvények a társaságokat társadalmi

¹¹⁹⁷ 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.

¹¹⁹⁸ Lásd O'CONNOR, Marleen A., *Corporate Malaise – Stakeholder Statutes: Cause or Cure?* Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991) 4. old.

¹¹⁹⁹ 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 képviseleti 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 érdekelték érdekeit figyelembe vevő törvények megoldhatnák az érdekkonfliktusok problémáját. Lásd 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.

¹²⁰⁰ Lásd O'CONNOR, Marleen A., *Corporate Malaise – Stakeholder Statutes: Cause or Cure?* Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991) 4. old.

¹²⁰¹ Lásd O'CONNOR, Marleen A., *Corporate Malaise – Stakeholder Statutes: Cause or Cure?* Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991) 4. old.

szervezetként fogják fel, melyeknek változatos társadalmi igényeknek kell megfelelniük a részvényesi igényeken túlmenően.¹²⁰²

Számos tagállam fogadott el ehhez hasonló jogi szabályozást, melynek hatása gyakran nem is korlátozódik a vállalatfelvásárlási helyzetekre. Ez pedig 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 érdekelttekkel 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 gyakorlatból is kiolvasható¹²⁰³ – bizonyos terjedelemben – hasonló felhatalmazás, az egyértelmű törvényi rendelkezések a menedzsment számára jóval nagyobb biztonságot jelentenek cselekvési szabadságának kijelölésében.¹²⁰⁴ 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.¹²⁰⁵ Drasztikus eltérést jelent továbbá a 20. századi amerikai társasági jog azon „nagyra becsült” alapelvétől, mely a részvényesi jólétet azonosítja a társasági jog meghatározó posztulátumaként.¹²⁰⁶

Az egyéb érdekelték 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

¹²⁰² Lásd SPRINGER, Jonathan D., *Corporate Constituency Statutes: Hollow Hopes and False Fears*, Annual Survey of American Law (1999) 102-103. old.

¹²⁰³ Lásd ennek kapcsán például az *Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp.*, (Del. 1985) ügyet. Ez az eset jelentősen gyengíti az Unocal ügyben kimondott elv alkalmazási lehetőségét, hiszen megtagad az igazgatótanácstól bármely jogosultságot a nem részvényesi érdekek figyelembe vételére az ún. „árverezési” helyzetekben. Mivel egyes tagállami törvények felhatalmazást adnak védekező intézkedésekre a nem részvényesi érdekelték érdekében, még a Revlon ügyben meghatározott „árverezési” helyzetekben is, ezek a törvények így ellentétesek lehetnek a bíróság e 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

¹²⁰⁴ Lásd MILLON, David, *State Takeover Laws: a Rebirth of Corporation Law?* Washington and Lee Law Review, Vol. 45. Issue 3. (1988) 925. old.

¹²⁰⁵ Lásd MILLON, David, *State Takeover Laws: a Rebirth of Corporation Law?* Washington and Lee Law Review, Vol. 45. Issue 3. (1988) 925. old.

¹²⁰⁶ Lásd MILLON, David, *State Takeover Laws: a Rebirth of Corporation Law?* Washington and Lee Law Review, Vol. 45. Issue 3. (1988) 925. old.

teszik – az *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.¹²⁰⁷ 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 kötelezettségekkel kapcsolatos korai és hagyományos jogtudomány megközelítésével összhangban állnak.¹²⁰⁸ 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 szolgálat¹²⁰⁹ teljesítését ajánlották fel.¹²¹⁰ Ahogy azt *John Marshall*¹²¹¹ bíró megfogalmazta a *Trustees of Dartmouth College v. Woodward* ügyben: *a célok, melyekért egy társaságot létrehoznak, általánosan azok, amelyeket a kormányzat elő kíván mozdítani. Ezeket hasznosnak tekintették az országnak...*¹²¹² A 19. század vége felé az államok a társasági bejegyzést (jogi személlyé alakulást) szabályozó és általánossá tevő törvényeket fogadtak el, melyek viszonylagosan egyszerűvé tették a társaságok bejegyzését. Az államoknak a társaságok bejegyzésének előmozdítására irányuló törekvése abból a remélt

¹²⁰⁷ Lásd O'CONNOR, Marleen A., *Corporate Malaise – Stakeholder Statutes: Cause or Cure?* Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991) 4. old.

¹²⁰⁸ 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.

¹²⁰⁹ Az Egyesült Államokban – a modern gazdasági társasági formák kialakulásakor – hagyományosan olyan társaságok kerültek bejegyzésre, melyek valamilyen, a társadalom érdekében álló tevékenységet végeztek. Így például biztosították a közlekedést vagy a vízellátást, banki vagy biztosítási tevékenységet fejtettek ki. Bizonyos nézőpontból pedig e társaságoknak a korlátolt felelősség megadása egy bizonyos „társadalmi támogatás”, amiért cserébe a társadalom társadalmilag felelős magatartást várhat el. Lásd SPRINGER, Jonathan D., *Corporate Constituency Statutes: Hollow Hopes and False Fears*, Annual Survey of American Law (1999) 102-103. old.

¹²¹⁰ 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 v. Woodward* (17 U. S. 518, 1819) esetre. Lásd http://www.americanbar.org/groups/public_education/initiatives_awards/students_in_action/dartmouth.html

¹²¹¹ 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.

¹²¹² 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.

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*¹²¹³ szerint, mely ösztönzi a jogot, hogy különleges egyéni előnyöket adományozzon a befektetőknek és a társaságoknak.¹²¹⁴ *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.¹²¹⁵ 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 részvényesek érdekeinek elválása.¹²¹⁶ 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.¹²¹⁷ 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

¹²¹³ Steven M. H. Wallmann, a Securities and Exchange Commission biztosa 1994-1997-ig. Ezt megelőzően a Covington & Burling jogi iroda partnere.

¹²¹⁴ 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.

¹²¹⁵ 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.

¹²¹⁶ 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.

¹²¹⁷ 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.

profitmaximalizáló képességének emelése érdekében fektetik be. Másodsorban, e törvények kifejezetten felhatalmazzák az igazgatókat az egyéb (társasághoz kapcsolódó) érdekeltke 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.¹²¹⁸

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 bizalmi kötelezettsége körében eljárva, és a helyzetet mérlegelve juthat arra az álláspontra, hogy nem támogatja az ajánlatot. Teheti ezt még abban az esetben is, ha felárat ajánlottak a részvényeseknek részvényeikért.¹²¹⁹

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).¹²²⁰

A gondolatmenet zárásaként pedig *Lyman Johnson*¹²²¹ professzor 1988-as tanulmányát idézném fel, amelyben szereplő megközelítés még a fentieknél is tágabb kontextusba helyezi a vállalatfelvásárlások viszonylatában az egyéb érdekeltke jogi védelmét.¹²²² 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?¹²²³ *Johnson* szerint továbbá a vállalatfelvásárlási jogalkotás – egyrészt – törekvés az államok részéről némiképp beleszólni abba, hogy milyen kihatással van az élettelen

¹²¹⁸ 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

¹²¹⁹ 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.

¹²²⁰ Lásd MILLON, David, *State Takeover Laws: a Rebirth of Corporation Law?* Washington and Lee Law Review, Vol. 45. (1988) 925-926. old.

¹²²¹ Lyman P. Q. Johnson, a Washington and Lee University School of Law professzora.

¹²²² Lásd JOHNSON, Lyman, *State Takeover Statutes: Constitutionality, Community, and Heresy*, Washington and Lee Law Review, Vol. 45. (1988) 1056-1057. old.

¹²²³ Lásd JOHNSON, Lyman, *State Takeover Statutes: Constitutionality, Community, and Heresy*, Washington and Lee Law Review, Vol. 45. (1988) 1056-1057. old.

"vállalatok feletti irányítás piaca" (*market for corporate control*) az adott területen élő közösség, polgárok életére. Ezt a felvetést 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) kérelhetetlen „*pofozása*” keveset tehet a közösségi jóléért.¹²²⁴ 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, jótékonyság, a gyökerek tisztelete, a maradandó lojalitás) alárendelődik a jól mérhető, és kétségbevonhatatlan üzleti nézőpontnak.¹²²⁵

3.4.2. Az egyéb érdekelték érdekeit figyelembe vevő tagállami jogalkotás gyakorlati érvényesülése

Fontos kérdés, hogy az egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vételét biztosító tagállami jogszabályok miként érvényesülhetnek 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,¹²²⁶ és oltalmazza az egyéb érdekelték¹²²⁷

¹²²⁴ Lásd JOHNSON, Lyman, *State Takeover Statutes: Constitutionality, Community, and Heresy*, Washington and Lee Law Review, Vol. 45. (1988) 1054. old

¹²²⁵ 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.

¹²²⁶ 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.

„befektetéseit” a kizsákmányolástól.¹²²⁸ *McDaniel* és *Wallman* egyaránt kialakították erre vonatkozó modelljüket. E modellek normát biztosítanak a különböző érdekeltek érdekeinek egymáshoz viszonyított súlyának meghatározásához. Ezek közül egyik modell sem biztosít lehetőséget a nem részvényesi érdekeltek számára, hogy az e törvények által nyújtott bármely jogosultságuknak (bírói úton) érvényt szerezzenek.¹²²⁹

McDaniel normája alapján az igazgatók a részvényesek és az egyéb érdekeltek alkuszaiként járnak el (vállalatfelvásárlási helyzetben). A norma felváltja az eddig érvényesülő, a részvényesi jólét maximalizálására vonatkozó célt egy kettős céllal. Ez pedig az, hogy „maximalizálják a részvényesek hasznát”, miközben „minimalizálják az egyéb érdekeltek 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 érdekeltek többet veszítenek, mint amennyit a részvényesek nyernek. Másodikként, ha a részvényesek többet nyernek egy tranzakcióban, mint amennyit az egyéb érdekeltek veszítenek, akkor az igazgatótanácsnak gondoskodnia kell arról, hogy az egyéb érdekelteket kompenzálják. Végezetül pedig a legellentmondásosabb javaslat. Ez alapján az igazgatók engedélyezhetik az egyéb érdekelteknek, hogy részesedjenek a tranzakció hasznáiból az elszenvedett veszteségért nyújtott bármely kompenzáción túlmenően, tekintettel arra, hogy az egyéb érdekeltek visszamaradó kockázatokat (*residual risk*) is viselnek. Azonban az egyéb érdekeltek számára juttatott bármely haszonnak ésszerű viszonyban kell állnia a részvényeseknek juttatott előnyökkel.¹²³⁰

Wallman normája alárendeli a részvényesi érdekeket a társaság legjobb érdekének. Megközelítése alapján az igazgatóknak olyan stratégiát kell követniük, mely hosszú távon

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)

¹²²⁷ Az egyéb érdekeltek védelmével kapcsolatban *Hanks* azt a kritikus megközelítést alkalmazza, hogy ez a jogalkotási megoldás az igazgatóktól szociálpolitikai (*social policy*) kérdésekben való döntéshozatalt kíván meg. Ezt szerinte 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)

¹²²⁸ Lásd O’CONNOR, Marleen A., *Corporate Malaise – Stakeholder Statutes: Cause or Cure?* Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991) 13. old.

¹²²⁹ Lásd O’CONNOR, Marleen A., *Corporate Malaise – Stakeholder Statutes: Cause or Cure?* Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991) 13. old.

¹²³⁰ Lásd O’CONNOR, Marleen A., *Corporate Malaise – Stakeholder Statutes: Cause or Cure?* Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991) 13-14. old.; MCDANIEL, Morey W., *Stockholders and Stakeholders*, Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991) 131-137. old.

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 érdekelteknek (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 érdekeltekével „*egy tisztességes és igazságos módon, mely konzisztens ezen érdekeltek jóhiszemű felfogásával és várakozásaival.*”¹²³¹

Az igazgatók számára a vállalatfelvásárlások során az egyéb érdekeltek 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 érdekeltek vagyonának átcsoportosítását fogják jelenteni a részvényesek irányába. Ahogy az egyéb érdekelti csoportok által elszenvedett veszteségek csökkennek, a vállalatfelvásárlások kevesebb ellentmondást fognak hordozni, és civilizáltabbakká válnak.¹²³² A fejezet elején a *Pareto* hatékonyság elérését (de legalábbis az ahhoz való közelítést) jelöltem meg célként a vállalatfelvásárlási tranzakciók, illetve szabályozásuk tekintetében. Fentiekből látható, hogy az alkalmazott szabályozási megközelítés e cél elérését képes lehet elősegíteni.

Az egyéb érdekeltek érdekeinek figyelembe vételére vonatkozó törvények alapján meglehetősen kevés bírói döntés született az Egyesült Államokban. Csupán kevés perben bizonyultak döntőnek, illetve még megemlítésre is csak viszonylag ritkán kerültek. Ennek egyik indoka, hogy az egyéb érdekeltek érdekeinek figyelembe vétele nem kötelező, hanem lehetőségként adott az igazgatótanácsok számára. Az egyéb érdekelteknek ugyanakkor nem keletkeznek a szabályozásból érvényesíthető jogai. Színén nem tisztázott pontosan, hogy milyen súlyt lehet ezen érdekeknek tulajdonítani. Az Egyesült Államok legtöbb tagállamában továbbá a vállalatok igazgatói számára rendelkezésre állnak más tagállami törvények is a vállalatfelvásárlásokkal szemben való védekezésre, melyek igénybevétele egyszerűbb és

¹²³¹ Lásd O'CONNOR, Marleen A., *Corporate Malaise – Stakeholder Statutes: Cause or Cure?* Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (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.

¹²³² Lásd MCDANIEL, Morey W., *Stockholders and Stakeholders*, Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991) 162. old.

jobban körülhatároltabb lehet. Így ha megemlítésre kerülnek is az egyéb érdekelték érdekeit védő törvények egy per során, azokra mind az érvelő fél, mind a bíróság általában csak kurtán hivatkozik.¹²³³

Az egyik említésre méltó eset, melyben egy tagállami bíróság hivatkozott az egyéb érdekelték érdekeit védő törvényekre, az ohio-i állami bíróság előtt lezajlott *Abrahamson v. Waddell*. Ebben az ügyben a StarBanc egy részvényese beperelte a társaságot, hogy az elutasított egy felárat biztosító ajánlatot anélkül, hogy a részvényesek számára nyilvánosságra hozta volna az ajánlattétel tényét. A bíróság elutasította a keresetet egyrészt a pontos kereseti kérelem hiánya, illetve a peres eljárásra vonatkozó követelményeknek való meg nem felelés miatt. A bíróság másrészt hivatkozott az Ohio államban elfogadott, az egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vételét biztosító törvényre annak alátámasztására, hogy ez az igazgatók számára bizonyos mérlegelési jogot biztosít a vételi ajánlatok értékelésére. Bár nem említett konkrét érdekeket, melyeket a StarBanc figyelembe vett volna, mégis rámutatott arra, hogy a tagállami szabályozás lehetővé teszi az igazgatók számára a vételi ajánlatok értékelése során, az ellenértékükön túlmutató tényezők figyelembe vételét.¹²³⁴

3.5. Az egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vételét biztosító tagállami jogalkotás elemzése

3.5.1. A felhatalmazó jellegű szabályozások

Az 1980-as évek vállalatfelvásárlási hulláma közepette körülbelül 30 tagállam fogadott el az Amerikai Egyesült Államokban a nem részvényesi érdekeltéket 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.¹²³⁵ Az egyéb érdekelték érdekeit figyelembe vevő tagállami jogszabályokat az alábbiak szerint rendszerezhetjük.

Először is legtipikusabbak a felhatalmazó jellegű szabályozások. Ezek felhatalmazzák arra egy társaság igazgatóját (ugyanakkor nem követelik meg tőle), hogy a társaság legjobb

¹²³³ Lásd SPRINGER, Jonathan D., *Corporate Constituency Statutes: Hollow Hopes and False Fears*, Annual Survey of American Law (1999) 108-110. old.

¹²³⁴ Lásd SPRINGER, Jonathan D., *Corporate Constituency Statutes: Hollow Hopes and False Fears*, Annual Survey of American Law (1999) 115. old.

¹²³⁵ Lásd HANKS, James J. Jr., *Playing with Fire: Nonshareholder Constituency Statutes in the 1990s*, Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991.) 102. old

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 érdekeltek érdekeit védő, felhatalmazó jellegű szabályozást *Pennsylvania* államban fogadták el 1983-ban.¹²³⁶ *Pennsylvania* szabályozásában jelenleg is megtalálhatjuk ezeket a felhatalmazó rendelkezéseket.¹²³⁷ A szabályozás tartalmazza az igazgatók által követendő magatartási szabályokat, általuk figyelembe veendő tényezőket. Így *Pennsylvania* társasági jogában az 1712. szakasz kiemeli, hogy egy gazdasági társaság igazgatójának bizalmi viszonyban kell állnia a társasággal. Igazgatói kötelességeit pedig (beleértve bármely igazgatótanácsi bizottsági 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.¹²³⁸ ¹²³⁹ Az 1715. szakasz az igazgatók hatáskörének gyakorlásáról rendelkezik általános jelleggel. 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

¹²³⁶ Lásd HANKS, James J. Jr., *Playing with Fire: Nonshareholder Constituency Statutes in the 1990s*, Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991.) 103. old

¹²³⁷ 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>,

¹²³⁸ 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&sctn=12&subscn=0>

¹²³⁹ 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&sctn=12&subscn=0>

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 jelentkehetnek, 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.¹²⁴⁰ 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 intézkedéssel érintett bármely csoport érdekeit meghatározó vagy irányító érdekek vagy tényezőknek tekintsenek.¹²⁴¹ ¹²⁴² 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.¹²⁴³ Az alábbiakban bemutatom az egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vételére felhatalmazó tagállami jogalkotást.

¹²⁴⁰ 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&sctn=15&subsctn=0>.

¹²⁴¹ 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&subsctn=0>

¹²⁴² 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&subsctn=0>

¹²⁴³ 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&subsctn=0>.

3.5.1.1. 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.¹²⁴⁴ 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.¹²⁴⁵ 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.¹²⁴⁶ Majd 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 leányvállalatai működnek; illetve az adott állam és a nemzet gazdaságát.¹²⁴⁷ Az igazgató pedig nem felelős

¹²⁴⁴ 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

¹²⁴⁵ 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,

¹²⁴⁶ 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 információnak 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,

¹²⁴⁷ 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,

bármely igazgatóként megtett intézkedéséért, illetve bármely intézkedés megtételének elmulasztásáért, ha hivatali kötelességét a fenti szabályokkal összhangban folytatta.¹²⁴⁸

3.5.1.2. Hawaii

Hawaii állam társasági jogában a Florida állam által alkalmazotthoz hasonló rendelkezést találunk. Ezek az igazgatók tevékenységére irányadó általános előírások között kaptak helyet.¹²⁴⁹ 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.¹²⁵⁰ 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.¹²⁵¹

3.5.1.3. Iowa

Iowa állam társasági joga külön szakaszt szentel az akvizíciós javaslatok megítélésének.¹²⁵² A szakasznak már a címe is félreérthetetlenül jelzi, hogy elfogadásának indoka a közösségi

¹²⁴⁸ 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,

¹²⁴⁹ 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/>,

¹²⁵⁰ 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/>,

¹²⁵¹ 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/>,

¹²⁵² 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>,

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.¹²⁵³

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 az üzleti értékítélet szabálya¹²⁵⁴, vagy az igazgatónak a részvényesek, vagy a részvényesek bizonyos csoportja felé fennálló bármely kötelezettségének megszegésének. Ez még abban az esetben is igaz, ha az igazgató ésszerűen úgy dönt, hogy egy közösségi érdek-tényező, vagy érdek-tényezők nagyobb súllyal esnek latba, mint a társaságnak, vagy egy részvényesnek, vagy a részvényesek csoportjának nyújtott pénzügyi vagy egyéb előnyök.¹²⁵⁵

¹²⁵³ 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/>,

¹²⁵⁴ Az ún. üzleti értékítélet szabályát 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, kötelességüket 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/>

¹²⁵⁵ 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/>,

3.5.1.4. 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.¹²⁵⁶ E szerint egy igazgató igazgatói kötelelességeit, beleértve a bizottsági tagságból eredő igazgatói kötelelességeit, 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.¹²⁵⁷ Egy igazgató a társaság legjobb érdekének figyelembe vétele során az *Indiana Code - 23-1-35-1 I. (d)* szakasz alapján figyelembe veheti bármely intézkedés hatását a társaság részvényeseire, munkavállalóira, 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.¹²⁵⁸ A szabályozás egyik érdekét 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.¹²⁵⁹ ¹²⁶⁰ A szabályozás

¹²⁵⁶ Lásd Indiana Business Corporation Law Elérhető: <http://www.in.gov/legislative/ic/2010/title23/ar1/>,

¹²⁵⁷ 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>,

¹²⁵⁸ 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>,

¹²⁵⁹ 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 szakasz 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 értékítélet (*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 értékítélet (*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, a társaságban jelenlévő bizonyos 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

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.¹²⁶¹

Az *Indiana Code - 23-1-35-1 1. (e)* szakasz alapján az igazgató nem felelős bármely igazgatóként megtett intézkedéséért, illetve intézkedés megtételének elmulasztásáért, tekintet nélkül az állítólagos köteleességszegés 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 köteleességszegés vagy mulasztás szándékos köteleességszegést (*willful misconduct*) vagy hanyagságot, gondatlanságot (*recklessness*) jelent.¹²⁶²

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 mérlegelési jogkört biztosít a d) alszakaszban felsorolt tényezők mérlegelésében, ahogy azt megfelelőnek ítélik; és szintén védi az igazgatókat, és egyúttal azon társasági intézkedés érvényességét, melyet az üzleti értékítélet jóhiszemű gyakorlása során hoztak ésszerű vizsgálatot (*reasonable investigation*) követően. Elérhető: <http://www.in.gov/legislative/ic/2010/title23/ar1/ch35.pdf>,

¹²⁶⁰ Az *Indiana Code - Section 23-1-35-1 Sec. 1. (g)* tovább értelmezi az egyéb érdekeltek 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 javaslat elutasítása esetén, az igazgatótanácsnak lehetősége van, saját mérlegelési jogkörében, hogy tekintetbe vegye a társaság hosszú és rövid távú legjobb érdekét, figyelembe véve, és az igazgatók által megfelelőnek ítélt módon felmérve, ennek hatását a társaság részvényeseire, 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>

¹²⁶¹ *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>,

¹²⁶² *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>,

3.5.1.5. Kentucky

Bár Kentucky állam számomra alapvetően a bourbon whiskey-jéről híres, érdemes társasági jogát¹²⁶³ is megvizsgálni. Ebben az államban az egyéb érdekeltek érdekeinek figyelembe vétele kimondottan nem jelenik meg az igazgatók általános magatartási szabályai között.¹²⁶⁴ Csupán általános utalást olvashatunk a társaság legjobb érdekében való eljárásra az igazgató pozíciójából fakadó kötelességeinek teljesítése során.¹²⁶⁵ Ugyanakkor az igazgatók magatartási szabályai szempontjából speciális szabályok érvényesülnek az üzleti kombinációk esetében.¹²⁶⁶ E szerint az igazgatótanács kötelessége teljesítésekor az üzleti kombinációk esetében,¹²⁶⁷ vagy egyébként,¹²⁶⁸ 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.¹²⁶⁹ Az üzleti kombinációkra vonatkozó szabályozás szintén egyértelmű felhatalmazást tartalmaz a *poison pill* védekezési módszer alkalmazására.¹²⁷⁰ Kimondja ugyanis, hogy az alapszabály eltérő rendelkezése hiányában (mely rendelkezés még az előtt került beépítésre az alapszabályba, mielőtt sor került volna az

¹²⁶³ Kentucky Revised Statutes Title XXIII. – Private Corporations and Associations Chapter 271B Business Corporations, Elérhető: <http://www.lrc.ky.gov/statutes/>,

¹²⁶⁴ 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>,

¹²⁶⁵ 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>,

¹²⁶⁶ 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>,

¹²⁶⁷ 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.

¹²⁶⁸ 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 érdekeltek érdekeinek figyelembe vételét.

¹²⁶⁹ 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>,

¹²⁷⁰ 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>,

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 opciókat¹²⁷¹, melyek olyan rendelkezéseket tartalmaznak, mely az opció (gyakorlási) árát vagy az ilyen jogok vagy opciók alapján kibocsátható részvények számát utólagosan igazíthatja 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.¹²⁷²

3.5.1.6. Louisiana

Louisiana állam társasági joga¹²⁷³ az igazgatók és vezető állású munkavállalók felelősségét tárgyaló rendelkezései között¹²⁷⁴ foglalkozik az egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vételével. Ez alapján, amikor az igazgatótanács egy vállalatfelvásárlási ajánlatot (vagy egy felvásárlási ajánlat vagy részvénycsere-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.¹²⁷⁵ 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 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 társaság pénzügyi helyzetére és jövőbeli kilátásaira ható

¹²⁷¹ 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. (részvényopciókra vonatkozó szabályozás) rendelkezéseivel összhangban. Elérhető: <http://www.lrc.ky.gov/statutes/chapter.aspx?id=38527>,

¹²⁷² 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>,

¹²⁷³ Louisiana Law Revised Statutes Title 12 - Corporations and Associations Elérhető: <http://www.legis.state.la.us/lss/lss.asp?doc=76657>,

¹²⁷⁴ 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>,

¹²⁷⁵ 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>,

aktuális politikai, gazdasági és egyéb tényezőket.¹²⁷⁶ 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.¹²⁷⁷ 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.¹²⁷⁸ Szintén figyelembe veheti az ajánlattevő fél vagy felek, illetve menedzsmentjük kompetenciáját, tapasztalatát és feddhetetlenségét.¹²⁷⁹

3.5.1.7. Maine

Maine államban a társasági törvény¹²⁸⁰ hatályos rendelkezéseit áttekintve megállapíthatjuk, ez a tagállam is lehetőséget biztosít a honos vállalataiban működő igazgatótanácsok számára az egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vételére döntéshozataluk során.¹²⁸¹ 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.¹²⁸² 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 teljesíteniük, amelyet egy ugyanilyen pozícióban lévő személy ésszerűen (reasonably) megfelelőnek hinne hasonló körülmények között.¹²⁸³ Az igazgatók magatartására irányadó

¹²⁷⁶ 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>,

¹²⁷⁷ 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>,

¹²⁷⁸ 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>,

¹²⁷⁹ 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>,

¹²⁸⁰ Maine Revised Statutes Title 13-C: Maine Business Corporations Act. Elérhető: <http://www.mainelegislature.org/legis/statutes/13-C/title13-Cch0sec0.html>,

¹²⁸¹ 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>

¹²⁸² 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>,

¹²⁸³ 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>,

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.¹²⁸⁴

3.5.1.8. Massachusetts

Massachusetts társasági jogát¹²⁸⁵ 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.¹²⁸⁶

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.¹²⁸⁷ Annak meghatározása során pedig, hogy az igazgató ésszerűen mit hisz 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 távú érdekeit, beleértve annak lehetőségét, hogy ezeket az érdekeket legjobban a társaság folyamatos függetlensége szolgálhatja.¹²⁸⁸

¹²⁸⁴ 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>,

¹²⁸⁵ Massachusetts General Laws – Part I. Administration of the Government, Title XXII. Corporations, Chapter 156D Business Corporations Elérhető: <https://malegislature.gov/laws/generallaws/parti/titlxxii/chapter156d>

¹²⁸⁶ 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>,

¹²⁸⁷ 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>,

¹²⁸⁸ 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>,

3.5.1.9. Minnesota

Minnesota társasági joga¹²⁸⁹ szintén biztosítja az igazgatók számára, hogy figyelembe vehessék döntéshozataluk során az egyéb érdekelték érdekeit. Az ezt biztosító rendelkezéseket az igazgatótanácsra vonatkozó szabályok közt,¹²⁹⁰ az igazgatók magatartását szabályozó norma tartalmazza.¹²⁹¹ Ez alapján egy 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*).¹²⁹² 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.¹²⁹³

3.5.1.10. Nevada

Nevada állam társasági jogában¹²⁹⁴ szintén jelen van olyan rendelkezés, mely a társaságok igazgatóit felhatalmazza az egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vételére. Ez az igazgatókra és a társaság vezető állású munkavállalóira irányadó szabályozás keretében, hatásköreik gyakorlása és kötelességeik teljesítése, illetve az irányadó felelősségi szabályok között kerül rögzítésre.¹²⁹⁵ Nevada állam szabályozása alapján az igazgatóknak és a vezető állású munkavállalóknak hatásköreiket jóhiszeműen, és a társaság érdekeinek szem előtt

¹²⁸⁹ Minnesota Statutes Chapter 302 A. Business Corporations – Minnesota Business Corporation Act Elérhető: <https://www.revisor.mn.gov/statutes/?id=302A>,

¹²⁹⁰ Minnesota Statutes Chapter 302 A. Business Corporations – Minnesota Business Corporation Act, Board. Elérhető: <https://www.revisor.mn.gov/statutes/?id=302A>,

¹²⁹¹ 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>,

¹²⁹² 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>,

¹²⁹³ 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>,

¹²⁹⁴ Nevada Revised Statutes (NRS) Chapter 78. – Private Corporations Elérhető: <http://www.leg.state.nv.us/NRS/NRS-078.html>

¹²⁹⁵ 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>

tartásával kell gyakorolniuk.¹²⁹⁶ Az igazgatók és vezető állású munkavállalók, 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.¹²⁹⁷ Az igazgatóknak és vezető állású munkavállalóknak 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, vezető állású munkavállalóival szembeni keresetindításra.¹²⁹⁸

3.5.1.11. New Jersey

New Jersey állam jogi szabályozását áttekintve a gazdasági társaságokra vonatkozó általános rendelkezések¹²⁹⁹ között lehet megtalálni az igazgatótanácsokkal kapcsolatban érvényesülő szabályozást,¹³⁰⁰ illetve hogy kötelességeik teljesítése során mely érdekeltre lehetnek figyelemmel az ezekben helyet fogláló 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.¹³⁰¹ A társasággal szembeni kötelességei teljesítése során, és annak meghatározásakor, hogy mit tart ésszerűen a 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

¹²⁹⁶ 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>

¹²⁹⁷ 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>

¹²⁹⁸ 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>

¹²⁹⁹ New Jersey Statutes - Title 14A Corporations, General Elérhető: <http://law.justia.com/codes/new-jersey/2013/title-14a/>,

¹³⁰⁰ 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/>,

¹³⁰¹ 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/>,

legjobban a társaság folyamatos függetlensége szolgálhatja.¹³⁰² 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 megíúsítani egy ilyen javaslatot vagy ajánlatot.¹³⁰³

3.5.1.12. Új-Mexikó

Új-Mexikóban a társasági jogi szabályozás¹³⁰⁴ szintén meghatározza az igazgatótanács tevékenységére irányadó szabályokat.¹³⁰⁵ 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).¹³⁰⁶ Az igazgatónak igazgatói pozíciójából fakadó kötelezéseit (beleértve bármely bizottsági tagságból fakadó kötelezéseit, 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 személy alkalmazna hasonló körülmények között ugyanilyen pozícióban; kell gyakorolnia.¹³⁰⁷ 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

¹³⁰² 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/>,

¹³⁰³ 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/>,

¹³⁰⁴ New Mexico Statutes Chapter 53: Corporations Elérhető: <http://law.justia.com/codes/new-mexico/2013/chapter-53/>,

¹³⁰⁵ 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/>,

¹³⁰⁶ 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/>,

¹³⁰⁷ 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/>,

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.¹³⁰⁸

3.5.1.13. New York

New York állam esetében a gazdasági társaságokra vonatkozó szabályozáson¹³⁰⁹ belül a társaságok igazgatóinak kötelességeit¹³¹⁰ érdemes áttekinteni. 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.¹³¹¹ 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*).¹³¹²

Ezt követően New York állam szabályozása kifejti, hogy az intézkedések meghozatala során mely tényezőket jogosult egy igazgató figyelembe venni. Ide értendők korlátozás nélkül az olyan intézkedések is, melyek a vállalat feletti irányítás¹³¹³ 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, termelékenységési és nyereségességi kilátásaira; a társaság jelenlegi alkalmazottaira; a társaság

¹³⁰⁸ New Mexico Statutes Chapter 53: Corporations, Article 11 - Business Corporations; Substantive Provisions, [Section 53-11-35 - Board of directors](http://law.justia.com/codes/new-mexico/2013/chapter-53/article-11/section-53-11-35/). D. (1), (2), (3), (4) Elérhető: <http://law.justia.com/codes/new-mexico/2013/chapter-53/article-11/section-53-11-35/>.

¹³⁰⁹ New York Code – Business Corporation Elérhető: <http://law.justia.com/codes/new-york/2010/bsc>

¹³¹⁰ 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/>,

¹³¹¹ 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/>,

¹³¹² 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/>,

¹³¹³ 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/>,

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.¹³¹⁴

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 bírói döntések által elismert.¹³¹⁵

3.5.1.14. Észak-Dakota

Észak-Dakota állam esetében a gazdasági társaságokra vonatkozó törvényi szabályozásban¹³¹⁶ az igazgatók magatartására irányadó szabályokat¹³¹⁷ indokolt vizsgálat 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 személy, aki így hajtja végre ezeket a kötelességeit, nem felelős azon okból, hogy a társaság igazgatója, vagy igazgatója volt.¹³¹⁸ 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

¹³¹⁴ 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/>,

¹³¹⁵ 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/>,

¹³¹⁶ 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>,

¹³¹⁷ 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>,

¹³¹⁸ 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>,

részvényesei hosszú távú valamint rövid távú érdekeit, beleértve annak lehetőségét, hogy ezeket az érdekeket legjobban a társaság folyamatos függetlensége szolgálhatja.¹³¹⁹

3.5.1.15. Ohio

Ohio állam társasági joga¹³²⁰ szintén meghatározza az igazgatók tevékenységére vonatkozó magatartási normát.¹³²¹ Ez alapján egy igazgatónak igazgatói pozíciójából fakadó kötelességeit (beleértve bármely bizottságban való tagságból fakadó kötelességeit, melyben az igazgató szolgálhat)¹³²² 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.¹³²³ 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.¹³²⁴

3.5.1.16. Oregon

Oregon állam gazdasági társaságokra vonatkozó szabályozásában¹³²⁵ szintén az igazgatótanács tevékenységével, magatartásával kapcsolatos szabályokat érdemes

¹³¹⁹ 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>,

¹³²⁰ Ohio Revised Code Title XVII. Corporations – Partnerships, Chapter 1701: General Corporation Law Elérhető: <http://codes.ohio.gov/orc/1701>,

¹³²¹ 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>

¹³²² Az igazgatótanács 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>

¹³²³ 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>

¹³²⁴ 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>

¹³²⁵ 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>.

áttekinteni.¹³²⁶ 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.¹³²⁷ A vállalatfelvásárlások kapcsán pedig ezen túlmenően különleges rendelkezések érvényesek. 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.¹³²⁸

3.5.1.17. Rhode Island

Rhode Island állam esetében a gazdasági társaságokra vonatkozó joganyag¹³²⁹ részét képező, 1990-ben elfogadott, ún. üzleti kombinációs törvényben¹³³⁰ 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*) szerint a nyilvánosan működő honos

¹³²⁶ 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>.

¹³²⁷ 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>

¹³²⁸ 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>

¹³²⁹ General Laws of Rhode Island Title 7 - Corporations, Associations, and Partnerships, Elérhető: <http://webserver.rilin.state.ri.us/Statutes/title7/index.htm>,

¹³³⁰ 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>,

részvénytársaságok (üzleti kombinációkon keresztül történő) ellenséges felvásárlása általában nem szolgálja a közérdeket. Ezért egy engedékeny törvényi módszert (eljárást) kell kialakítani, mely alapján a honos, nyilvánosan működő részvénytársaságok számára módszerek válnak hozzáférhetővé az ellenséges vállalatfelvásárlások korlátozására. Annak meghatározása során pedig, hogy egy vállalatfelvásárlás (történjen az akár vételi ajánlattal vagy más akvizíciós ajánlattal) kívánatos-e, egy honos társaság igazgatótanácsa áttekinthet és figyelembe vehet bármely olyan tényezőt, mely a társaság munkavállalóira, beszállítóira, hitelezőire, fogyasztóira és a közösség egészére hatással van.¹³³¹ Ez a szemlélet jelenik meg már konkrétan is az akvizíciós javaslatokra adott válaszhoz kapcsolódó kötelességekben. Ez alapján bármely javasolt üzleti kombináció tekintetében pozíciójukból fakadó kötelességeik teljesítése során az igazgatótanács, az igazgatótanács bizottságai, az egyes igazgatók és vezető állású munkavállalók, 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.¹³³² 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 előmozdítsa, vagy, hogy eltávolítson bármely akadályt, vagy, hogy tartózkodjon meghúszítani az üzleti kombinációt.¹³³³

3.5.1.18. Tennessee

Tennessee államban a gazdasági társaságokra vonatkozó szabályozáson¹³³⁴ belül különleges szabályok érvényesülnek vállalatfelvásárlások esetén. Így Tennessee államban a

¹³³¹ 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>,

¹³³² 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>,

¹³³³ 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>,

¹³³⁴ Tennessee Code Title 48 - Corporations And Associations. Elérhető: <http://law.justia.com/codes/tennessee/2010/title-48>

vállalatfelvásárlási helyzetekkel kapcsolatban¹³³⁵ elfogadásra került befektetővédelmi törvény (*Investor Protection Act*),¹³³⁶ üzleti kombinációs törvény (*Business Combination Act*), irányítást biztosító részesedés-megszerzési törvény (*Control Share Acquisition Act*),¹³³⁷ az engedélyezett társaságokat védő törvény (*Authorized Corporation Protection Act*),¹³³⁸ és az ún. *greenmail* ügyleteket szabályozó törvény (*Greenmail Act*).¹³³⁹

Az egyéb érdekeltek érdekeinek vállalatfelvásárlási helyzetben való figyelembe vétele kapcsán releváns rendelkezéseket az ún. üzleti kombinációs törvényben találhatjuk meg.¹³⁴⁰ 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.¹³⁴¹ Ezen jólét előmozdítása érdekében a honos társaságok belső viszonyai tekintetében érvényesülő szabályozásnak lehetővé kell tennie e vállalatok stabil, hosszú távú növekedését.¹³⁴² 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

¹³³⁵ Lásd Tennessee Code Title 48 - Corporations And Associations Chapter 103 - Corporate Takeovers. Elérhető: <http://law.justia.com/codes/tennessee/2010/title-48/chapter-103/>,

¹³³⁶ 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/>,

¹³³⁷ 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/>,

¹³³⁸ 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/>,

¹³³⁹ 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/>,

¹³⁴⁰ 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/>,

¹³⁴¹ 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/>,

¹³⁴² 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/>,

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.¹³⁴³ Szintén kifejtésre került, hogy Tennessee állam hatályban lévő jogszabályai előmozdítják 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, csökkenő adóalapot, és az egyéb vállalkozásoknak is csökkenő bevételt okozva.¹³⁴⁴ 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.¹³⁴⁵ 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 különböző érdekeltekre gyakorolt hatás tekintetében és a hosszú távú vállalati növekedés előmozdítása és bátorítása érdekében.¹³⁴⁶

Ennek egyik eleme az, hogy a törvény az egyesülések, részvénytársaságok stb. elleni védekezés kapcsán meghatározott esetben mentesíti a társaságot a felelősség alól. A szabályozás azon belföldi honos társaságra, illetve ezek igazgatóira és vezető állású munkavállalóira terjed ki, melynek valamely szavazati joggal rendelkező részvényosztályát nemzeti értéktőzsdére bevezették, vagy azzal ott kereskednek. E személyek nem tehetők felelőssé a törvényben meghatározott esetben azért, mert elmulasztották elfogadni valamely érdekelt részvényes részvénytársaságát a részvénytársaságkor vagy azt megelőzően; vagy hogy betartatni, végrehajtani törekednek Tennessee állam ún. üzleti kombinációs törvényének vagy

¹³⁴³ 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/>,

¹³⁴⁴ 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/>,

¹³⁴⁵ 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/>,

¹³⁴⁶ 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/>,

irányítást biztosító részesedés-megszerzési törvényének rendelkezéseit; vagy hogy elmulasztanak elfogadni vagy javasolni bármilyen alapszabály, vagy belső szabályzat módosítást az ún. üzleti kombinációs törvény, irányítást biztosító részesedés-megszerzési törvény, engedélyezett társaságokat védő törvény, vagy a *greenmail* ügyleteket¹³⁴⁷ 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, vezető állású munkavállalói) 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 figyelembe vételét engedélyezi az igazgatótanács számára a társaság alapszabálya ilyen tranzakciók esetében.¹³⁴⁸

¹³⁴⁷ A *greenmail* védekezési módszer alkalmazása jellemzően akkor kerül szóba, mikor egy, a céltársaságban befolyást szerző részvényes akvizíciójával csupán nyomást kíván gyakorolni a céltársaság menedzsmentjére. Ezért olyan mennyiségű részvényt igyekszik megszerezni a céltársaságban, mely a vállalat ellenséges felvásárlásával fenyeget. Ez pedig arra készítheti a céltársaság menedzsmentjét, hogy a piaci árhoz képest feláron vásárolja vissza e papírokat. Így a *greenmail* ügylet tulajdonképpen célzott és szelektív részvény-visszavásárlás. Még precízebben úgy lehet meghatározni, hogy a *greenmail* célzott, prémium áron megvalósuló részvény-visszavásárlás egy olyan befektetőtől, amely a céltársaság részvényeinek több mint 3%-át birtokolja két évnél rövidebb idő óta. A védekezési módszer általában összeköti e szelektív részvény-visszavásárlást a befolyásszerző az irányú kötelezettségvállalásával, hogy eltekint az ajánlattételtől és a további részvénytől. A *greenmail* védekezési módszer lehetővé teszi a céltársaság menedzsmentjének pozíciójának megőrzését. Ugyanakkor az ajánlattevő indokolatlanul előnyös elbánásban részesül, ami nem biztosított más részvényesek számára. A részvény-visszavásárlás továbbá komolyan megerhelheti a céltársaság likviditását és emelheti eladósodottságát, hiszen az nagy valószínűséggel hitelből történik. Lásd MACEY, Jonathan R., MCCHESENEY, Fred S., *A Theoretical Analysis of Corporate Greenmail*, Yale Law Journal, Vol. 95. Number 1. (1985) 13–62. old.; PINTO, Arthur R., *Corporate Takeovers Through the Public Markets in the United States*, The American Journal of Comparative Law—Supplement to Volume 42 (1994.) 347. old.; REED, Stanley Foster, LAJOUX, Alexandra Reed, NESVOLD, Peter H., *The Art of M&A – A Merger/Acquisition Buyout Guide* (McGraw-Hill, New York, 2007) 852., 855. old.; NOTE, *Greenmail: Targeted Stock Repurchases and the Management-Entrenchment Hypothesis*, Harvard Law Review, Vol. 98. Number 5. (1985) 1045. old.; RIBSTEIN, Larry E., *Takeover Defenses and the Corporate Contract*, The Georgetown Law Journal, Vol. 78. Issue 1. (1989) 132. old.; BAYNE, David Cowan, S. J., *Traffic in Corporate Control – Whitemail*, University of Detroit Mercy Law Review, Vol. 78. Issue 4. (2001) 642. old.; GILSON, Ronald J., *Drafting on Effective Greenmail Prohibition*, Columbia Law Review, Vol. 88. Issue 2. (1988) 331. old.; GORDON, Jeffrey N., KOMHAUSER, Lewis A., *Takeover Defense Tactics: A Comment on Two Models*, The Yale Law Journal, Vol. 96. Issue 2. (1986) 311. old.; LIPTON, Martin, *Corporate Governance in the Age of Finance Corporatism*, University of Pennsylvania Law Review, Vol. 136. No. 1. (1987) 31–32. old.; HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, *Társaságok a tőzsdén*, (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 480–481. old.

¹³⁴⁸ 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/>,

3.5.1.19. Wisconsin

Wisconsin államban a gazdasági társaságokra vonatkozó szabályozás¹³⁴⁹ szintén tartalmaz az egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vételére felhatalmazó jogszabályi rendelkezést. Ezt az igazgatókra és vezető állású munkavállalókra vonatkozó alfejezetben találhatjuk,¹³⁵⁰ a – nagyon ideillő – *részvényesekén túlmutató érdekek figyelembe vétele* címmel.¹³⁵¹ Ez alapján a társaság felé teljesítendő kötelességük, és annak meghatározása során, hogy mit tartanak a társaság legjobb érdekében állónak, a társaság igazgatója vagy vezető állású munkavállalója, 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 vezető állású munkavállaló helyesnek ítél.¹³⁵²

3.5.1.20. Vermont

Vermont államban az egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vételét lehetővé tevő rendelkezéseket a gazdasági társaságokra irányadó szabályozáson¹³⁵³ belül, az igazgatókra vonatkozó magatartási normák között találjuk.¹³⁵⁴ 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 igazgatója¹³⁵⁵ ezen túlmenően,

¹³⁴⁹ Wisconsin Statutes Chapter 180 – Business Corporations Elérhető: <http://docs.legis.wisconsin.gov/statutes/statutes/180>,

¹³⁵⁰ Wisconsin Statutes Chapter 180 – Business Corporations, Subchapter VIII. Directors and Officers. Elérhető: <http://docs.legis.wisconsin.gov/statutes/statutes/180>

¹³⁵¹ 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>,

¹³⁵² 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>,

¹³⁵³ Vermont Statutes Title 11A: Vermont Business Corporations Elérhető: <http://www.leg.state.vt.us/statutes/chapters.cfm?Title=11A>,

¹³⁵⁴ 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>,

¹³⁵⁵ 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

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 közösséget, melyben a társaságnak bármilyen irodája vagy létesítménye helyezkedik el. Szintén figyelembe vehet bármely más olyan 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.¹³⁵⁶

3.5.1.21. Wyoming

A felhatalmazó jellegű szabályozási megoldást alkalmazó Wyoming állam 1989-ben elfogadott szabályozása a többi tagállami törvényhez képest kiegészült egy speciális elemmel. Ez pedig a kötvénytulajdonosok érdekeinek kiemelt 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.¹³⁵⁷ 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 hitel-instrumentumokra terjed ki, melyek eredeti összesített értéke lejáratkor ötmillió dollár vagy annál több, és melyek eredeti lejáratára két év vagy azt meghaladó időtartam.¹³⁵⁸ Szintén kimondja a szabályozás, hogy a törvényben felsoroltak közül bármikor tetszőleges számú, kötvénytulajdonosokat védő

for directors (a) (3) Elérhető:
<http://www.leg.state.vt.us/statutes/fullsection.cfm?Title=11A&Chapter=008&Section=00008.30>

¹³⁵⁶ 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>

¹³⁵⁷ 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>,

¹³⁵⁸ 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>,

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 helyeket az igazgatótanácsok jelöltjei töltik be.¹³⁵⁹ Szintén beépíthető a törvény alapján a vállalatok alapszabályába annak kimondása, hogy a társaságot esetlegesen érintő, vagy a társaság által végrehajtani tervezett egyesülésekhez 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 egyesülések 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 egyesülések vagy vállalatfelvásárlások koncepciójáról általában.¹³⁶⁰ 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.¹³⁶¹ 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 egyesülések, vállalatfelvásárlások finanszírozásához, vagy a részvényeseknek való kifizetés teljesítéséhez

¹³⁵⁹ 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>.

¹³⁶⁰ 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>.

¹³⁶¹ 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>.

felvenni szándékozott hitelhez kapcsolódó. A feltételeket ebben az esetben is pontosan meg szükséges határozni¹³⁶² ¹³⁶³.

Wyoming államban az egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vétele kapcsán érdemes áttekinteni a jelenleg hatályos társasági törvény (*Wyoming Business Corporation Act*)¹³⁶⁴ rendelkezései között az igazgatók tevékenységére vonatkozó általános szabályokat is.¹³⁶⁵ 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 eljárnia¹³⁶⁶ ¹³⁶⁷. 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.¹³⁶⁸

¹³⁶² 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. (b) (iv) Elérhető: <http://legisweb.state.wy.us/statutes/statutes.aspx?file=titles/Title17/Title17.htm>.

¹³⁶³ Lásd HANKS, James J. Jr., *Playing with Fire: Nonshareholder Constituency Statutes in the 1990s*, Stetson Law Review, Vol. 21. (1991) 105. old

¹³⁶⁴ 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>.

¹³⁶⁵ 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>.

¹³⁶⁶ 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>.

¹³⁶⁷ 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>.

¹³⁶⁸ 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>.

3.5.1.22. Illinois

Illinois állam társasági jogának (lásd Illinois Compiled Statutes, Business Organizations, Business Corporation Act of 1983.) 8.85. szakasza tartalmazza az egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vételének lehetőségét a társasági döntéshozatal során. Így a pozíciójából fakadó kötelességei teljesítése során az igazgatótanács, az igazgatótanács bizottságai, az egyes igazgatók és az egyes vezető állású munkavállalók a társaság legjobb hosszú távú és rövid távú érdekeinek figyelembe vétele során figyelembe vehetik a következőket. Így bármely intézkedés hatását (korlátozás nélkül ide értve azon intézkedéseket, melyek magukban foglalják vagy melyek kapcsolódnak a társaság feletti irányítás megváltozásához vagy annak lehetőségéhez) a társaság vagy leányvállalatainak munkavállalóira, beszállítóira és fogyasztóira; a közösségekre, melyekben a társaságnak vagy leányvállalatainak az irodái vagy egyéb létesítményei elhelyezkednek; illetve bármilyen más helyénvaló tényezőt.¹³⁶⁹

3.5.1.23. Missouri

Missouri államban az egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vételével kapcsolatos szabályozást a Missouri Revised Statutes 351. fejezetében (General and Business Corporations) találhatjuk a 351.347 szakaszban. Ez a vállalatfelvásárlási javaslatok igazgatótanács általi megítélésével foglalkozik. Ez alapján bármely vállalatfelvásárlási javaslat megítélése tekintetében az üzleti értékítélet gyakorlása során egy társaság igazgatótanácsa figyelembe veheti – egyebek között – az alábbi tényezőket. Egyrészt a felajánlott ellenérték nagyságát az igazgatótanácsnak a társaság értékére vonatkozó becsléséhez viszonyítva. Másrészt a meglévő politikai, gazdasági vagy egyéb tényezőket, melyek befolyásolják az értékpapírok árait általánosan, vagy a társaság részvényeinek árfolyamát különösen. Szintén ilyen tényező, hogy a vállalatfelvásárlási javaslat sértheti-e a szövetségi, tagállami, vagy helyi törvényeket. Figyelembe lehet venni a társaság munkavállalóira, beszállítóira, fogyasztóira, illetve a társasággal hasonló kapcsolatban állókra, valamint a társaság üzleti tevékenységének helyszínéül szolgáló közösségekre gyakorolt társadalmi, jogi és gazdasági hatásokat. Tekintetbe lehet venni a vállalatfelvásárlási ajánlatot tevő személy pénzügyi helyzetét és jövedelmi kilátásait,

¹³⁶⁹ Lásd Illinois Compiled Statutes, Business Organizations, Business Corporation Act of 1983. (805 ILCS 5/) Section 8.85. Elérhető: <http://www.ilga.gov/legislation/ilcs/ilcs4.asp?DocName=080500050HArt%2E+8&ActID=2273&ChapterID=65&SeqStart=9300000&SeqEnd=11000000>

beleértve adósságszolgálati képességét és más meglévő vagy valószínű pénzügyi kötelezettségeit. Szintén figyelembe vehető tényező a vállalatfelvásárlási ajánlatot tevő személy kompetenciája, tapasztalata és feddhetetlensége.¹³⁷⁰

3.5.1.24. Mississippi

Mississippi állam társasági joga az igazgatók magatartására irányadó általános szabályok között teszi lehetővé az egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vételét. A szabályozás szerint az igazgatótanács minden tagjának, igazgatói kötelességeinek teljesítése során jóhiszeműen; és oly módon, melyről az igazgató ésszerűen hiszi, hogy a társaság legjobb érdekében áll, kell eljárnia. Egy igazgató pedig annak meghatározása során, hogy mit tekint ésszerűen a társaság legjobb érdekében állónak, figyelembe kell vennie a társaság részvényeseinek érdekeit, és saját mérlegelése alapján figyelembe veheti bármelyiket a következő tényezők közül. Ide tartoznak a társaság munkavállalóinak, beszállítóinak, hitelezőinek és fogyasztóinak az érdekei; az állam és a nemzet gazdasága; közösségi és társadalmi megfontolások. Szintén ide sorolja a szabályozás a társaság és részvényesei hosszú távú és rövid távú érdekeit, beleértve annak lehetőségét, hogy ezeket az érdekeket leginkább a társaság folyamatos függetlensége szolgálhatja.¹³⁷¹

3.5.1.25. Texas

Texas állam társasági joga (Texas Business Corporation Act) az igazgatók magatartására vonatkozó szabályok között rögzíti, hogy egy igazgató kötelességeinek teljesítésekor, a társaság legjobb érdekének figyelembe vétele során figyelembe veheti a társaság és a részvényesek hosszú távú és rövid távú érdekeit, beleértve annak lehetőségét, hogy ezeket az érdekeket legjobban a társaság folyamatos függetlensége szolgálhatja.¹³⁷² Bár ez a szabályozás az egyéb érdekelték érdekeire kifejezetten nem tér ki, a társaság folyamatos függetlenségének megtartása mégis megfontolás tárgyát képezi.

¹³⁷⁰ Lásd Missouri Revised Statutes Chapter 351 General and Business Corporations Section 351.347.1. Elérhető: <http://www.moga.mo.gov/mostatutes/stathtml/35100003471.html>

¹³⁷¹ Lásd 2014 Mississippi Code Title 79 - CORPORATIONS, ASSOCIATIONS, AND PARTNERSHIPS Chapter 4 - MISSISSIPPI BUSINESS CORPORATION ACT Article 8 - DIRECTORS AND OFFICERS C. STANDARDS OF CONDUCT § 79-4-830 - General standards for directors. MS Code § 79-4-830 (2014) (a) (1) (2) ; (f) (1) (2) (3) (4) Elérhető: <http://law.justia.com/codes/mississippi/2014/title-79/chapter-4/article-8/c/section-79-4-830/>

¹³⁷² Lásd 2005 Texas Code - Business Corporation Act Part 13. Art. 13.06. Duties of Director Elérhető: <http://law.justia.com/codes/texas/2005/ba/013.00.000000.00.html>

3.5.1.26. Dél-Dakota

Dél-Dakotában vállalatfelvásárlások esetén szintén lehetővé teszi a szabályozás az egyéb érdekeltek érdekeinek figyelembe vételét. Ez alapján pozíciójukból fakadó kötelességük teljesítése során, mikor olyan intézkedést tesznek, mely egy honos nyilvánosan működő részvénytársaság feletti irányítás megváltozását vagy megváltozásának lehetőségét foglalhatja magában, vagy ahhoz kapcsolódik, és annak meghatározása során, hogy mit hisznek ésszerűen a társaság legjobb érdekében állónak, az igazgatótanács és az egyes igazgatók bármely ilyen intézkedésnek a részvényesekre gyakorolt hatásán túlmenően figyelembe vehetik bármelyiket a következők közül. Így a társaság és részvényeseinek hosszú távú és rövid távú érdekeit, beleértve annak lehetőségét, hogy ezeket az érdekeket legjobban a társaság folyamatos függetlensége szolgálhatja. Az intézkedés hatását a társaság munkavállalóira, fogyasztóira, hitelezőire és a termékek és szolgáltatások beszállítóira. Szintén figyelembe vehetik az intézkedés hatását bármely közösségre, melyben a társaság irodája vagy létesítményei elhelyezkednek; illetve ennek az államnak, illetve a nemzetnek a gazdaságát. E tényezők figyelembe vétele nem minősül az igazgatók társaság és részvényesek irányába fennálló bizalmi kötelezettségének megsértésének, beleértve – és az elmondottak általános érvényének korlátozása nélkül – az igazgatók lojalitási kötelezettségét is. Ha a fenti tényezők alapján az igazgatótanács úgy dönt, hogy a honos nyilvánosan működő részvénytársaság feletti irányítás megváltozása vagy lehetséges megváltozása nem áll a társaság legjobb érdekében, visszautasíthat egy megtett javaslatot vagy ajánlatot, mely a társaság feletti irányítás megváltoztatására vagy lehetséges megváltoztatására irányul. Amennyiben az igazgatótanács bármely ilyen javaslat vagy ajánlat visszautasításáról dönt, akkor az igazgatótanácsnak nem áll fenn arra vonatkozó kötelezettsége, hogy előmozdítsa, hogy eltávolítson bármely akadályt, vagy, hogy tartózkodjon meghiúsítani egy ilyen javaslatot vagy ajánlatot (ez érvényes az ún. *posion pill* megállapodásokra is).¹³⁷³

Fentiekből látható, hogy az egyéb érdekeltek védelmében megalkotott tagállami szabályozás nagyrészt felhatalmazó típusú.¹³⁷⁴

¹³⁷³ Lásd 2014 South Dakota Codified Laws Title 47 – CORPORATIONS Chapter 33 - South Dakota Domestic Public Corporation Takeover Act § 47-33-4 Factors considered by board in discharging duties. SD Codified L § 47-33-4 (2014) (1) (a) (b) (c) (d) ; (2) Elérhető: <http://law.justia.com/codes/south-dakota/2014/title-47/chapter-33/section-47-33-4/>

¹³⁷⁴ Lásd HANKS, James J. Jr., *Playing with Fire: Nonshareholder Constituency Statutes in the 1990s*, Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991.) 103. old

3.5.2. Kötelező erejű tagállami szabályozás az egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vételére

Három tagállam fogadott el kötelező erejű szabályozást a részvényesi érdekeken túlmutató tényezők 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.¹³⁷⁵ 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.¹³⁷⁶ 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 vezető állású munkavállalója 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.¹³⁷⁷ 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.¹³⁷⁸ Ez a szabályozás tulajdonképpen az üzleti értékítélet szabálya¹³⁷⁹ a connecticut-i társasági törvényben. A törvény ugyanakkor

¹³⁷⁵ 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>.

¹³⁷⁶ 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>.

¹³⁷⁷ 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>.

¹³⁷⁸ 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>.

¹³⁷⁹ 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>.

egyes tranzakciók esetében ezen túlmenő szabályozással egészíti ki az üzleti értékítélet szabályát. Ezek a tranzakciók a connecticut-i társasági törvény következő szakaszai által szabályozott körbe tartoznak: az egyesülési vagy részvéncsere-tervek kapcsán való fellépés¹³⁸⁰; ¹³⁸¹ az eszközök értékesítése vagy velük való rendelkezés a rendes üzletmenet keretein belül, jelzalog vagy más megterhelés, az eszközök átruházása vagy szétoztása¹³⁸²; az eszközök eladása vagy velük való egyéb rendelkezés, mely után nem marad számottevő folyamatos üzleti tevékenység¹³⁸³; üzleti kombináció elfogadása¹³⁸⁴; és üzleti kombináció érdekelt részvényessel (tilalmazott öt évig, kivéve, ha az igazgatótanács jóváhagyja)¹³⁸⁵.¹³⁸⁶ 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

¹³⁸⁰ A részvéncsere-ügyleteket a *Connecticut Business Corporation Act* által nyújtott definíció alapján tágan kell értelmezni. A részvéncsere 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 részvéncsere-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 részvéncsere-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>,

¹³⁸¹ 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>,

¹³⁸² 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>,

¹³⁸³ Lásd *Connecticut Business Corporation Act* 33-831 (Sale or other disposition of assets leaving no significant continuing business activity) Elérhető:

¹³⁸⁴ Lásd *Connecticut Business Corporation Act* 33-841 (Approval of business combination) Elérhető: <http://www.cga.ct.gov/2011/pub/chap601.htm#Sec33-841.htm>

¹³⁸⁵ 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>,

¹³⁸⁶ 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>,

szintén figyelembe vehet bármilyen más tényezőt, melyet ésszerűen megfelelőnek ítél annak meghatározásában, hogy mit tart ésszerűen a társaság legjobb érdekében állónak.¹³⁸⁷ A szabályozás jelenleg tehát csak felhatalmazást nyújt az egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vételére, de nem teszi azt kötelezővé. Korábban, egészen 1997-ig viszont kötelező erővel írta elő azok figyelembe vételét. Egy 1997-es törvénymódosítás ugyanakkor „*shall consider*”-ről „*may consider*”-re változtatta a szabályozás szövegét, így az már nem kötelező jellegű.

Arizona állam szabályozása 1987-ben lépett hatályba.¹³⁸⁸ Kötelező ereje pedig a társaság és a részvényesek hosszú távú és rövid távú érdekeinek a figyelembe vételére vonatkozik, beleértve annak lehetőségét, hogy ezeket az érdekeket leginkább a társaság folyamatos függetlensége szolgálja (tehát kötelező megfontolás tárgya a társaság hosszú távú érdeke és függetlensége). A szabályozás konkrét szövege 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 kötelességeit¹³⁸⁹).¹³⁹⁰ E szabályozás meglehetősen különleges, hiszen nem is szerepelnek benne megjelölve az egyéb érdekelték érdekei, - így tulajdonképpen (szűken értelmezve) nem is az egyéb érdekelték érdekeit figyelembe vevő szabályozás. Inkább célszerű lehet a társaság folyamatos függetlenségének lehetőségét szem előtt tartó szabályozásnak minősíteni, hiszen az kötelező erővel szerepel benne.

Idaho állam szabályozása összetett megközelítést alkalmaz. Esetében a társaság és a részvényesek hosszú távú és rövid távú érdekeinek a figyelembe vétele kötelező, beleértve annak lehetőségét, hogy ezeket az érdekeket legjobban a társaság folyamatos függetlensége szolgálja (tehát ebben az esetben is kötelező megfontolás tárgya a társaság hosszú távú érdeke

¹³⁸⁷ 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>,

¹³⁸⁸ 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>,

¹³⁸⁹ 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. 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>,

¹³⁹⁰ 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>,

és függetlensége). Az egyéb érdekelték konkrét érdekeinek figyelembe vételére pedig felhatalmazást biztosít a szabályozás.¹³⁹¹ Idaho állam vonatkozó rendelkezései elfogadásukkor az irányítást biztosító részesedés-megszerzési törvényébe és az üzleti kombinációs törvényébe épültek be.¹³⁹² Idaho állam jelenleg hatályban lévő szabályozását megvizsgálva arra a következtetésre juthatunk, hogy az a mai napig megőrizte fent ismertetett jellegzetességeit. Idaho állam joganyagának társaságokra vonatkozó rendelkezései továbbra sem az igazgatók kötelességeinek általános meghatározása keretében szabályozzák az egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vételét, hanem egyrészt az ún. üzleti kombinációs törvény részeként. Az üzleti kombinációk esetében (és ez alapján vállalatfelvásárlási tranzakciók esetében is)¹³⁹³ az igazgatók számára az általánostól eltérő kötelezettségeket határoz meg az idaho-i szabályozás.¹³⁹⁴

Az üzleti kombinációs törvény hatálya alá tartozó üzleti kombinációk esetében a törvény szabályozása alapján az igazgatók kötelezettségére speciális szabályozás vonatkozik.¹³⁹⁵ Ez alapján egy kibocsátó nyilvános részvénytársaság igazgatói pozíciójából fakadó kötelességei

¹³⁹¹ Lásd SPRINGER, Jonathan D., *Corporate Constituency Statutes: Hollow Hopes and False Fears*, Annual Survey of American Law, (1999) 125. old.

¹³⁹² Lásd HANKS, James J. Jr., *Playing with Fire: Nonshareholder Constituency Statutes in the 1990s*, Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991.) 103-104. old.

¹³⁹³ 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 részvénycseré ügyletet egy részvénycseré 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 leányvállalata 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 részvénytársasági jogok alapján történő részvénytársasági részvényesek 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 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>.

¹³⁹⁴ Lásd Idaho Code – Title 30. Corporations. Chapter 17. Business Combination Act Elérhető: <http://legislature.idaho.gov/idstat/Title30/T30CH17.htm>.

¹³⁹⁵ Lásd Idaho Code – Title 30. Corporations. Chapter 17. Business Combination Act Elérhető: <http://legislature.idaho.gov/idstat/Title30/T30CH17.htm>.

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.¹³⁹⁶

Az igazgatók kötelességei tekintetében szintén speciális szabályozást tartalmaz Idaho államban az ún. irányítást biztosító részesedés-megszerzési törvény.¹³⁹⁷ 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 (figyelmetlenül 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) szakaszában található szavazati határok valamelyikének átlépését.¹³⁹⁸ 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.¹³⁹⁹

Az irányítást biztosító részesedés-megszerzési törvény a hatálya alá tartozó helyzetek tekintetében (hasonlóan, mint az üzleti kombinációs törvény) 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

¹³⁹⁶ 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>

¹³⁹⁷ Lásd Idaho Code – Title 30. Corporations. Chapter 16. Control Share Acquisition Act Elérhető: <http://legislature.idaho.gov/idstat/Title30/T30CH16.htm>,

¹³⁹⁸ Lásd Idaho Code – Title 30. Corporations. Chapter 17. Business Combination Act 30-1601. Definitions. Elérhető: <http://legislature.idaho.gov/idstat/Title30/T30CH16SECT30-1601.htm>,

¹³⁹⁹ 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>,

szolgálja. Ezen túlmenően, egy igazgató tekintetbe veheti az idaho-i munkavállalók, beszállítók, fogyasztók és közösségek érdekeit kötelességei teljesítése során.¹⁴⁰⁰

Fentiek alapján, a részvényesi érdekeken túlmutató tényezőket (egyéb érdekelték érdekeit) kötelező erővel figyelembe vevő tagállami szabályozás vagy már jogtörténeti emlék, vagy csak a társaság hosszú távú érdekének és függetlenségének figyelembe vételét írja elő kötelező erővel.

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 egyéb tényezők figyelembe vételének lehetőségében, melyek nem kötődnek valamely kimondott érdekelti csoporthoz.¹⁴⁰¹

¹⁴⁰⁰ 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>,

¹⁴⁰¹ 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

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.¹⁴⁰² A munkavállalói érdekeket pedig alapvetően a vállalat jövőjéről (jövőbeni üzleti tevékenységéről), saját sorsukról (a foglalkoztatásról) számukra biztosított információkkal törekszik védeni.¹⁴⁰³ Így az ajánlati dokumentációban kell erre vonatkozóan tájékoztatást adni az ajánlattevőnek.¹⁴⁰⁴ Jelentős hiányossága azonban a szabályozásnak, hogy nem határoz meg szankciót a munkavállalókat érintő valótlan ajánlattevői nyilatkozatok esetében. Szintén nem mondja ki, hogy mennyi ideig köteles az ajánlatban ide vonatkozóan tett nyilatkozatához tartani magát az ajánlattevő.¹⁴⁰⁵ 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.¹⁴⁰⁶ További fontos rendelkezése az irányelvnek a munkavállalók védelmében annak lehetővé tétele a munkavállalói képviselők (illetve munkavállalók) számára, hogy a céltársaság ügyviteli vagy irányító szervének jelentéséhez csatolva az ajánlatnak a foglalkoztatásra gyakorolt hatásairól kifejtessék különvéleményüket.¹⁴⁰⁷ Az Európai Unió legtöbb tagállama az irányelv vonatkozó rendelkezéseit további követelmények

¹⁴⁰² Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 101. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

¹⁴⁰³ A 2004/25/EK irányelv munkavállalókat védő rendelkezései főként a következők: 6. cikk (1) – információhoz való hozzájutás biztosítása az ajánlat közzétételét követően; 6. cikk (3) i) – az ajánlattevőnek közzé kell tennie a foglalkoztatásra vonatkozó terveit az ajánlati dokumentációban; 9. cikk (5) – a céltársaság ügyviteli vagy irányító szervének ajánlatról készült jelentésében állást kell foglalnia az ajánlat foglalkoztatásra gyakorolt hatásairól; 9. cikk (5) – a munkavállalók csatolhatják álláspontjukat az igazgatótanácshoz (ügyvezető/irányító testületéhez); 14. cikk – az irányelv nem érinti az ajánlattevő és a céltársaság munkavállalói képviselőinek tájékoztatására és a velük való konzultációra irányadó nemzeti szabályokat; 3. cikk (1) c) – a céltársaság ügyviteli vagy irányító szervének a társaság, mint egész érdekében kell eljárnia. Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report 348. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

¹⁴⁰⁴ 2004/25/EK irányelv 6. cikk (3) i); (2)

¹⁴⁰⁵ Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 102-103. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

¹⁴⁰⁶ 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, 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) 9. old. Elérhető (2015. július 5.):

http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/COM2012_347_en.pdf

¹⁴⁰⁷ Lásd 2004/25/EK irányelv 9. cikk (5)

meghatározása nélkül vette át.¹⁴⁰⁸ 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, hogy az ajánlattevőnek tartania kell magát az ajánlati dokumentációban tett nyilatkozatához minimum 12 hónapig. A legmesszebbre talán a francia és a belga szabályozás ment a munkavállalói érdekek védelmében, mikor is jogot biztosítottak a munkavállalóknak (üzemi tanácsoknak) az ajánlattevő meghallgatására.¹⁴⁰⁹ A munkavállalói képviselőt intézményét alkalmazó tagállamokban pedig a munkavállalói képviselők részt vehetnek a felügyelőbizottság ajánlattal kapcsolatos álláspontjának megfogalmazásában.¹⁴¹⁰ Ugyanakkor az uniós tagállamok által elfogadott szabályozási megoldások nem hoznak a munkavállalók védelmének megközelítésében átütően új szemléletet. A munkavállalók speciális védelme az Európai Unióban a számukra biztosított információkban, véleményük ismertetésének lehetőségében, illetve – néhány tagállam esetében – bizonyos konzultációs jogokban jelenik meg vállalatfelvásárlások esetén. Az információhoz való hozzájutás lehetővé teszi, hogy megfogalmazhatják ajánlattal kapcsolatos álláspontjukat (különvéleményüket),¹⁴¹¹ így például hangot adhatnak a vállalatfelvásárlással kapcsolatos aggodalmaiknak, kétségeiknek.¹⁴¹² 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 ajánlattal 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

¹⁴⁰⁸ Lásd The Takeover Bids Directive Assesment Report, 101-102. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

¹⁴⁰⁹ Lásd The Takeover Bids Directive Assesment Report, 102-104. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

¹⁴¹⁰ Lásd The Takeover Bids Directive Assesment Report, 102-103. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf, 2004/25/EK irányelv 14. cikk

¹⁴¹¹ 2004/25/EK irányelv 9. cikk (5)

¹⁴¹² The Takeover Bids Directive Assesment Report, 101. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

munkavállaló esetében általában csak elméleti lehetőség.¹⁴¹³ Másrészt az irányelv rendelkezései alapján a munkavállalók érdekeit a céltársaság ügyviteli/irányító testülete képviseli (illetve kellene képviselnie), mivel a munkavállalók nem rendelkeznek önálló döntéshozatali hatáskörrel. Ugyanakkor komolyan megkérdőjelezhető e rendszer hatékonysága a munkavállalók érdekeinek képviselésében.¹⁴¹⁴ A vállalatfelvásárlásokról való végső döntéshozatali jogkör ugyanis jellemzően a céltársaság részvényeseit illeti az Európai Unióban. Nincs garancia azonban arra, hogy a részvényesek figyelembe szándékozzanak venni a munkavállalók védelmének szempontjait a vállalatfelvásárlások során.¹⁴¹⁵

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.¹⁴¹⁶

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 (hiszen a „társaság, mint egész érdekében” vélhetően beletartoznak valamilyen mértékben az egyéb érdekelték érdekei is). A fenti általános elv gyakorlati érvényesülését azonban két tényező is jelentősen gyengíti. Egyrészt az irányelv 3. cikk (1) bekezdés c) pont tartalmazza azon általános elvet is (rögtön ezt követően), hogy a céltársaság ügyviteli vagy irányító szerve nem tagadhatja meg az értékpapír birtokosaitól az ajánlat érdemi megítélésének lehetőségét. Másrészt az irányelv konkrét szabályai között egyértelműen ez utóbbi általános elv érvényesül. Jól mutatja ezt, hogy az irányelv 9. cikk (2) bekezdése a vállalatfelvásárlások során semlegességre kötelezi a céltársaság vezetését. Bár az irányelv biztosítja a kiszerezés lehetőségét e rendelkezés alól a tagállamok számára, a legtöbb tagállam alkalmazza e szabályt. Így az általános elv szintjén megjelenő elvárás

¹⁴¹³ Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 101. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

¹⁴¹⁴ 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,

¹⁴¹⁵ Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 101. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

¹⁴¹⁶ Lásd The Takeover Bids Directive Assessment Report, 104-106. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

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 nem határozza meg közelebbről (de jellemzően még a releváns tagállami szabályozások sem), hogy mi tartozik bele a „társaság érdeke”, „társaság, mint egész 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.¹⁴¹⁷ Ez alapján (még ha a semlegességi szabály nem is köti meg kezüket) legfeljebb meglehetősen óvatos szerep juthat a céltársaság ügyviteli vagy irányító szervének az egyéb érdekeltek védelmében.

Az Egyesült Államok által az egyéb érdekeltek számára biztosított védelmet megvizsgálva azt a következtetést tudom levonni, hogy az szövetségi szinten nem haladja meg az Európai Unió vállalatfelvásárlási irányelvében megjelenő szabályozás eredményeit. A *Securities Exchange Act (Williams Act)* rendelkezéseiben megjelenő felhatalmazás¹⁴¹⁸ 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.¹⁴¹⁹ Egyéb konzultációs jogot pedig nem bocsájt a szövetségi szintű szabályozás a munkavállalók rendelkezésére.

Az Egyesült Államokban a vállalatfelvásárlásokra irányadó szabályok közt fontos szerepet játszanak a bírósági határozatok, és ezek között is különösen *Delaware* állam bíróságainak elvi jelentőségű 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

¹⁴¹⁷ Lásd The Takeover Bids Directive Assesment Report, 104-105. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

¹⁴¹⁸ Lásd Securities and Exchange Act of 1934, 14 (d)(1) Elérhető (2015. május 4.): <http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>,

¹⁴¹⁹ 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

meghozott igazgatótanácsi döntésekkel, - amennyiben ez egyúttal a részvényesek számára is előnyösnek bizonyul.¹⁴²⁰ Ahogy pedig azt a részvényesi érdekek érvényesülésének terén már bemutattam, az amerikai vállalatok igazgatótanácsai korántsem kötelesek semlegesek maradni egy vállalatfelvásárlási ajánlat megjelenése esetén.¹⁴²¹ 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.

Az egyéb érdekeltek érdekeinek figyelembe vétele tekintetében az Egyesült Államokban ugyanakkor a tagállami jogalkotás érdemel kiemelt figyelmet.¹⁴²² 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 figyelembe vétele 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.¹⁴²³

¹⁴²⁰ 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.

¹⁴²¹ 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.

¹⁴²² Érdekes megemlíteni, hogy az Egyesült Államokban is megfigyelhetőek voltak törekvések a tagállamok részéről az ajánlattevő által közzeendő információk körének, részletességének 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. old.

¹⁴²³ Lásd MILLON, David, *State Takeover Laws: a Rebirth of Corporation Law?* Washington and Lee Law Review, Vol. 45. Issue 3. (1988) 923-924. old.

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 érdekelték érdekeit. Az Egyesült Államokban mindösszesen 31 tagállam fogadott el ilyen szabályozást, jellemzően az 1980-as évek során.¹⁴²⁴ Ezek alapvető szabályozási megoldása, hogy kibontják a társaság érdeke (vagy, ahogy jellemzően megjelölik, a „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 érdekelték érdekeinek figyelembe vételére. Az egyéb érdekelték körébe tartozókat általában részletes felsorolásban ismerteti a szabályozás.¹⁴²⁵ Ez terjedelmében legalábbis lefedi (de talán túl is lépi) a *Kecskés András* által megalkotott, és dolgozatom elején ismertetett *corporate governance* definícióban¹⁴²⁶ 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 társadalomra, 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 előfordul, hogy a tagállamok kifejezetten rendezik 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 biztosítaniuk a részvényesi érdekeknek.¹⁴²⁷ Ez néhol (pl. *Indiana* állam esetében) még azzal is

¹⁴²⁴ 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.

¹⁴²⁵ 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: 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)

¹⁴²⁶ Lásd KECSKÉS, András, *Felelős társaságirányítás*, (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 12-20. old.

¹⁴²⁷ 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:

nyomatékosításra került, hogy a tagállam saját joghatósága alatt egyértelműen kizárja a *Delaware* bírói gyakorlat alkalmazási lehetőségét.¹⁴²⁸ Ugyanis a *Delaware* bírói gyakorlat – mint a fentiekben azt ismertettem – csak jóval szűkebb teret enged az egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vételéhez. Továbbá az egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vételére kifejezett lehetőséget biztosító tagállami törvények (bár a vállalatfelvásárlások „fenyegetése” vezetett elfogadásukhoz) hatályukat gyakran nem korlátozzák pusztán a vállalatfelvásárlási helyzetekre. Hanem lehetőséget biztosítanak az egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vételére az igazgatók valamennyi döntése során, tehát általános érvénnyel. Ez pedig az ilyen törvényi szabályozást alkalmazó tagállamok vállalatainak mindennapi üzleti tevékenységét is befolyásolhatja, és az egyéb érdekeltékkel kialakuló együttműködéshez jó alapot biztosíthat.¹⁴²⁹

Fentiek alapján az Amerikai Egyesült Államok tagállamainak többsége az egyéb érdekelték 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 – legalábbis a jogi szabályozás szintjén – a hagyományos menedzsment – részvényes kettősségből, és az egyéb érdekelték széles körét is megjelöli 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 érdekelték érdekeinek figyelembe vételét. Sőt, lehetőség van arra is, hogy az egyéb érdekelték érdekeit akár a részvényesi érdek elé helyezték.¹⁴³⁰ Ilyen szabályozással pedig nem találkozhatunk az Európai Unió vállalatfelvásárlási jogában.

Az elmondottakat összegezve arra jutottam, hogy az Európai Unió közösségi szintű szabályozása, illetve az Egyesült Államok szövetségi szintű szabályozása nagyjából hasonló jogokat biztosít az egyéb érdekelték számára. Ezek jellemzően a saját, illetve a céltársaság

<http://www.legis.state.pa.us/cfdocs/legis/LI/consCheck.cfm?txtType=HTM&ttl=15&div=0&chpt=17&sctn=15&subctn=0>

¹⁴²⁸ 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>,

¹⁴²⁹ A dolgozat II. fejezet 3.5. pontjában az Egyesült Államok tagállamaiban megtalálható, az egyéb érdekelték érdekeit védő törvényi szabályozás bemutatása alapján készített összefoglaló, következtetés.

¹⁴³⁰ Lásd erre vonatkozóan kifejezetten Iowa állam (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/>), vagy New York állam (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/>), esetét.

sorsára vonatkozó információk megszerzésére (és esetlegesen álláspontjuk kifejtésére¹⁴³¹) korlátozódik. Az Európai Unió tagállamainak megközelítése saját jogalkotásukban sem lépett túl ezen a szemléleten, és legfeljebb további információs/konzultációs jogokkal egészítette azt ki. A semlegességi szabályt alkalmazó tagállamokban (tehát a tagállamok többségében) pedig az igazgatótanácsnak nincs lehetősége fellépni az egyéb érdekelték érdekében. A semlegességi szabályt nem alkalmazó tagállamokban az igazgatótanácsoknak alapvetően a „társaság, mint egész érdekében” kellene fellépniük vállalatfelvásárlási helyzetekben. Ennek keretében lehetőség nyílhatna (a részvényesi érdekek figyelembe vétele mellett) akár az egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vételére is. Azonban mivel az irányelv (és jellemzően a tagállami jogalkotás) adós maradt a „társaság, mint egész érdeke” fogalom tartalmával, így erre nincs valós felhatalmazás. Az Egyesült Államok tagállamainak többsége ugyanakkor merőben más megközelítést alkalmaz, és a vállalatfelvásárlási helyzetekben (vagy akár azokon is túlmutatóan) kiterjesztette a vállalatban jelenlévő, és a vállalat vezetése által figyelembe vehető érdekeltékről alkotott szemléletét. Ez pedig nagyobb teret enged a vállalatfelvásárlások során az egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vételére és érvényesítésére, mint ahogy az Európában megfigyelhető.

¹⁴³¹ Az Európai Unió többletjogosultságként biztosítja az amerikai szabályozáshoz képest, hogy a munkavállalóknak, munkavállalói képviselőknek joguk van intézményesített formában kifejtetni álláspontjukat az ajánlatról. E jog gyakorlása ugyanakkor álláspontom szerint nem biztosít számukra számottevő védelmet, jogaik védelme tekintetében releváns gyakorlati előnyt.

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.¹⁴³² Az 1970-es évektől kezdődően ugyanis ez a meghatározó elmélet a nyilvánosan működő részvénytársaságok működésének céljáról az angolszász államokban.¹⁴³³ A részvényesi érdekek elsődlegességét valló elmélet alapján a társaságok vezetőinek döntéseiket kizárólag (de legalábbis elsősorban) 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.¹⁴³⁴ 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,¹⁴³⁵ így annak biztosítása, hogy a vállalat menedzserei a rendelkezésükre álló széles hatáskört csak a részvényesek előnyére használják.¹⁴³⁶ Ennek egyik kulcsa pedig az érdekek megfelelő összhangja, a helyes ösztönzési rendszer.¹⁴³⁷ Másik jelentős eszköze lehet például a vállalatfelvásárlások jelenléte, a vállalatok irányításáért való versengés. A lehetőségeihez képest alacsony részvényárat felvonultató vállalatot ugyanis – elméletileg – vállalatfelvásárlások célozzák meg.¹⁴³⁸ Az Egyesült Államokban a munkavállalók és az egyéb érdekeltek nem képesek befolyásolni közvetlenül a vállalat

¹⁴³² 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.

¹⁴³³ 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.

¹⁴³⁴ 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.

¹⁴³⁵ 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.

¹⁴³⁶ 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.

¹⁴³⁷ 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.

¹⁴³⁸ 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.

stratégiai döntéseit.¹⁴³⁹ Szintén gyakran hangsúlyozott probléma az amerikai felelős társaságirányítási rendszerben, hogy önkényesen rövid távú célkitűzések követésére készíti a vállalatok vezetését.¹⁴⁴⁰

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 – Salacuse¹⁴⁴¹ 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.¹⁴⁴² 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.¹⁴⁴³ Ezért Németország és Nyugat-Európa felelős társaságirányítási rendszere az egyéb érdekelti érdekek által jelentős mértékben orientált.¹⁴⁴⁴ E rendszer egyik 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 –

¹⁴³⁹ 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.

¹⁴⁴⁰ 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.

¹⁴⁴¹ Jeswald W. Salacuse a Tufts University The Fletcher School of Law and Diplomacy kereskedelmi jog professzora.

¹⁴⁴² 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.

¹⁴⁴³ 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.

¹⁴⁴⁴ 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.

felügyelőbizottság végzi. 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.¹⁴⁴⁵

2. Következtetések

Meglepő lehet, hogy a vállalatfelvásárlási szabályozások elemzése során épp a fenti megállapításokkal ellentétes következtetésre jutottam. 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 a nyilvános vételi ajánlatról szóló 2004/25/EK irányelv (és különösen annak kötelező nyilvános vételi ajánlattételi szabálya) az amerikai szövetségi szintű szabályozást (*Securities 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 (akár együttesen) felvonultató tagállamok szabályozási megoldásai mérhetőek hatásukban a vállalatfelvásárlási irányelv által Európában biztosított minimumgaranciához. 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 irányuló szabályozásban ölt testet), így ez még tovább növeli az európai szabályozási megoldások erejét.

A céltársaság igazgatótanácsa és részvényesei között kialakuló érdekellentétet (hiszen míg vállalatfelvásárlások esetén 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

¹⁴⁴⁵ 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.

tőkepiaci ügyleteknek tartja, és a vállalatfelvásárlási irányelvben az ún. semlegességi (*neutralitási*) szabályban határozza meg az igazgatók által követendő magatartást. Így a céltársaság vezetése nem tehet a részvényesek hozzájárulása nélkül védekező intézkedéseket a vállalatfelvásárlási törekvések elbizonytalanítására (kivéve az ún. rivális ajánlatok keresését), tehát nem képes a részvényesek hozzájárulása nélkül megakadályozni egy – a részvényesek szempontjából potenciálisan jelentős haszonnal kecsegtető – vállalatfelvásárlási ügyletet. Bár e szabály alkalmazása alól kizáródhatnak a tagállamok, 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 alkalmazását¹⁴⁴⁶ (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 „fenyegetésre” 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 az igazgatók 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*).¹⁴⁴⁷

Így az Európai Unióban a céltársaság részvényeseinek érdekeit az amerikai szabályozási megoldásokon jóval túlmutató garanciák védik. Az Európai Unió szabályozásának pozitív sajátossága a részvényesi érdekek erőteljes (még az Egyesült Államokban tapasztalható szintet is jóval meghaladó) védelme. 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 érdekkonfliktusokat hordozó ügyletek esetében is biztosítva van. Az alacsonyabb

¹⁴⁴⁶ Az Európai Unió tagállamai közül 19 tagállam alkalmazza a semlegességi szabályt, így az jogharmonizációs szempontból sikerként könyvelhető el. Lásd 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 Brussels, 28. 6. 2012. COM(2012) 347 final, 3. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/COM2012_347_en.pdf

¹⁴⁴⁷ 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.

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 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.¹⁴⁴⁸ Így például, hogy nem határoz meg egy olyan egységes befolyásszerzési küszöbértéket, melynek mindenképp ki kellene váltania a kötelező ajánlattételi szabály érvényesülését.¹⁴⁴⁹ Ugyanis az Egyesült Államok szabályozási megoldásait (a *Securities Exchange Act* rendelkezéseit, a komplex és szerteágazó tagállami jogalkotási megoldásokat) megvizsgálva azt a következtetést lehet levonni, 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 keresni az európai szabályozás hiányosságát, hanem inkább abban a megközelítésében, hogy a kontinentális Európa vállalati kultúrájának hagyományaival szemben az egyéb érdekeltek (így például a munkavállalók és a közösség) érdekei csak igen korlátozott mértékben jelennek meg a vállalatfelvásárlási szabályozásban. 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 munkavállalókét emeli ki nevesítve. Érdekeiket jórészt a vállalat jövőjéről (jövőbeli üzletpolitikájáról), saját sorsukról (a foglalkoztatásban, munkakörülményekben beálló változásokról) számukra biztosított információkkal törekszik védeni. Ugyanakkor még a pontos, megbízható információszolgáltatás betartására sem kötelezi érdemi előírás vagy szankció az ajánlattevőt.¹⁴⁵⁰ A munkavállalók továbbá közzétehetik (amennyiben szükségesnek látják) a

¹⁴⁴⁸ 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.

¹⁴⁴⁹ 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)

¹⁴⁵⁰ Lásd 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 Brussels, 28. 6. 2012. COM(2012) 347 final, 9, 11. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/COM2012_347_en.pdf

céltársaság ügyviteli vagy irányító szervének az ajánlatról készített jelentéséhez csatolva az ajánlat foglalkoztatottságra gyakorolt hatásaira vonatkozó különvéleményüket. Ennek bármilyen mértékű figyelembe vételére azonban szintén semmilyen garancia nincs. A munkavállalói képviselet 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 még az irányelv 3. cikk (1) bek. c) pontban szereplő általános elvre. Ez alapján a céltársaság ügyviteli vagy irányító szervének a társaság, mint egész érdekében kell eljárnia. E hangzatos elv tényleges alkalmazásával kapcsolatban a problémát az jelenti, hogy ugyanez a c) pont további figyelembe veendő elvet is tartalmaz, mely szerint a céltársaság ügyviteli vagy irányító szerve nem tagadhatja meg az értékpapír birtokosaitól az ajánlat érdemi megítélésének lehetőségét. A két elv 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 alkalmazza azt. Esetükben 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 szabály hatálya alól kiszereződött államok esetében pedig egy további megoldásra váró kérdés is felmerül. Mit tekint konkrétan az irányelv a „társaság, mint egész érdekébe” tartozónak? Milyen érdekek vehetők figyelembe a „társaság, mint egész érdekének” meghatározása során? Erre az irányelv szövegéből csak távoli következtetés vonható le, mely nem lenne elégséges alapja a beavatkozásnak. A semlegességi szabály alkalmazása alól kiszereződött tagállamok általános társasági jogi szabályozása még biztosíthatna – az egyes tagállamok esetében – kiindulási alapot a „társaság érdeke” fogalom meghatározásához, azonban (mint láthattuk) ezek vagy teljesen hiányoznak, vagy nem kellően részletesek. Így a „társaság érdekére” hivatkozva csak meglehetősen óvatos beavatkozási lehetősége lehet a céltársaság vezetésének. Amerikában szövetségi szinten a *Securities 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 31¹⁴⁵¹, míg a *The Takeover Bids Directive Assessment Report* megfigyelése alapján több, mint 30¹⁴⁵²) hatályba léptetett olyan szabályozásokat, melyek kifejezetten felhatalmazzák az igazgatótanácsokat az egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vételére vállalatfelvásárlások esetén. 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 érdekeinek védelmében tagállami törvényt). Ez alapján is lehetséges az egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vétele vállalatfelvásárlások esetén, ha az racionális kapcsolatot mutat a részvényesi érdekekkel. Így mindent összevetve arra jutottam, hogy a részvényesi érdekek elsődlegességét kiindulási alapul tekintő Egyesült Államok vállalatfelvásárlásokra vonatkozó szabályozása (figyelembe véve a szövetségi és tagállami szintű szabályozást) komolyabb teret enged a vállalatfelvásárlások során az egyéb érdekelték és érdekeik védelmének, mint a közösségi érdekek fontosságát hangsúlyozó Európa. Ezzel párhuzamosan pedig az Európai Unió szabályozása komolyabb garanciákat nyújt a részvényesi érdekek védelmében, mint ahogy ez az Egyesült Államok esetében megfigyelhető. Ezzel kapcsolatban még a *The Takeover Bids Directive Assessment Report* is megjegyzi, hogy a vállalatfelvásárlási irányelvvel az európai szabályozás részvényes-orientáltabbá vált.¹⁴⁵³

3. De figyelmet kell-e egyáltalán fordítani az egyéb érdekelték érdekeire a vállalatfelvásárlások szabályozása során?

Erre a következtetésre jutva ismét csak fel kell tenni a kérdést: vajon helyes-e ilyen erőteljesen biztosítani a részvényesi érdekek védelmét, míg az egyéb érdekeltékre csekély figyelem fordítódik? A társaságok működési célja kizárólagosan a részvényesi érdekek (profit) szolgálata, vagy ezen túlmutatóan más érdeket is figyelembe kell venni irányításuk

¹⁴⁵¹ 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.

¹⁴⁵² Lásd *The Takeover Bids Directive Assessment Report*, 204. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

¹⁴⁵³ Lásd *The Takeover Bids Directive Assessment Report*, 354. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

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 *The Modern Corporation and Private Property* című könyvének egy alapvető fontosságú megállapítása, hogy a részvényesek a társaságok tulajdonosai, és a társaságoknak az ő érdekeiket kell szolgálniuk.¹⁴⁵⁴ 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 is, mely nem volt hajlandó elfogadni a részvényesi érdekek ilyen meghatározó, kizárólagos szerepét. Ennek megfogalmazása *E. Merrick Dodd*¹⁴⁵⁵ 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 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.¹⁴⁵⁶ 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 részvényest, 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.¹⁴⁵⁷ 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

¹⁴⁵⁴ Lásd BERLE, Adolf A., *Corporate Powers As Powers in Trust*, Harvard Law Review, Vol. 44. Issue 7. (1931) 1049-1074.; BERLE, Adolf A., MEANS, Gardiner C., *The Modern Corporation and Private Property* (New York, Macmillan, 1932) 1-426. old.

¹⁴⁵⁵ Edwin Merrick Dodd professzor, élt 1888-1951. A Washington and Lee University School of Law professzora.

¹⁴⁵⁶ Lásd DODD, E. Merrick, *For Whom Are Corporate Managers Trustees?* Harvard Law Review, Vol. 45. Issue 7. (1932) 1147-1148. old.

¹⁴⁵⁷ Lásd DODD, E. Merrick, *For Whom Are Corporate Managers Trustees?* Harvard Law Review, Vol. 45. Issue 7. (1932) 1153-1154. old.

megfelel az emberek nagy többségének józan igényeinek.¹⁴⁵⁸ *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 munkavállalókéét, akár a fogyasztókéét. Igaz ez még akkor is, ha ezáltal a tulajdonosaik vagyoni jogai megrövidítésre kerülnek.¹⁴⁵⁹ Természetesen ez az álláspont merőben különbözött *Berle* professzornak a részvényesi érdekek köré szerveződő nézőpontjától, így a két professzor lefolytatta a felelős társaságirányítás e fontos kérdéséről az első tudományos diskurzust. Több tanulmányban fejtették ki saját érveiket, illetve az eltérő nézőponttal szembeni ellenérveiket. A vita azonban már ekkor, a felelős társaságirányítás modern tudományának hajnalán eldőlt a két elmélet viszonyáról, bár *Dodd* professzor ezt 1951-ben, autóbalesetben bekövetkezett halála miatt¹⁴⁶⁰ 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 utalt ugyanis, hogy *Dodd* professzorral 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 képzetek 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.¹⁴⁶¹ 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. Megfigyelése szerint 1962-ben ez még kevésbé érvényesült, mint 1932-ben. Ennek oka pedig, hogy a passzív tulajdon – mely olyan tulajdon, ami elválk a

¹⁴⁵⁸ Lásd DODD, E. Merrick, *For Whom Are Corporate Managers Trustees?* Harvard Law Review, Vol. 45. Issue 7. (1932) 1155-1156. old.

¹⁴⁵⁹ Lásd DODD, E. Merrick, *For Whom Are Corporate Managers Trustees?* Harvard Law Review, Vol. 45. Issue 7. (1932) 1162. old.

¹⁴⁶⁰ Lásd <http://law2.wlu.edu/faculty/profiledetail.asp?id=368>

¹⁴⁶¹ Lásd BERLE, Adolf A., *Modern Functions of the Corporate System*, *Columbia Law Review*, Vol. 62. Issue 3. (1962) 442-443. old.

tulajdonlás bárminemű felelősségétől, melynek értéke anélkül növekszik, vagy éppen csökken tulajdonosának kezében, hogy bármilyen kapcsolatban állna annak kockázatvállalásával, munkájával vagy törekvésével – túlélte azt a gazdasági létjogosultságot, mely életet adott neki, ezért új filozófiai és gazdasági alapot kell keresnie.¹⁴⁶² Szintén hangot adott annak a meggyőződésének, hogy amikor *Means* professzorral megállapították, hogy a társaságokat pénzügyileg az azt „irányítók” érdekében működtethetik, legalább részben felismerték a valós helyzetet. Nem azt, hogy a vállalatot „irányítók” (tehát a vállalati menedzsmentek) „tolvajokká” válhattak; 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, és így 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.¹⁴⁶³ Ezek a gondolatok pedig 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. Elmondható, hogy ami igaz volt több mint fél évszázaddal ezelőtt, hatványozottan igaz ma is. A tőzsdéi 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 eddiginél 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 jelenthetnek. Amennyiben egy vállalatfelvásárlással kapcsolatos szabályozási megoldás a részvényesi érdeket előtérbe helyezi, míg más érdekekre (az egyéb érdekeltek érdekeire) csekély hangsúlyt helyez, véleményem szerint az megbontja a vállalatban jelenlévő érdekek közötti optimális egyensúlyt, sorsközösséget. Továbbá a vállalatfelvásárlás részvényeseknél jelentkező előnyei globálisan szétszóródnak a világ

¹⁴⁶² Lásd BERLE, Adolf A., *Modern Functions of the Corporate System*, *Columbia Law Review*, Vol. 62. Issue 3. (1962) 448. old.

¹⁴⁶³ Lásd BERLE, Adolf A., *Modern Functions of the Corporate System*, *Columbia Law Review*, Vol. 62. Issue 3. (1962) 448-449. old.

minden tájáról befektetők között. Az egyéb érdekelteket, a közösséget érintő kockázatok 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 vagyont (jólétét), és az ilyen vállalatfelvásárlások több értéket osztanak újra, mint amennyit teremtenek. Továbbá kiemelték, hogy az egyéb érdekeltektől (pl. munkavállalók, beszállítók) a részvényesek irányába megnyilvánuló értékátcsoportosítások a vállalatfelvásárlási prémium jelentős részét tehetik ki.¹⁴⁶⁴ Az ilyen ügyleteket pedig nem lehet sem kívánatosnak, sem hatékonyak minősíteni.¹⁴⁶⁵ 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 ennek egyik okát: nevezetesen, hogy a vállalatfelvásárlás során a nyertesek számánál mind helyi, mind nemzeti szinten nagyobb a vesztesek száma. A részvényesek ugyanis viszonylag kevesen vannak az egyéb érdekeltekhez viszonyítva.¹⁴⁶⁶ Ehhez a fenti megfigyelés alapján hozzátenném, hogy amíg a vesztesek jellemzően helyben vannak (helyi, nemzeti szinten), addig a nyertesek szétszórtnak a világ minden tájára. Ez alapján pedig a vállalatfelvásárlások szabályozásában a *Pareto hatékonyság* irányába kell elmozdulni.¹⁴⁶⁷ Olyan vállalatfelvásárlási tranzakciókat kell célul kitűzni, és a szabályozásnak az olyan vállalatfelvásárlási tranzakciókat kell elősegítenie, melyek megfelelni törekednek a *Pareto hatékonyság* követelményének, azaz ha egy ilyen tranzakció során egyesek jobb helyzetbe kerülnek, addig mások jellemzően nem kerülnek rosszabb helyzetbe.

Amennyiben e szabályozási irány megvalósításában a vállalati szektor hatékonysága és nyereségessége iránt érzett aggodalom jelentene visszatartó erőt, érdemes felidézni az ezzel kapcsolatos legújabb kutatási eredményeket. Különösen kiemelném *Aleksandra Kacperczyk*¹⁴⁶⁸ professzornak a *Strategic Management Journal* hasábjain 2009-ben megjelent,

¹⁴⁶⁴ 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.

¹⁴⁶⁵ Lásd BEBCHUK, Lucian A., *Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers*, Harvard Law Review, Vol. 98. Issue 8. (1985.) 1793. old.

¹⁴⁶⁶ Lásd COFFEE, John C., *Unstable Coalitions: Corporate Governance as a Multi-Player Game*, Georgetown Law Journal, Vol. 78. Issue 5. (1990) 1548. old.

¹⁴⁶⁷ Lásd MCDANIEL, Morey W., *Stockholders and Stakeholders*, Stetson Law Review, Vol. 21. (1991) 129-130. old.

¹⁴⁶⁸ Aleksandra Kacperczyk az MIT Sloan School of Management professzora.

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.¹⁴⁶⁹ A kutatás eredményeit az alábbiakban összegzem. A kutatásnak először sikerült kimutatnia a vállalatfelvásárlások elleni védettség pozitív hatását a vállalatok egyéb érdekeltekkel szemben tanúsított 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 védettséggel rendelkező cégek menedzserei kiterjesztik az értékteremtéssel kapcsolatos koncepciójukat, mely korábban a részvényesek és esetleg a technikai (a társasággal közvetlen kapcsolatban álló) egyéb érdekeltek (így a munkavállalók és fogyasztók) érdekeit részesítette előnyben. A hivatalban lévő menedzserek így kiterjesztették figyelmüket az olyan egyéb érdekeltek körére is, akik csak közvetett kapcsolatban állnak a nyilvánosan működő részvénytársasággal. Ilyen érdekeltek például 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 érdekeltekre 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.¹⁴⁷⁰

¹⁴⁶⁹ 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.

¹⁴⁷⁰ 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.

4. Javaslatok

Fentiek tükrében véleményem szerint nem lehet kérdéses, hogy az Európai Unió szabályozási modelljének további fejlesztésére milyen irányba kell javaslatokat megfogalmazni. Az illeszkedne Európa társasági kultúrájához, ha a részvényesi érdekeket védő szabályozás megtartásával párhuzamosan, és azzal összhangban, kialakításra kerülne az egyéb érdekelték hatékonyabb védelme is. Ha nem csak utalás történne 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, a teljesen uniformizált megközelítés alapvetően téves. Elég, ha a piaci és befektetői igények szempontjaira nagyon is nyitott *Delaware* állam bírói gyakorlatát nézzük meg, mely nem ritkán „fenyegetést” lát a vállalatfelvásárlási ajánlatokban. Ebből, és az 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 a 2004/25/EK irányelv semlegességi szabályát opcionálissá tevő 12. cikket inkább helyénvalónak kellene minősíteni, nem pedig kárhóztatni. Legfontosabb hiányossága viszont a vállalatfelvásárlási irányelvnek, hogy nem határozza meg azokat az érdekeket, melyekre a vállalat vezetésének vállalatfelvásárlási helyzetben figyelmet kell vagy lehet fordítania. A semlegességi szabályt nem alkalmazó tagállamokban például ezen érdekek védelmében nyílna meg a vállalat vezetésének beavatkozási lehetősége, kerülhetne sor védekező intézkedések elfogadására. Ebben a tekintetben vélhetően az irányelv 3. cikk (1) bek. c) pontnak kellene eligazítást nyújtania, nevezetesen, hogy a céltársaság ügyviteli vagy irányító szervének a „társaság, mint egész érdekében kell eljárnia”. Azonban ez a szabály is nélkülözi a konkrétumokat. Véleményem szerint a „társaság érdekének”, „társaság, mint egész érdekének” meghatározását konkrétan tartalmaznia kellene a vállalatfelvásárlási irányelvnek, hogy vállalatfelvásárlási helyzetekben általános jelleggel (tehát azokban az esetekben is, mikor a részvényesek döntése vagy a nemzeti szabályozás okán nem érvényesül a semlegességi szabály) 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, a társaságnak székhelyül szolgáló állam érdekeit és nemzetgazdasági szempontokat. Továbbá érdemes lehet figyelemmel lenni közösségi és társadalmi megfontolásokra, különös tekintettel azokra a közösségekre, melyekben vagy melyek közelében a társaság tevékenységeit végzi. Álláspontom szerint egy ehhez hasonló átfogó definíciót kellene biztosítani az irányelvnek a „társaság, mint egész” érdekének meghatározásáról.

Amikor pedig meghatározásra került a fentiek alapján az irányelv által (és így a tagállamok nemzeti jogában is) a „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.¹⁴⁷¹ 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), véleményem szerint sehol sem szerencsés, ha a semlegességi szabály kategórikusan útját állja a beavatkozásnak.¹⁴⁷² Mivel minden tranzakció egyedi (és így például éppen lehetséges, hogy

¹⁴⁷¹ Lásd 2004/25/EK irányelv 3. cikk (1) c)

¹⁴⁷² Zohar Goshen és Gideon Parchomovsky professzorok a Duke Law Journal hasábjain megjelent *The Essential Role of Securities Regulation* című tanulmányukban arra az álláspontra helyezkednek, hogy az értékpapírijogi (és tőkepiaci) szabályozás fő célja, hogy kompetitív piacot hozzon létre a szofisztikált professzionális befektetők és elemzők (információs kereskedők) részére. Hibásnak ítélik azt a megközelítést, mely szerint az értékpapírijogi (és tőkepiaci) szabályozás célja a hétköznapi, kisbefektetők védelme. Az értékpapírijog álláspontjuk szerint ugyanis nem „fogyasztóvédelmi jog”. (Lásd: GOSHEN, Zohar, GIDEON, Parchomovsky, *The Essential Role of Securities Regulation*, Duke Law Journal, Vol. 55. Number 4. (2006) 711-782. old.) Ezzel kapcsolatban az a véleményem, hogy lehet ezt a megközelítést is kiindulási alapul tekinteni. Az Egyesült Államokban a vállalatfelvásárlásokra vonatkozó szövetségi szintű szabályozás alapvetően ezt a megközelítést is követi. Az információk rendelkezésre állását biztosítja, de egyébként nem védi kimondottan a különböző érdekelti csoportokat (pl. részvényeseket) vállalatfelvásárlási helyzetekben. A Securities and Exchange Commission ezt kiegészítő szabályozása már ugyanakkor tartalmaz bizonyos védelmet a részvényesek számára vállalatfelvásárlások esetén, míg a tagállamok társasági jogi szabályozása a részvényesi és egyéb érdekelti érdekek védelmében is erőteljesen beavatkozik a vállalatfelvásárlási tranzakciókba. Így végül is a vállalatfelvásárlásokra vonatkozó amerikai szabályozás szintén tartalmaz fogyasztóvédelmi elemeket. Az Európai Unió szabályozása, így a vállalatfelvásárlási irányelv pedig alapvetően a részvényesek, kisebbségi részvényesek érdekeinek védelmét szolgálja, így egyértelműen „fogyasztóvédelmi” arculata van. Amennyiben pedig az értékpapírijogi (és tőkepiaci) szabályozás fogyasztóvédelmi jelleget ölt, és nem a Zohar Goshen és Gideon Parchomovsky professzorok által kijelölt utat követi, akkor nem tartom indokoltnak, hogy a társaságban

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. Az irányelv 12. cikke alapján az ehhez hasonló szabályozási megoldások kialakításának lehetősége a semlegességi szabályból kiszereződött tagállamok esetében tulajdonképpen adott. 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).¹⁴⁷³ 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 tekintettel a vállalatban jelenlévő érdekelték körének összetett értelmezésére, szintén szükséges előírni, hogy az ajánlattevő adjon tájékoztatást az ajánlatnak a „társaság, mint egész” fogalom alá tartozó valamennyi érdekeltre gyakorolt hatásáról. Az ajánlat e részében az ajánlattevőnek be kell mutatnia azt is, hogy miként fog a vállalatfelvásárlás valóban új értéket teremteni. Az ajánlattevő pedig ebben a tekintetben adott nyilatkozatának alapállításaihoz szintén kötve legyen a vállalat felvásárlását követően középtávon. Így az ajánlatnak a társasághoz kapcsolódó összes érdekeltre gyakorolt hatása (mind a részvényesekre, mind az egyéb érdekeltre 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 megteremtése a feladat. Jelenleg ez az általános elvek szintjén már megjelenik az irányelvben, csupán annak tényleges szabályozásában kellene hathatósabban

jelenlévő egyik érdekelti csoport (pl. részvényesek) érdekeit kiemelt védelemben részesítse, míg más érdekelt (pl. egyéb érdekelt) számára ne biztosítsa érdekeik bizonyos szintű védelmét. Sőt, különösen nem tartom megfelelőnek olyan szabályozási megoldások jelenlétét, melyek a vállalatfelvásárlási ügyletekben a részvényesi érdekek védelmének biztosítását (így az azonnali, jelentős hozamot) akár más érdekelt rovására is lehetővé teszik. Ha fogyasztóvédelmi színezetet adunk e jogi szabályozásnak, akkor indokolt, hogy az ne korlátozódjon egyes érdekelti csoportokra kizárólagosan. Fontosnak látom azt is, hogy az egyes érdekelti csoportok védelme ne valósulhasson meg esetlegesen más csoportok hátrányára.

¹⁴⁷³ 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

érvényesíteni ezt az egyensúlyt. Ebben a tekintetben a német példát látom követendőnek. Németország ugyanis nem alkalmazza kötelezően az irányelv semlegességi szabályát, - hanem annál tágabb mozgásteret biztosít a vállalatok vezetésének.¹⁴⁷⁴ A német *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz* (WpÜG)¹⁴⁷⁵ ugyanis lehetővé teszi a társaságok igazgatóságainak, hogy az ajánlattételi szándék közzétételétől az ajánlat eredményének közzétételéig terjedő időszakban is intézkedéseket tegyenek (akár 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 részvénytörzsi program), továbbra is a közgyűlés jóváhagyásához kötöttek.¹⁴⁷⁶

Fenti példa alapján olyan szabályozási modell kialakítását látom a legoptimálisabbnak, mely alapvetően a részvényesi döntéshozatal talaján áll. Így főszabályként a vállalatfelvásárlásokkal szembeni védekező intézkedések elfogadásához közgyűlési (részvényesi) felhatalmazás szükséges, tehát a semlegességi szabály alkalmazandó. Ez a vállalat vezetése és a részvényesek között megjelenő érdekkonfliktus kezeléséhez szükséges. Amennyiben viszont az ajánlattevő által közzétett (és immár kötelező érvényű) információk alapján a céltársaság felügyelőbizottsága, vagy (egységes irányítási rendszer esetén) független igazgatótanácsi tagjai arra az álláspontra helyezkednek, hogy az ajánlat nem szolgálja a „társaság, mint egész érdekét” (mérlegelve az e fogalom által lefedett érdekeltel teljes körének érdekeit), akkor különleges szabályok érvényesülnek. Először is az ajánlatról szóló jelentésben indokolt véleményükben ki kell fejteniük, hogy az ajánlat milyen negatív hatást gyakorol a „társaság, mint egész érdekére”, illetve hogy ez mely érdekelti csoportoknál jelentkezik. Ez alapján pedig felhatalmazhatják az igazgatóságot/az operatív igazgatókat a vállalatfelvásárlás elleni védekezés megszervezésére, védekező intézkedések elfogadására. A felhatalmazás megadására vonatkozó érveket közzé kell tenni. Így ebben az esetben eltérés engedett a semlegességi szabálytól, a részvényesi döntéshozatal elvétől. Az így meghozott döntés ellen az ajánlattevő, illetve a céltársaság részvényesei bírósághoz fordulhatnak, melynek – adott esetben – a jogi szabályozás alapján mérlegelnie kell a konkrét ajánlat viszonyát a „társaság, mint egész érdekéhez”.

¹⁴⁷⁴ Lásd *The Takeover Bids Directive Assessment Report*, 190. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

¹⁴⁷⁵ "Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz vom 20. Dezember 2001 (BGBl. I S. 3822) Elérhető: http://www.gesetze-im-internet.de/wp_g/BJNR382210001.html

¹⁴⁷⁶ Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz § 33. (A társaságok az Európai Unió vállalatfelvásárlási irányelvének semlegességi szabályába a §33a. alapján tudnak beszerezni, alapszabályuk ennek megfelelő megfogalmazásával/módosításával.)

Szintén fontosnak látom megemlíteni egy hiányosságot az irányelv jelenleg hatályos szövege által megfogalmazott semlegességi szabályban. A semlegességi szabály alkalmazásával, annak hatályával kapcsolatban ésszerű feltenni a kérdést, hogy az érvényesül-e a nem uniós 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 Uniót 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 az ún. *poison pill* (méregpirula) védekezési módszer alkalmazására, mely hatékony védelmet nyújt a vállalatfelvásárlások ellen, a vállalati érték érintetlenül hagyása mellett.¹⁴⁷⁷ 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 lépnének fel. Ilyen ajánlattevőkkel szemben viszont a céltársaság menedzsmentjének semlegességét fenntartani véleményem szerint nem indokolt az irányelv jelenlegi szabályozása alapján, és ezt az irányelvnek is kifejezetten rögzítenie kellene. Felmerülhetne még ilyen helyzetekben a reciprocitás (kölcsonosság) 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 Uniót 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.¹⁴⁷⁸ Így például egy olyan szabályozási megoldás lenne szükséges véleményem szerint (amennyiben az irányelv jelenleg érvényesülő szabályozási rezsímjét vesszük alapul), mely az Európai Uniót kívüli ajánlattevőkkel szemben akkor enged teret a semlegességi szabály alkalmazásának, ha az ajánlattevő társaság hasonló rendelkezés hatálya alá esik, vagy elfogadott ilyet magára nézve.¹⁴⁷⁹

¹⁴⁷⁷ The Takeover Bids Directive Assessment Report, 185. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

¹⁴⁷⁸ MENJUCQ, Michel, *The European Regime on Takeovers*, *European Company and Financial Law Review*, Vol. 3. Issue 2. (2006) 232-233. old.

¹⁴⁷⁹ 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

Végezetül érinteném a részvényesi érdekek védelmét, mely ugyanakkor ez idáig is erőteljes hangsúlyt kapott az irányelvben. A céltársaság részvényeseinek védelmét még a kötelező vételi ajánlattételi szabály alól biztosított kivételi rezsimek, illetve a szavazati jogot meg nem testesítő értékpapírok birtokosainak nyújtott védelem tekintetében látom erősíthetőnek.

Az irányelv szabályozásának a nemzeti jogrendszerekbe való átültetésének vizsgálata alapján egyértelműnek tűnik, hogy több uniós tagállam is alkalmaz – jellemzően praktikus okokkal indokolható – kivételeket a kötelező vételi ajánlattételi szabály alól.¹⁴⁸⁰

Ezek pedig alkalmasak lehetnek a társaság feletti irányítás megváltozása esetén a részvényesi érdekek számára az irányelv által nyújtott garanciális védelem gyengítésére. Álláspontom szerint még nem áll rendelkezésre bizonyíték arra vonatkozóan, hogy ezen eltérések, kivételek számottevően lerontják az irányelv érvényesülését abban a tekintetben, amelyre elfogadásakor szánták: nevezetesen, amikor a társaság feletti irányítás ténylegesen megváltozik. Mindazonáltal indokoltnak látnám mélyebb vizsgálat tárgyává tenni az egyes eltérések, kivételi kategóriák tagállamokban való gyakorlati alkalmazását, hogy tényleges hatásukról átfogó képet nyerjünk.¹⁴⁸¹

Amennyiben bizonyos kivételek kockázatosnak bizonyulnak a részvényesi érdekek védelme szempontjából, indokolt szabályozási lépéseket tenni. Így vagy tilalmazni szükséges azokat, vagy csak átmeneti jelleggel lehet lehetővé tenni alkalmazásukat, illetve ellensúlyozni kell hatásukat. Ez utóbbira jó szabályozási megoldás lehet – az ajánlattételi kötelezettség alól való mentesülésért cserébe – az irányító részesedés meghatározott időszak alatt való lecsökkentésének előírása, vagy akár az irányító részesedéshez kapcsolódó szavazati jogok átmeneti nyugvása.

Vizsgálendő kérdés még az irányelv jelenlegi szabályozása tekintetében a szavazati joggal nem rendelkező részvényesek helyzete. A 2004/25/EK irányelv 2. cikk (1) bekezdés e) pont értelmében értékpapírnak minősül – az irányelv alkalmazása során – minden, egy társaságban szavazati jogot biztosító átruházható értékpapír. Így az irányelv által biztosított garanciák nem

Paper, 2002) 57., 61. old. Elérhető (2015. január 12.): <http://www.europarl.europa.eu/meetdocs/committees/juri/20030122/Study%20Takeover%20bids.pub.pdf>,

¹⁴⁸⁰ Lásd 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) 6-7. old. Elérhető (2015. július 5.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/COM2012_347_en.pdf

¹⁴⁸¹ V.ö. 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) 10. old. Elérhető (2015. július 5.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/COM2012_347_en.pdf

érvényesülnek alapvetően a szavazati jogot meg nem testesítő értékpapírok (részvények) esetében. Az irányelv ezzel kapcsolatban preambulumban ki is fejt, hogy 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 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.¹⁴⁸²

Ez alapján indokolt lenne felmérni, hogy milyen hatást gyakorol a szavazati joggal nem rendelkező részvények birtokosaira az a helyzet, mely szerint számukra alapvetően nem biztosít az irányelv garanciákkal ellátott kiszállási lehetőséget. Szintén érdemes lenne áttekinteni azt a védelmet, melyet számukra az egyes uniós tagállamok szabályozása biztosít. Amennyiben pedig érdeksérelmük kockázata fennáll vállalatfelvásárlási helyzetekben, célszerű lenne számukra is megfelelő kiszállási lehetőséget biztosítani a céltársaságból, és így egy szintre hozni a szavazati joggal rendelkező és nem rendelkező részvények birtokosainak védelmét (amennyiben viszont a nemzeti jogszabályok megfelelő védelmet biztosítanak számukra, ez nem tűnik szükségesnek).

A részvényesi érdekek kapcsán még egy, talán méltatlanul elhanyagolt kérdéstről kell szót ejtenem. Ez pedig az ajánlattevő részvényeseinek helyzete. Több kutatás is rámutat ugyanis arra, hogy vállalatfelvásárlási helyzetben az ő érdeksérelmük is felmerülhet. Ehhez vezethetnek az ajánlattevő menedzsmentjének esetleges „birodalomépítő” törekvései¹⁴⁸³ vagy a céltársaság megszerzése érdekében eszközölt túlfizetések.¹⁴⁸⁴ E jelenségek, veszélyek gyakoriságáról, mértékéről azonban mind a mai napig nem állnak átfogó információk rendelkezésre. Így indokolt lenne e jelenségek terjedelmét felmérni annak megállapítására, hogy esetlegesen felmerül-e szabályozási beavatkozást igényelő érdekkonfliktus. Amennyiben beigazolódna, hogy a vállalatfelvásárlási ügyletekhez kapcsolódó egyik fontos érdekellentét – a jelenlegi szabályozási irányokkal szemben – éppen az ajánlattevő

¹⁴⁸² Lásd 2004/25/EK irányelv Preambulum 11.

¹⁴⁸³ Lásd 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) 347) 7. old. Elérhető (2014. november 1.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/COM2012_347_en.pdf

¹⁴⁸⁴ 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.; BEBCHUK, Lucian A., *The Case for Facilitating Competing Tender Offers*, Harvard Law Review, Vol. 95. Issue 5. (1982) 1033. old.; 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.

menedzserei és részvényesei között merülhet fel, akkor az e tranzakciók szabályozásának is egy új irányt adhatna.¹⁴⁸⁵

¹⁴⁸⁵ V.ö. 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.

Summary

Dr. Vendel Halász

Interests and Values in the Takeover Regulation of the European Union and the United States

Corporate takeovers can be considered as one of the most remarkable capital market transactions regarding their values and effects. However, significant interest conflicts can emerge relating to these transactions. The main purpose of my work was the comparative analysis of European and US takeover regulation. During this analysis I tried to find answer to the question, that which interests (and so values) are more significantly emphasized, and so protected with guarantees in the different regulatory approaches. According to corporate governance scholarship, the shareholder and stakeholder interests can be considered as the main spheres of interest in public corporations. In consideration of this approach, also my work analyzed the emergence of those interests in takeover regulation. With this object I examined in the European Union the community regulation and also the regulatory solutions of the member states, while in the United States the federal and state-level legislation, and also the judicial decisions. To reach established conclusions, I also found it necessary to review in details the emerging interest conflicts in case of takeover transactions, and also the possible methods of treating those.

In my work I was led to the conclusion, that the regulatory solutions of the European Union provide both on community and member state level guarantees more vigorous for shareholder interests, as the comparable US solutions. In case of stakeholders, on the contrary seems to be the truth. However, this conclusion might be surprising: the takeover regulation of the United States (which country has a corporate regulation staying on the ground of shareholder primacy) offers more protection (taking into consideration both federal and state level regulatory solutions) to the interests of stakeholders in takeover situations, as Europe (where the importance of “community interests” in the corporate sphere is traditionally emphasized).

Based on this finding, I urge a more vigorous consideration of stakeholder interests in European regulation (and so in the takeover directive), - in line with upholding the extensive protection of shareholder interests. Takeover transactions (especially with the assistance of European regulatory solutions) provide guaranteed and usually significant immediate profit to

shareholders, while carrying potential risks to stakeholders. Taking this into consideration, regulatory approach should promote the alignment of shareholder and stakeholder interests and fortune, so a shift is needed in the direction of Pareto-efficiency. The source of premium paid to shareholders should not be the realignment of value from other corporate constituencies, and so such transactions will be proved beneficial for the society as a whole. To reach this objective, I propose to define exactly the relevant corporate constituencies, corporate interest spheres (the exposition of the notion “the interests of the company as a whole”), and also to disclose in the offer document the mid-term effects of the transaction on those interests (and to properly discipline false or inadequate disclosure). If the transaction does not take into consideration the interests of stakeholders and the company on a reasonable level, I find it improper to anathematize target management to stay neutral. In these cases I find it reasonable to give the opportunity to supervisory boards/independent directors, to exonerate target management under the neutrality rule to protect the “the interests of the company as a whole”.

To promote also shareholder interests, I referred to the issue of national derogations under the application of mandatory bid rule; and also to the position of the holders of shares which do not carry voting rights.

I also would find it reasonable to assess the impact of takeovers on the shareholders of the offeror company, which could point out a new interest conflict compared to existing regulatory approaches.

Összefoglaló

Dr. Halász Vendel

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

A vállalatfelvásárlási ügyletek értéküket és hatásukat tekintve a legjelentősebb tőkepiaci tranzakciók közé tartoznak. E tranzakciók során ugyanakkor jelentős érdekkonfliktusok merülhetnek fel. Dolgozatom célja az Európai Unió és az Egyesült Államok vállalatfelvásárlási szabályozásának összehasonlító elemzése volt. Az elemzés során arra kerestem a választ, hogy mely érdekek (és így értékek) kapnak komolyabb hangsúlyt és így jelentősebb garanciákat a szabályozási megoldásokban. Tekintettel arra, hogy a felelős társaságirányítás tudománya szerint a társaság fő érdekszféráit a részvényesi és egyéb érdekelti érdekek testesítik meg, ezért dolgozatom is ezek érvényesülését vizsgálta meg. Elemzéseim során áttekintettem az Európai Unióban a közösségi és tagállami szabályozási szinteket, míg az Amerikai Egyesült Államokban a szövetségi és tagállami jogalkotást, illetve az azt kiegészítő elvi jelentőségű bírósági határozatokat is. A megalapozott következtetések levonásához szükségesnek tartottam, hogy a vállalatfelvásárlásokat jellemző érdekellentétek, és feloldásuk lehetséges módja is minél alaposabban bemutatásra kerüljön.

Dolgozatomban arra a következtetésre jutottam, hogy az Európai Unió szabályozási megoldásai mind közösségi, mind tagállami szinten erőteljesebb garanciákat biztosítanak a részvényesi érdekek számára, mint a velük összehasonlítható amerikai szabályozás. Az egyéb érdekelték esetében viszont ennek pont az ellenkezője tűnik igaznak. Ez a következtetés viszont meglepőnek is tűnhet: a részvényesi érdekek elsődlegességét kiindulási alapnak tekintő Egyesült Államok vállalatfelvásárlási joga (figyelembe véve a szövetségi és tagállami szintű szabályozást) komolyabb teret enged a vállalatfelvásárlások során az egyéb érdekelték védelmének, mint a „közösségi érdekek” társasági szférában betöltött fontosságára hagyományosan hangsúlyt helyező Európa.

E következtetés alapján az Európai Unió szabályozásában (így a vállalatfelvásárlási irányelvben) az egyéb érdekelték érdekeinek erőteljesebb figyelembe vételét szorgalmazom (a részvényesi érdekek védelmének megtartásával párhuzamosan). A vállalatfelvásárlási ügyletek (különösen az Európai Unióban érvényesülő szabályozási megoldások segítségével)

garantált és általában jelentős azonnali hozamot jelentenek a részvényeseknek, míg az egyéb érdekeltek számára potenciálisan kockázatokat hordoznak. Ez alapján a két érdekelti csoport érdekei és sorsa közötti összhang erősítése szükséges, és a szabályozási modellnek a *Pareto-hatékonyság* megvalósítása irányába kellene lépéseket tennie. Fontos célkitűzés lehet, hogy a részvényesek számára kifizetett felár forrása ne a társaságban jelenlévő egyéb érdekeltektől kerüljön átcsoportosításra. Így az ilyen ügyletek megvalósítása össztársadalmi szinten is hasznosnak bizonyulna. Ehhez a társaságban jelenlévő érdekelti csoportok pontos meghatározására (a „társaság, mint egész” fogalom kibontására), illetve az ügyletnek e csoportokra középtávon gyakorolt hatásainak ajánlati dokumentációban való közzétételére (és a valótlan információ-szolgáltatás szankcionálására) teszek javaslatot. Amennyiben pedig az ügylet az egyéb érdekeltek és a társaság érdekeit nem veszi megfelelő mértékben figyelembe, helytelennek látom, hogy a részvényesi érdekek védelmében semlegességre kötelezzük a céltársaságok menedzsmentjeit. Ellenben a felügyelőbizottság, illetve a független igazgatók számára lehetőséget biztosítanék arra, hogy ilyen helyzetekben a társaság, mint egész érdekének védelmében mentesíthessék a céltársaság vezetését a semlegességi szabály hatálya alól.

A részvényesi érdekek védelmének további erősítése érdekében a kötelező vételi ajánlattételi szabály hatálya alól a tagállamok által meghatározott kivételek kérdését, illetve a szavazati joggal nem rendelkező részvényesek helyzetét vetettem fel.

Továbbá indokoltnak látnám felmérni a vállalatfelvásárlásoknak az ajánlattevő részvényeseire gyakorolt hatását is, mely az eddigi szabályozási irányokhoz képest egy új érdekkonfliktust hozhat felszínre.

A dolgozatban hivatkozott legfontosabb források jegyzéke

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. BAYNE, David Cowan, S. J., *Traffic in Corporate Control – Whitemail*, *University of Detroit Mercy Law Review*, Vol. 78. Issue 4. (2001)
9. BEBCHUK, Lucian Arye, COATES, John C., SUBRAMANIAN, Guhan, The Powerful Anti-Takeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence and Policy, *Stanford Law Review*, Vol. 54. Issue 5. (2002)
10. BEBCHUK, Lucian Arye, COHEN, Alma & FERREL, Allen, Does the Evidence Favor State Competition in Corporate Law?, *California Law Review*, Vol. 90. Issue 6. (2002)
11. BEBCHUK, Lucian Arye, Federalism and the Corporation: The Desirable Limits on State Competition in Corporate Law, *Harvard Law Review*, Vol. 105. Number 7. (1992)
12. 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 Rights, NBER Working Paper No. 6951 (1999), Harvard Law School Olin Discussion Paper No. 249 (1999) Elérhető (2015. június 4.): http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=147590;
13. BEBCHUK, Lucian Arye, Limiting Contractual Freedom in Corporate Law: The Desirable Constraints on Charter Amendments, *Harvard Law Review*, Vol. 102. Issue 8. (1989)
14. BEBCHUK, Lucian Arye, The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers, *The University of Chicago Law Review*, Vol. 69. Issue 3. (2002)
15. BEBCHUK, Lucian Arye, The Case for Facilitating Competing Tender Offers, *Harvard Law Review*, Vol. 95. (1982)
16. BEBCHUK, Lucian Arye, The Case for Facilitating Competing Tender Offers: A Reply and Extension, *Stanford Law Review*, Vol. 35. Issue 1. (1983.)

17. BEBCHUK, Lucian Arye, The Case for Increasing Shareholder Power, *Harvard Law Review*, Vol. 118. Issue 3. (2005)
18. BEBCHUK, Lucian Arye, The Pressure to Tender: An Analysis and a Proposed Remedy, *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 12. Issue 3. (1987)
19. BEBCHUK, Lucian Arye, Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers, *Harvard Law Review*, Vol. 98. Issue 8. (1985)
20. BEBCHUK, Lucian Arye, Why Firms Adopt Antitakeover Arrangements, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 152. Issue 2. (2003)
21. 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
22. 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,
23. 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)
24. 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>
25. 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)
26. BERLE, Adolf A., Corporate Powers As Powers in Trust, *Harvard Law Review*, Vol. 44. Issue 7. (1931)
27. BERLE, Adolf A., MEANS, Gardiner C., *The Modern Corporation and Private Property* (New York, Macmillan, 1932)
28. BERRAR, Carsten, *Die Entwicklung der Corporate Governance in Deutschland im internationalen Vergleich* (Baden-Baden, 2001)
29. BERRY, Wendell, Does Community Have a Value?, in *Home Economics*, North Point Press, (1987)
30. 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)
31. 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;
32. BICZI, Éva, Az új tőkepiaci törvény és a részvénytársaságok, *Cég és Jog*, 4. évf. 6. szám (2002)
33. BLACK, Bernard S., Agents Watching Agents: The Promise of Institutional Investor Voice, *University of California Law Review*, Vol. 39. Issue 4. (1992)

34. 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)
35. BLACK, Bernard, The Core Institutions that Support Strong Securities Markets, *Business Lawyer*, Vol. 55. Issue 4. (2000)
36. BOOTH, Richard A., State Takeover Statutes Revisited, *Michigan Law Review*, Vol. 88. Issue 1. (1989)
37. BÖCKLI, Peter, Konvergenz: Annäherung des monistischen und das dualistischen Führungs- und Aufsichtssystem, in *Handbuch Corporate Governance* (Szerk.: HOMMELHOFF és mások, Köln, 2003)
38. BRADFORD, Steven C.: Stamping Shareholders and Other Myths: Target Shareholders and Hostile Tender Offers, *Journal of Corporation Law*, Vol. 15. Issue 3. (1990.)
39. BRATTON, William W., Shareholder Primacy's Corporatist Origins: Adolf Berle and the Modern Corporation, *Journal of Corporation Law*, Vol. 34. Issue 1. (2008)
40. BROWN, Frank W., COMMENTS-Corporate Defenses to Takeover Bids, *Tulane Law Review*, Vol. 44. Issue 3. (1969-1970)
41. BRUDNEY, Victor, CHIRELSTEIN, Marvin A., Fair Shares in Corporate Mergers and Takeovers, *Harvard Law Review*, Vol. 88. Issue 2. (1974)
42. BRUDNEY, Victor, Contract and Fiduciary Duty in Corporate Law, *Boston College Law Review*, Vol. 38. Number 4. (1997)
43. 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)
44. CAI, Wei, Hostile Takeovers and Takeover Defences in China, *Hong Kong Law Journal*, Vol. 42. Part 3. (2012)
45. 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)
46. CARY, William L., Federalism and Corporate Law: Reflections upon Delaware, *Yale Law Journal*, Vol. 83. Number 4. (1974)
47. CHATTERJEE, Sayan, HARRISON, Jeffrey S., BERGH, Donald D., Failed Takeover Attempts, Corporate Governance and Refocusing, *Strategic Management Journal*, Vol. 24. Number 1. (2003)
48. CHATTERJEE, Sayan, Sources of Value of Takeovers: Synergy or Restructuring – Implications for Target and Bidder Firms, *Strategic Management Journal*, Vol. 13. (1992)
49. CHEFFINS, Brian R., Corporate Law and Ownership Structure: A Darwinian Link?, *University of New South Wales Law Journal*, Vol. 25. Issue 2. (2002)
50. 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).
51. CHOI, Stephen J., GUZMAN, Andrew T., Choice and Federal Intervention in Corporate Law, *Virginia Law Review*, Vol. 87. Issue 5. (2001)
52. CLARKE, David Jr., SCRIGGINS, L. P., Takeovers and the 1983 Maryland Fair Price Legislation, *Maryland Law Review*, Vol. 43. Issue 2. (1984.)

53. CLARKE, Donald C., Three Concepts of the Independent Director, Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 32. Issue 1. (2007)
54. COATES, John C., Empirical Evidence on Structural Takeover Defenses: Where Do We Stand?, University of Miami Law Review, Vol. 54. Issue 4. (2000)
55. COATES, John C., Note, State Takeover Statutes and Corporate Theory: The Revival of an Old Debate, New York University Law Review, Vol. 64. (1989)
56. 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.)
57. COFFEE, John C., Shareholders Versus Managers: The Strain in the Corporate Web, Michigan Law Review, Vol. 85. Issue 1. (1986.)
58. 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)
59. 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.)
60. COFFEE, John C., Unstable Coalitions: Corporate Governance as a Multi-Player Game, Georgetown Law Journal, Vol. 78. Issue 5. (1990)
61. 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,
62. 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
63. 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
64. 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.
65. 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,
66. CONARD, Alfred F., Corporate Constituencies in Western Europe, Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991)
67. COURCHENE, Thomas J., Corporate Governance as Ideology, Canadian Business Law Journal, Vol. 26. Issue 2. (1996.)
68. 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)

69. 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>,
70. 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.
71. DEMOTT, Deborah A., Comparative Dimensions of Takeover Regulation, Washington University Law Quarterly, Vol. 65. Issue 1. (1987)
72. 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)
73. DENT, George W., Unprofitable Mergers: Toward a Market-Based Legal Response, Northwestern University Law Review, Vol. 80. Issue 4. (1986)
74. 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)
75. DIPLOCK AO, Jane, Corporate Governance Post-Enron, Waikato Law Review, Vol. 13. (2005)
76. DODD, E. Merrick, For Whom Are Corporate Managers Trustees? Harvard Law Review, Vol. 45. Issue 7. (1932)
77. 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)
78. EASTERBROOK, Frank H., FISCHER, Daniel R., Auctions and Sunk Costs in Tender Offers, Stanford Law Review, Vol. 35. Issue 1. (1983.)
79. EASTERBROOK, Frank H., FISCHER, Daniel R., Corporate Control Transactions, Yale Law Journal, Vol. 91. Issue 4. (1982.)
80. EASTERBROOK, Frank H., FISCHER, Daniel R., The Corporate Contract, Columbia Law Review, Vol. 89. Issue 7. (1989)
81. 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)
82. EASTERBROOK, Frank, FISCHER, Daniel, Takeover Bids, Deffensive Tactics and Shareholder's Welfare, Business Lawyer, Vol. 36. Issue 5. (1981.)
83. EASTERBROOK, Frank, FISCHER, Daniel: Takeover Bids, Deffensive Tactics and Shareholder's Welfare, Business Lawyer, Vol. 36. Issue 5. (1981.)
84. 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)
85. EISENBERG, Melvin A, Board of Directors and Internal Control, Cardozo Law Review, Vol. 19. Issues 1-2. (1997)

86. ENRIQUES, Luca, The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive. Harmonization Without Foundation?, *European Company and Financial Law Review*, Vol. 1. Issue 4. (2004.)
87. ENRIQUES, Luca, VOLPIN, Paolo, Corporate Governance Reforms in Continental Europe, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 21. Number 1. (2007)
88. FALASCETTI, Dino, Shareholder Democracy and Corporate Governance, *Review of Banking and Financial Law*, Vol. 28. Issue 2. (2009)
89. 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)
90. FERRARINI, Guido, One Share – One Vote: A European Rule?, *European Company and Financial Law Review*, Vol. 3. Issue 2. (2006.)
91. FISCH, Jill. E., Imprudent Power: Reconsidering US. Regulation of Foreign Tender Offers, *Northwestern University Law Review*, Vol. 87. Issue 2. (1992–1993)
92. 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)
93. FRIEDMAN, Milton, The Social Responsibility of Business Is to Increase Its Profits, *N.Y. TIMES*, Sept. 13, 1970, (Magazine)
94. GADÓ, Gábor, Társasági jogi reform Európában, *Magyar Jog*, 53. évf. 6. sz. (2006)
95. 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.)
96. GARMS, Matthew, 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)
97. GARRETT, Ray, Model Business Corporation Act, *Baylor Law Review*, Vol. 4. Issue 4. (1952)
98. 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)
99. 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)
100. GILSON, Ronald J., A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers, *Stanford Law Review*, Vol. 33. Issue 5. (1981.)
101. GILSON, Ronald J., Controlling Shareholders and Corporate Governance: Complicating the Comparative Taxonomy, *Harvard Law Review*, Vol. 119. Issue 6. (2006)
102. GILSON, Ronald J., *Drafting on Effective Greenmail Prohibition*, *Columbia Law Review*, Vol. 88. Issue 2. (1988)
103. GILSON, Ronald J., Seeking Competitive Bids Versus Pure Passivity in Tender Offer Defense, *Stanford Law Review*, Vol. 35. Issue 1. (1982)
104. GILSON, Ronald J., The Case Against Shark Repellent Amendments: Structural Limitations on the Enabling Concept, *Stanford Law Review*, Vol. 34. Issue 4. (1982)

105. 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,
106. 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.)
107. GORDON, Jeffrey N., KOMHAUSER, Lewis A., *Takeover Defense Tactics: A Comment on Two Models*, *The Yale Law Journal*, Vol. 96. Issue 2. (1986)
108. GORDON, Jeffrey N., KORNHAUSER, Lewis A.: *Takeover Defense Tactics: A Comment on Two Models*, *The Yale Law Journal*, Vol. 96. Issue 2. (1986.)
109. 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)
110. GORDON, Jeffrey N., *Ties that Bond: Dual Class Common Stock and the Problem of Shareholder Choice*, *California Law Review*, Vol. 76. Issue 1. (1988.)
111. 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)
112. GOSHEN, Zohar, PARCHOMOVSKY, Gideon, *The Essential Role of Securities Regulation*, *Duke Law Journal*, Vol. 55. No. 4. (2006)
113. 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)
114. GREENFIELD, Kent, *Defending Stakeholder Governance*, *Case Western Reserve Law Review*, Vol. 58. Issue 4. (2008)
115. GREENFIELD, Kent, *Reclaiming Corporate Law in a New Gilded Age*, *Harvard Law and Policy Review*, Vol. 2. Issue 1. (2008)
116. GROSSMAN, Sanford J., HART, Oliver, *One Share-One Vote and the Market for Corporate Control*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 20. No. 1-2. (1988)
117. 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.
118. GUACCERO, Andrea, *Recent Developments in European Takeover and Corporate Law*, *Cardozo Journal of International and Comparative Law Review*, Vol. 12. Issue 1. (2004)
119. 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.)
120. HALÁSZ Vendel, *Beveszik-e az amerikai méregpirulát az Európai Unióban?* *Európai jog*, 2012. 1. sz.
121. HALÁSZ, Vendel, *A nemzeti tulajdonú vállalatok felelős társaságirányítási reformalternatívái*, *Kézirat*, (2012.) Fellelhető: Corvinus Egyetem Könyvtára (szakdolgozat)

122. HALÁSZ, Vendel, Érdékellentétek a saját részvénytulajdonlás területén, Magyar Jog, 11. sz. (2012)
123. HALÁSZ, Vendel, KECSKÉS, András, Társaságok a tőzsdén (HVG-ORAC, Budapest, 2011.)
124. HALÁSZ, Vendel: A részvénytulajdonlás összehasonlító kereskedelmi jogi elemzése in *Studia Iuvenum Iurisprictorum* (Szerk.: Drinóczi Tímea, Pécs, 2008)
125. HANDELMAN, Howard M., Composition of the Board of Directors, *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 4. Issue 3. (1979)
126. HANKS, James J. Jr., Playing with Fire: Nonshareholder Constituency Statutes in the 1990s, *Stetson Law Review*, Vol. 21. Issue 1. (1991)
127. HANNES, Sharon, The Hidden Virtue of Antitakeover Defenses, *Cardozo Law Review*, Vol. 24. Issue 5. (2003)
128. HANNES, Sharon, The Market for Takeover Defenses, *Northwestern University Law Review*, Vol. 101. Issue 1 (2007)
129. HANSMANN, Henry, KRAAKMAN, Reinier, The End of History for Corporate Law, *Georgetown Law Journal*, Vol. 89. Issue 2. (2001)
130. HARMON, William J., Corporate Freezeouts: A New Limitation Imposed by the Entire Fairness Standard, *University of Illinois Law Forum*, Vol. 1978. Issue 3. (1978)
131. 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;
132. 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)
133. 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)
134. 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,
135. 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)
136. HIRSHLEIFER, David és TITMAN, Sheridan, Share Tendering Strategies and the Success of Hostile Takeover Bids, *Journal of Political Economy*, Vol. 98. No. 2. (1990).
137. 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)
138. HOOK, George C., What is wrong with takeover legislation? *Northern Illinois University Law Review*, Vol. 8. (1988)

139. 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)
140. 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)
141. HOWARD, Geoffrey J., Takeover Defences: A Reappraisal, *University of Brit Columbia Law Review*, Vol. 24. Issue 1. (1990.)
142. 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.)
143. IRELAND, Paddy, Shareholder Primacy and the Distribution of Wealth, *The Modern Law Review Limited*, Vol. 68. Issue 1. (2005)
144. JACKSON, Katherine V., Towards a Stakeholder-Shareholder Theory of Corporate Governance: A Comparative Analysis, *Hastings Business Law Journal*, Vol. 7. Issue 2. (2011)
145. 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.)
146. 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)
147. 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)
148. JENSEN, Michael C., Takeovers: Their Causes and Consequences, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2. (1988)
149. JOHNSON, Lyman, Having the Fiduciary Duty Talk: Model Advice for Corporate Officers (and Other Senior Agents), *The Business Lawyer*, Vol. 63. Issue 1. (2007)
150. JOHNSON, Lyman, State Takeover Statutes: Constitutionality, Community, and Heresy, *Washington and Lee Law Review*, Vol. 45. (1988)
151. 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.)
152. JUAN-MATEU, Fernando, The Private Company in Spain – Some Recent Developments – *European Company and Financial Law Review* (2004) Vol. 1.
153. JULIEN, Rick, RIEGER, Larry, The missing link in corporate governance: Risk manager's role in corporate governance, *Risk Management*, No. 4. Vol. 50. (2003)
154. JUNEWISZCZ, James J., GREENE, Edward F., A Reappraisal of Current Regulation of Mergers and Acquisitions, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 132. Issue 4. (1984.)

155. 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)
156. KACPERCZYK, Aleksandra, With Greater Power Comes Greater Responsibility? Takeover Protection and Corporate Attention to Stakeholders. *Strategic Management Journal*, Vol. 30. Issue 3. (2009)
157. KAHAN, Marcel, ROCK, Edward B., Corporate Constitutionalism: Antitakeover Charter Provisions as Precommitment, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 152. Issue 2. (2003)
158. KAHAN, Marcel, ROCK, Edward B., Corporate Constitutionalism: Antitakeover Charter Provisions as Precommitment, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 152. Issue 2. (2003)
159. KAHAN, Marcel–ROCK, Edward B., Corporate Constitutionalism: Antitakeover Charter Provisions as Precommitment, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 152. Issue 2. (2003) 473-522. old.
160. KAJTÁR, István, *Egyetemes Állam és Jogtörténet*, (Dialog Campus, 2005)
161. 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)
162. 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)
163. KARMEEL, 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)
164. KARMEEL, 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)
165. KEAY, Andrew, Shareholder Primacy in Corporate Law: Can It Survive - Should It Survive, *European Company and Financial Law Review*, Vol. 7. Issue 3. (2010)
166. 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.
167. KECSKÉS, András, Az Enron botrány üzleti jogi kérdései, In: Ádám Antal (szerk.) *PhD Tanulmányok 6*. Pécs: PTE ÁJK Doktori Iskola, 2007.
168. KECSKÉS, András, Az Enron-botrány és az üzleti jog rohadt almái, *Magyar Jog*, 55. évf. 6. szám. (2008)
169. 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
170. KECSKÉS, András, *Felelős társaságirányítás: Corporate Governance (HVG-ORAC, Budapest, 2011.)*

171. KECSKÉS, András, Post Enron, Post Sarbanes-Oxley – De mi változott? In: Szikora Veronika (szerk.) Kihívások és lehetőségek napjaink magánjogában: tanulmánykötet
172. 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)
173. 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.)
174. KOULORIDAS, Athanasios, *The Law and Economics of Takeovers* (Hart, Oregon 2008)
175. 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.)
176. KYLE, Albert S., VILA, Jean-Luc, Noise Trading and Takeovers, *RAND Journal of Economics*, Vol. 22. No. 1. (1991)
177. LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILAINES, Florencio, SHLEIFER, Andrei, Corporate Ownership Around the World, *Journal of Finance*, Vol. 54. Issue 2. (1999)
178. LA PORTA, Rafael, LOPEZ-DE-SILANES, Florencio, SHLEIFER, Andrei, What Works in Securities Laws?, *The Journal of Finance*, Vol. 61. No. 1. (2006)
179. LI, Xiaoyang, Workers, Unions and Takeovers, *Journal of Labor Research*, Vol. 33. Issue 4. (2012)
180. 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)
181. LICHT, Amir N., The Maximands of Corporate Governance: A Theory of Values and Cognitive Style, *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 29. (2004)
182. LIEBERMAN, Neil, Justice Jackson in the Boardroom: A Proposal for Judicial Treatment of Shareholder – Approved Poison Pills, *Columbia Business Law Review*, Vol. 2008. Issue 1. (2008)
183. LIPTON, Martin, Corporate Governance in the Age of Finance Corporatism, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 136. No. 1. (1987)
184. LIPTON, Martin, Pills, Polls, and Professors Redux, *University of Chicago Law Review*, Vol. 69. Number 3. (2002)
185. LIPTON, Martin, Takeover Bids in the Target's Boardroom, *Business Lawyer*, Vol. 35. Issue 1. (1979)
186. LIPTON, Martin, Takeover Bids in the Target's Boardroom: A Response to Professors Easterbrook and Fischel, *New York University Law Review*, Vol. 55. (1980)
187. 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)
188. LUIZ, SM., The Draft Thirteenth Directive on Company Law concerning Takeover Bids, *South African Mercantile Law Journal*, Vol. 14. Issue 4. (2002)

189. 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)
190. 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)
191. MACEY, Jonathan R., MCCHESENEY, Fred S., *A Theoretical Analysis of Corporate Greenmail*, *Yale Law Journal*, Vol. 95. Number 1. (1985)
192. MACEY, Jonathan R., State Anti-Takeover Statutes: Good Politics, Bad Economics, *Wisconsin Law Review* (1988)
193. 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)
194. MAGNUSON, William, Takeover Regulation in the United States and Europe: an Institutional Approach, *Pace International Law Review*, Vol. 21. Issue 1. (2009)
195. MANNE, Henry G., Mergers and the Market for Corporate Control, *Journal of Political Economy*, Vol. 73. No. 2. (1965);
196. 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.)
197. MARTIN, Kenneth J., McCONNELL, John J., Corporate Performance, Corporate Takeovers and Management Turnover, *Journal of Finance*, Vol. 46. (1991)
198. MAUL, Silja, MUFFAT-JEANDET, Daniele, Die EU-Übernahmerrichtlinie (Teil I), *Die Aktiengesellschaft* (2004.)
199. 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,
200. 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)
201. MCDANIEL, Morey W., Stockholders and Stakeholders, *Stetson Law Review*, Vol. 21. Issue 1. (1991)
202. 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>
203. 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)
204. MENJUCQ, Michel, The European Regime on Takeovers, *European Company and Financial Law Review*, Vol. 3. Issue 2. (2006)
205. MILLON, David, Shareholder Primacy in the Classroom After the Financial Crisis, *Journal of Business & Technology Law*, Vol. 8. Issue 1. (2013)
206. MILLON, David, State Takeover Laws: a Rebirth of Corporation Law? *Washington and Lee Law Review*, Vol. 45. Issue 3. (1988)

207. MIRVIS, Theodore N., Two-Tier Pricing: Some Appraisal and „Entire Fairness” Valuation Issues, *The Business Lawyer*, Vol. 38. Issue 2. (1983)
208. MONTGOMERY, Maria Kuria, The Law of Poison Pills in New York, *Journal of Paralegal Education and Practice* (1991)
209. MOORE, Andrew G. T., The Birth of Unocal – a Brief History, *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 31. Issue 3. (2006)
210. NEIL, Harvey, Corporate Governance: The British Experience, *International Business Law Journal*, Vol. 1995. Issue 8 (1995)
211. 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)
212. NOTE, *Greenmail: Targeted Stock Repurchases and the Management-Entrenchment Hypothesis*, *Harvard Law Review*, Vol. 98. Number 5. (1985)
213. NOTE, The Conflict Between Managers and Shareholders in Diversifying Acquisitions: A Portfolio Theory Approach, *Yale Law Journal*, Vol. 88. Issue 6. (1979)
214. 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)
215. NYBERG, Sten, Reciprocal Shareholding and Takeover Deterrence, *International Journal of Industrial Organization*, Vol. 13. Issue 3. (1995)
216. O’CONNOR, Marleen A., Corporate Malaise – Stakeholder Statutes: Cause or Cure? *Stetson Law Review*, Vol. 21. Issue 1. (1991)
217. 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>
218. 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.)
219. OESTERLE, Dale A., The Negotiation Model of Tender Offer Defenses and the Delaware Supreme Court, *Cornell Law Review*, Vol. 72. Issue 1. (1986.)
220. 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)
221. 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)
222. PALMITER, Alan R., Reshaping the Corporate Fiduciary Model: A Director’s Duty of Independence, *Texas Law Review*, Vol. 67. No. 7. (1989)
223. PAPP, Tekla, Corporate Governance – Társaságirányítási rendszerek, 185–197. in *Acta Conventus de Iure Civili Tomus X.* (Szerk PAPP, Tekla: LECTUM KIADÓ, Szeged, 2009)

224. 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
225. PETERSON, David D. Jr., Front-End Loaded, Two-Tiered Tender Offer, *Northwestern University Law Review*, Vol. 78. Issue 4. (1983)
226. PINTO, Arthur R., *Corporate Takeovers Through the Public Markets in the United States*, *The American Journal of Comparative Law–Supplement to Volume 42* (1994.)
227. 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.)
228. RAHIM, Mia Mahmudur, The „Stakeholder Approach” to Corporate Governance and Regulation: An Assessment, *Macquarie Journal of Business Law*, Vol. 8. (2011)
229. 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>
230. RAMIREZ, Steven A., *American Corporate Governance and Globalization*, *Berkeley La Raza Law Journal*, Vol. 18. (2007)
231. RAVENSCRAFT, David, SCHERER, Frederic M., *Mergers, Sell-Offs and Economic Efficiency* (Brookings Institution, 1987)
232. REED, Stanley Foster, LAJOUX, Alexandra Reed, NESVOLD, Peter H., *The Art of M&A – A Merger/Acquisition Buyout Guide* (McGraw-Hill, New York, 2007)
233. REED, Stanley Foster, LAJOUX, Alexandra Reed, NESVOLD, Peter H., *The Art of M&A – A Merger/Acquisition Buyout Guide* (McGraw-Hill, New York, 2007)
234. REGAN, Paul L., What’s Left of Unocal? *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 26. Issue 3. (2001)
235. 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
236. RIBSTEIN, Larry E., Takeover Defenses and the Corporate Contract, *The Georgetown Law Journal*, Vol. 78. Issue 1. (1989.)
237. RIBSTEIN, Larry E., *Takeover Defenses and the Corporate Contract*, *The Georgetown Law Journal*, Vol. 78. Issue 1. (1989)
238. ROE, Mark J., German Codetermination and German Securities Markets, *Columbia Journal of European Law*, Vol. 5. Issue 2. (1999)
239. ROE, Mark J., Political Preconditions to Separating Ownership from Corporate Control, *Stanford Law Review*, Vol. 53. Issue 3. (2000)
240. 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.)
241. ROMANO, Roberta, A Guide to Takeovers: Theory, Evidence, and Regulation, *Yale Journal on Regulation*, Vol. 9. Issue 1. (1992)

242. ROMANO, Roberta, The Political Economy of Takeover Statutes, *Virginia Law Review*, Vol. 73. Issue 1. (1987)
243. 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>
244. 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)
245. SALE, Hillary A., Delaware's Good Faith, *Cornell Law Review*, Vol. 89. Issue 2. (2004)
246. SALE, Hillary A., Independent Directors as Securities Monitors, *Business Lawyer* (2005–2006) Vol. 61.
247. SÁNDOR, István, A bizalmi vagyonkezelés és a trust - Jogtörténeti és összehasonlító jogi elemzés (HVG-ORAC, Budapest, 2014.)
248. SARGENT, Mark A., On the Validity of State Takeover Regulation: State Responses to MITE and Kidwell, *Ohio State Law Journal* (1981/3)
249. 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.)
250. SCHIPPER, Katherine, THOMPSON, Rex, Evidence on the Capitalized Value of Merger Activity for Acquiring Firms, *Journal of Financial Economics*, Vol. 11. (1983)
251. SCHUBERT, David J., *Unocal Corp v Mesa Petroleum Co.*: A New Era of Fiduciary Duty, *Baylor Law Review*, Vol. 38. (1986)
252. 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)
253. SHAW, Richard A., Hostile Takeover Bids: Defensive Strategies, *Alberta Law Review*, Vol. 38. Issue 1. (2000)
254. SHLEIFER, Andrei, SUMMERS, Lawrence H., Breach of Trust in Hostile Takeovers, in *CORPORATE TAKEOVERS: CAUSES AND CONSEQUENCES* (A. Auerbach ed. 1988)
255. SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert W., A Survey of Corporate Governance, *The Journal of Finance*, Vol. 52. No. 2. (1997)
256. SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert W., Large Shareholders and Corporate Control, *The Journal of Political Economy*, Vol. 94. No. 3. (1986)
257. SHLEIFER, Andrei, VISHNY, Robert W., Value Maximization and the Acquisition Process, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2. Number 1. (1998.)
258. SHU-ACQUAYE, Florence, Corporate Governance Issues: United States and the European Union, *Houston Journal of International Law*, Vol. 29. Issue 3. (2007)
259. SILVERSTEIN, Bruce L., An Analysis of the Constitutional Validity of Delaware's „Business Combination” Statute, *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 13. (1988)

260. 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)
261. SJAFJELL, Beate, Political Path Dependency in Practice: the Takeover Directive, Yearbook of European Law, Vol. 27. (2008.)
262. 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.
263. SMITH, Gordon D., The Shareholder Primacy Norm, The Journal of Corporation Law, Vol. 23. Issue 2. (1998)
264. 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)
265. SPEECKAERT, Patrick, Corporate Governance in Europe, Fordham Finance, Securities and Tax Law Forum, Vol. 2. (1997)
266. 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)
267. SPRINGER, Jonathan D., *Corporate Constituency Statutes: Hollow Hopes and False Fears*, Annual Survey of American Law (1999)
268. SROUFE, Evelyn, GELBAND, Catherine, Business Combination Statutes: A Meaningful Opportunity for Success, Business Lawyer (ABA), Vol. 45. Issue 3. (1989-1990)
269. STONE, Katherine van Wezel, Employees as Stakeholders Under State Nonshareholder Constituency Statutes, Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991.)
270. STOUT, Lynn A., Bad and Not-so-Bad Arguments for Shareholder Primacy, Southern California Law Review, Vol. 75. Issue 5. (2002)
271. 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)
272. 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>,
273. 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)
274. SUBRAMANIAN, Guhan, Bargaining in the Shadow of Takeover Defenses, Yale Law Journal, Vol. 113. Issue 3. (2003.)
275. 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)
276. 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)

277. SYMPOSIUM, State Regulation of Tender Offers: Current Issues in Tender Offers, *Journal of Corporate Law*, Vol. 7. Issue 3. (1982)
278. SZUCHY, Róbert, Az összefonódás ellenőrzés európai uniós szabályai a jogbiztonság tükrében (L'Harmattan Kiadó, Budapest, 2011.)
279. The Takeover Bids Directive Assessment Report – ennek elkészítésében a Marcus Partners (Mazars Group) és a Centre for European Policy Studies vett részt az Európai Bizottság megbízásából. A dokumentum elkészítésében közreműködtek továbbá a következő cégek: Wolf Theiss (Ausztria), Eubelius (Belgium), Papaphilippou (Ciprus), Wolf Theiss (Csehország), Accura (Dánia), Raidla Lejins & Norcous (Észtország), Roschier (Finnország), Karatzas & Partners (Görögország), Wolf Theiss (Magyarország), Arthur Cox (Írország), Pavia e Ansaldo (Olaszország), PH Conac (Luxemburg), Houthoff Buruma (Hollandia), Siemiatkowski & Davies (Lengyelország), F Castelo Branco & Associados (Portugália), Wolf Theiss (Románia), Wolf Theiss (Szlovákia), Gómez-Acebo & Pombo (Spanyolország), Setterwalls (Svédország), Reynolds Porter Chamberlain LLP (Egyesült Királyság), Freehills (Ausztrália), Miller Thomson (Kanada), HHP (Kína), Cheng Wong Lam & Partners (Hong Kong), JSA Associates (India), Nagashima Ohno & Tsunematsu (Japán), Sameta Tax & Legal Consulting (Oroszország), és McCarter & English (Egyesült Királyság).
Elérhető:
http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf
280. THOMPSON, Robert B., Corporate Governance after Enron, *Houston Law Review*, Vol. 40. Issue 1. (2003)
281. 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)
282. TOMASIC, Roman, Company Law Modernisation and Corporate Governance in the UK - Some Recent Issues and Debates, *DICTUM - Victoria Law School Journal*, Vol. 1. (2011)
283. 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)
284. 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.)
285. VELASCO, Julian, Shareholder Ownership and Primacy, *University of Illinois Law Review*, Vol. 2010. Issue 3. (2010)
286. WACHTER, Michael L., Takeover Defense when Financial Markets are (Only) Relative Efficient, *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 151. Issue 3. (2003)
287. WALLMAN, Steven M.H., Corporate Constituency Statutes: Placing the Corporation's Interests First, *Bussiness Law Update*, Nov.-Dec. 1990.
288. WALLMAN, Steven M.H., The Proper Interpretation of Corporate Constituency Statutes and Formulation of Director Duties, *Stetson Law Review*, Vol. 21. (1991)
289. 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)

290. 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)
291. WELLS, Harwell, The Birth of Corporate Governance, *Seattle University Law Review*, Vol. 33. Issue 4. (2010.)
292. WHITE, Barbara, Conflicts in the Regulation of Hostile Business Takeovers in the United States and the European Union, *Ius Gentium*, Vol. 9. (2003)
293. 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)
294. WILLIAMSON, Oliver, Corporate Governance, *The Yale Law Journal*, Vol. 93. Issue 7. (1984)
295. 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,
296. 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
297. WINTER, Ralph K. Jr., State Law, Shareholder Protection and the Theory of the Corporation, *The Journal of Legal Studies*, Vol. 6. Issue 1. (1977.)
298. 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)
299. 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.)
300. 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>.
301. WYMMEERSCH, 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)
302. YANG, Lei, Corporate Scandals and Corporate Governance Agenda, *US-China Law Review*, Vol. 3. Issue 4. (2006)
303. 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)
304. ZINSER, Alexander: Einer neuer Anlauf: der jüngste Vorschlag einer Übernahmerichtlinie vom 2.10.2002, *Europaisches Zeitschrift für Wirtschaftsrecht*, Vol. 14. Issue 1. (2003.)

305. 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)

A dolgozatban hivatkozott legfontosabb jogforrások jegyzéke

1. 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról
2. 2013. évi V. törvény a Polgári Törvénykönyvről
3. Arizona Revised Statute Title 10. Corporations and Associations
Elérhető: <http://www.azleg.state.az.us/ArizonaRevisedStatutes.asp?Title=10>
4. Az Európai Parlament és a Tanács 2004/25/EK irányelve (2004. április 21.) a nyilvános vételi ajánlatról
5. British Combined Code on Corporate Governance
6. British Companies Act of 2006.
Elérhető: http://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/pdfs/ukpga_20060046_en.pdf
7. Chapter 4 – Mississippi Business Corporation Act
8. City Code on Takeovers and Mergers
Elérhető: <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf>
9. Connecticut Business Corporation Act – Chapter 601 Business Corporations,
Elérhető: <http://www.cga.ct.gov/2011/pub/chap601.htm>
10. Danish Act on Public and Private Limited Companies (lov om aktie- og anpartsselskaber (selskabsloven))
Elérhető: http://danishbusinessauthority.dk/file/249079/danish_companies_act.pdf
11. Das deutsche Aktiengesetz (AktG)
Elérhető: <http://www.gesetze-im-internet.de/aktg/>
12. Delaware Code, Title 8. Corporations, Chapter 1. General Corporation Law (Delaware General Corporation Law)
Elérhető: <http://delcode.delaware.gov/title8/c001/>
13. 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
14. Florida Statutes - Title XXXVI. Business Organizations
Elérhető:
http://www.leg.state.fl.us/Statutes/index.cfm?App_mode=Display_Index&Title_Request=XXXVI#TitleXXXVI
15. General Laws of Rhode Island Title 7 - Corporations, Associations, and Partnerships,
Elérhető: <http://webserver.rilin.state.ri.us/Statutes/title7/index.htm>
16. Gesetz über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer (Mitbestimmungsgesetz–MitbestG)
17. Hawaii Code, Division 2. Business, Title 23. Corporations and Partnerships
Elérhető: <http://law.justia.com/codes/hawaii/2010/division2/title23/>
18. Illinois Compiled Statutes, Business Organizations, Business Corporation Act of 1983
Elérhető: <http://www.ilga.gov/legislation/ilcs/ilcs3.asp?ActID=2273&ChapterID=65>
19. Indiana Business Corporation Law – Indiana Code
Elérhető: <https://iga.in.gov/legislative/laws/2014/ic/>
20. Iowa Code Title 12 - Business Entities Subtitle 2 - Business and Professional Corporations and Companies
Elérhető: <http://law.justia.com/codes/iowa/2009/title-12/subtitle-2/>
21. Kentucky Revised Statutes Title XXIII. – Private Corporations and Associations
Elérhető: <http://www.lrc.ky.gov/statutes/>
22. Louisiana Law Revised Statutes Title 12 - Corporations and Associations
Elérhető: <http://www.legis.state.la.us/lss/lss.asp?doc=76657>

23. Maine Revised Statutes Title 13-C: Maine Business Corporations Act.
Elérhető: <http://www.mainelegislature.org/legis/statutes/13-C/title13-Cch0sec0.html>,
24. Maine Revised Statutes, Title 13-C: Maine Business Corporation Act,
Elérhető: <http://legislature.maine.gov/statutes/13-C/title13-Cch0sec0.html>
25. Maryland Code (Corporations and Associations)
Elérhető: <http://law.justia.com/codes/maryland/2013;>
(<http://law.justia.com/codes/maryland/2013/article-gca/>)
26. Massachusetts General Laws – Part I. Administration of the Government, Title XXII.
Corporations,
Elérhető: <https://malegislature.gov/Laws/GeneralLaws/PartI/TitleXXII>
27. Minnesota Statutes Chapter 302 A. Business Corporations – Minnesota Business
Corporation Act,
Elérhető: <https://www.revisor.mn.gov/statutes/?id=302A>,
28. Mississippi Code (2014)
29. Missouri Revised Statutes Chapter 351 General and Business Corporations
Elérhető: <http://law.justia.com/codes/missouri/2011/titlexxiii/chapter351>
30. Model Business Corporation Act (MBCA)
Elérhető: <http://www.unc.edu/~jfcocyle/MBCA/chapter8.htm>
31. Nevada Revised Statutes (NRS) Chapter 78. – Private Corporations
Elérhető: <http://www.leg.state.nv.us/NRS/NRS-078.html>
32. New Jersey Revised Statutes - Title 14A Corporations
Elérhető: <http://law.justia.com/codes/new-jersey/2013/title-14a>
33. New Jersey Statutes - Title 14A Corporations, General
Elérhető: <http://law.justia.com/codes/new-jersey/2013/title-14a/>
34. New Mexico Statutes Chapter 53: Corporations
Elérhető: <http://law.justia.com/codes/new-mexico/2013/chapter-53>
35. New York Code, Business Corporations
Elérhető: <http://codes.lp.findlaw.com/nycode/BSC>
36. North Carolina General Statutes, Chapter 55: North Carolina Business Corporation
Act,
Elérhető: <http://www.ncga.state.nc.us/gascripts/statutes/StatutesTOC.pl?Chapter=0055>
37. 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>
38. Ohio Revised Code, Title XVII. Corporations Chapter 1701: General Corporation Law
Elérhető: <http://codes.ohio.gov/orc/1701>
39. 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/volume/2)
<http://www.oregonlaws.org/ors/chapter/60>
40. Österreichische Übernahmegesetz
41. Pennsylvania Consolidated Statutes Title 15. Corporations and Unincorporated
Associations.
Elérhető:
<http://www.legis.state.pa.us/cfdocs/legis/LI/consCheck.cfm?txtType=HTM&t1=15>
42. Pennsylvania Consolidated Statutes, Title 15. Corporations and Unincorporated
Associations
Elérhető: <http://law.justia.com/codes/pennsylvania/2010/title-15>
43. Restatement (Restatement of the Law – Agency Restatement (Third) of Agency,
Current through April 2006)

- 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)
44. Securities and Exchange Commission Rules and Regulations
Elérhető: <https://www.sec.gov/about/laws/secrulesregs.htm>
45. Securities Exchange Act of 1934
Elérhető: <https://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>
46. South Dakota Codified Laws (2014) Title 47 – CORPORATIONS Chapter 33 - South Dakota Domestic Public Corporation Takeover Act
Elérhető: <http://law.justia.com/codes/south-dakota/2013/title-47/chapter-33>
47. Tennessee Code Title 48 - Corporations And Associations.
Elérhető: <http://law.justia.com/codes/tennessee/2010/title-48>
48. Texas Code (2005) - Business Corporation Act
Elérhető: <http://law.justia.com/codes/texas/2005/ba.html>
49. The UK Corporate Governance Code (2014)
Elérhető: <https://www.frc.org.uk/Our-Work/Publications/Corporate-Governance/UK-Corporate-Governance-Code-2014.pdf>
50. Title 79 – Corporations, Associations, and Partnerships
51. Vermont Statutes Title 11A: Vermont Business Corporations
Elérhető: <http://www.leg.state.vt.us/statutes/chapters.cfm?Title=11A>
52. Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz vom 20. Dezember 2001 (BGBl. I S. 3822)
53. Wisconsin Statutes Chapter 180 – Business Corporations
Elérhető: <http://docs.legis.wisconsin.gov/statutes/statutes/180>
54. 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>
55. Wyoming Statutes, Title 17 – Corporations, Partnerships and Associations, Chapter 18 – Wyoming Managemet Stability Act. Article 2.
Elérhető:
<http://legisweb.state.wy.us/statutes/statutes.aspx?file=titles/Title17/Title17.htm>,