

**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
Tézisek**

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

Pécs, 2015.

1. A kitűzött kutatási feladat rövid összefoglalása

A vállalatfelvásárlási ügyletek értéküket és hatásukat tekintve a legjelentősebb tőkepiaci tranzakciók közé tartoznak. Jelenlétük, gyakoriságuk, lebonyolításuk módja pedig alapvetően tudja befolyásolni egy állam vállalati ökoszisztémáját. Az Egyesült Államokban már egy évszázada vizsgálják ezen ügyletek megjelenésének indokait, és a belőlük származó (egyes elméletek szerint csak esetleges) hasznok megoszlásának módját. Vajon képesek ezek az ügyletek a vállalati menedzsment „fegyelmzésével”, szinergiák kihasználásával, vagy a működési hatékonyság javításával új értéket létrehozni? Esetleg csak a vállalatban már jelenlévő értéket osztják újra a társaság működésében szerepet vállaló felek, illetve a részvényesek különböző csoportjai között? Mindezek alapvető kérdések lehetnek az egyes szabályozási modellek kialakítása során.

Figyelmemet már egyetemi éveim során felkeltette a vállalatfelvásárlások világa, ahogy e „tőkepiaci szupernóvák” ragyogása időről időre elvakítja a vállalati szektor iránt érdeklődő szakemberek és a közvélemény tekintetét. Miután az Európai Unió megalkotta e területen saját szabályozását, a 2004/25/EK irányelvet (*vállalatfelvásárlási irányelv*), és annak átültetése a tagállamok által megtörtént a nemzeti szabályozásokba, lehetővé vált az így kialakult rendszer összehasonlító jogi megközelítése és elemzése. Kiindulópontként indokolt rögzíteni, hogy az Európai Unió a vállalatfelvásárlásokat az egységes, integrált tőkepiac létrehozatala érdekében szándékozott szabályozni. A szabályozással elérendő végcél 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 védelmének és a részvényesekkel való egyenlő elbánásnak a biztosítása szintén jelentős hangsúlyt kapott. Ezzel párhuzamosan pedig az Európai Unió a vállalatfelvásárlásokat alapvetően kívánatos tőkepiaci ügyleteknek tekinti, melyek megvalósítását támogatni kell.¹ Ezt pedig veszélyeztethetné, ha a céltársaság menedzsmentje a részvényesek hozzájárulása nélkül fogadhatna el ellenük védekező intézkedéseket. Így a szabályozás a menedzsment semlegességét részesíti előnyben. A kialakított európai szabályozási modellel kapcsolatban, annak eredményeinek és esetleges hiányosságainak megítéléséhez fontosnak tekintettem egy összehasonlító jogi vizsgálat elvégzését. Összehasonlítási alapot pedig véleményem szerint a fejlett tőkepiaccal rendelkező, illetve a vállalatfelvásárlások területén az első, és azóta is jól működő szabályozási rendszert kialakító Egyesült Államok jelenthet. Ezt tovább erősíti, hogy az Európai Unióban és az Egyesült Államokban egyaránt két szabályozási „réteg” érvényesül. Megjelenik ugyanis egy „központi” (közösségi, valamint szövetségi), illetve egy tagállami szintű szabályozás (melyet az Egyesült Államokban a bírói gyakorlat tesz teljessé, mely jellemzően a vállalatok vezetőinek vállalatfelvásárlások esetén tanúsítandó magatartásának normáit alakítja ki).

A két szabályozási modell összehasonlító vizsgálatához kutatás-módszertani szempontból fontos volt dönteni az elemzés rendező elvéről. Milyen tényezők figyelembe vételét, milyen érdekek megjelenítését kérhetjük számon a vállalatfelvásárlások szabályozásán? A XX. század utolsó évtizedeiben a részvényesi értékbe, a részvényárfolyamok növelésébe és a tőkepiacok hatékonyságába vetett hit egyértelműen abba az irányba mutatott, hogy a vállalati szektor értékválasztása a részvényesi érdekek kizárólagosságában jelenik meg. Voltak olyan – ezen álláspontjuk tekintetében talán túlzott magabiztossággal rendelkező – szerzők, akik még

¹ 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.

azt is kiemelték, hogy ez egyúttal a társadalmi jólét indikátorának is tekinthető.² A XXI. század elején tapasztalt vállalati botrányok és világgazdasági válság azonban egyértelművé tette, hogy a részvényárfolyamok szárnyalása még nem jelent a szó klasszikus értelmében vett értéket, és az össztársadalmi jóléttel sem áll feltétlenül szoros kapcsolatban. Így a vállalatok működési, irányítási léteclájának újradefiniálása vált szükségessé. Véleményem szerint erre adott választ *Kecskés András* 2011-ben, *Felelős társaságirányítás: Corporate Governance* címen megjelent könyvében. Ebben a felelős társaságirányítás (*corporate governance*) fogalmát és terjedelmét úgy határozta meg, hogy az 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.³ Ebből kiindulva azt a következtetést vontam le, hogy a vállalatfelvásárlások szabályozásában a részvényesi érdekek fontossága mellett más (társaságban jelenlévő) érdekszférákra is indokolt tekintettel lenni. Így a szabályozás hatásait vizsgálni kell az egyéb érdekelték viszonyában is.

Kiindulásul rögzítettem azt is, hogy a vállalatfelvásárlási tranzakciók feltehetően jelentős érdekkonfliktusokat hordoznak. Ezek az érdekkonfliktusok pedig fellelhetők a vállalatban jelenlévő különböző érdekszférák egymáshoz való viszonyában, és a szabályozások összehasonlításához, értékeléséhez ezek átfogó ismerete szükséges. A vállalatfelvásárlási szabályozási megoldások érdemeit véleményem szerint az alapján tudjuk megítélni, hogy ezeket az érdekkonfliktusokat milyen megnyugtatóan kezelik. Érdekkonfliktusok alatt pedig – fentiek alapján – nem csak a részvényesi érdekeket és profitot érintő érdekkonfliktusokat értem. Ugyanakkor jómagam is fontosnak tartom a profitot, mint a befektetések megtételére ösztönző alapvető tényezőt, és a felelős gazdálkodás eredményét. Így a részvényeseket (befektetőket), a részvényesek érdekeit védő szabályok véleményem szerint is kiemelt részét kell képezzék a gazdasági jogi szabályozásnak, így a vállalatfelvásárlási jognak is. E mellett viszont nem tarthatom elfogadhatónak, hogy a részvényesi jólét (a *profit*) maximalizálására irányuló törekvések gyakran egyéb, nem részvényesi érdekelték jelentős érdeksérelmével valósulhatnak meg. Az (ellenséges) vállalatfelvásárlások és szabályozásuk területén ezt azért hangsúlyozom, mert az ilyen ügyletek nagy részében a részvényesek jelentős (legalábbis rövid távon jelentkező), biztos hozamra tudnak szert tenni.⁴ A vállalatok életében jelenlévő egyéb érdekelték számára ugyanakkor kockázatokat hordozhatnak a vállalatfelvásárlások. Aggodalomra adhat okot azon felvetés, mely szerint az egyéb érdekeltéktől (pl. munkavállalók, beszállítók) a részvényesek irányába megnyilvánuló érték-átcsoportosítások a vállalatfelvásárlások során kifizetett felár jelentős részét tehetik ki.⁵ Amennyiben a hozam más, nem részvényesi érdekelték rovására realizálódik, akkor ezek az ügyletek nem jelentenek

² 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.

³ Lásd KECSKÉS, András, *Felelős társaságirányítás: Corporate Governance* (HVG-ORAC, Budapest, 2011.) 12-20. old.

⁴ V.ö. 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.; ANJIER, John C., *COMMENTS-Anti-takeover Statutes, Shareholders, Stakeholders and Risk*, Louisiana Law Review, Vol. 51. Issue 3. (1991) 586-587. 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) 57. old.; JENSEN, Michael C., *Takeovers: Their Causes and Consequences*, Journal of Economic Perspectives, Vol. 2. (1988) 21-22. old.

⁵ 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.; MCDANIEL, Morey W., *Stockholders and Stakeholders*, Stetson Law Review, Vol. 21. Issue 1. (1991) 125-126. old

valós gazdasági és társadalmi hasznot.⁶ Így véleményem szerint a szabályozás szintjén nem érdemes ezek létrejöttét bátorítani. Sőt, a felmerült érdekkonfliktusokra megfelelő választ kell adni. Ezt leginkább úgy foglalnám össze, hogy azok a vállalatfelvásárlási tranzakciók lehetnek szabályozói szempontból kívánatosak, melyek során egyesek jobb helyzetbe kerülnek (*részvényesek*), míg mások (*egyéb érdekelték*) nem kerülnek rosszabb helyzetbe. Számos egyéb (dolgozatomban kifejtett) indok mellett ezt azért is fogadhatjuk el kézenfekvőnek, mert a vállalatfelvásárlások során a nyertesek számánál mind helyi, mind nemzeti (vagy akár uniós) szinten nagyobb lehet a vesztesek száma.⁷

Így a kutatásom céljának azt tűztem ki, hogy feltérképezzem a vállalatfelvásárlások világában jelentkező érdekkonfliktusokat. Ezt követően pedig céлом volt elemezni azokat a szabályozási megoldásokat, amelyek segítségével az Európai Unióban és az Egyesült Államokban feloldásukra kísérletet tesznek. A kutatás végén arra reméltem választ kapni, hogy milyen súllyal esnek latba e két vállalatfelvásárlási szabályozási rendszerben a részvényesi, illetve egyéb érdekelti érdekek. Ennek, illetve az Egyesült Államok szabályozási megoldásainak elemzését követően pedig célul tűztem ki az Európai Unió szabályozását érintő javaslatok megfogalmazását, - amennyiben ezt az összehasonlítás alapján szükségesnek látom. A dolgozatomban lefolytatott kutató munkát ugyanakkor nem csupán az érdekkonfliktusok szabályozásának elemzése vezeti, hanem a vállalatok életében, felelős irányításukban megjelenő értékek figyelembe vétele is. Dolgozatom ezért kapta az „*Érdekek és értékek az Európai Unió és az Egyesült Államok vállalatfelvásárlási szabályozásában*” címet.

2. Az elvégzett vizsgálatok, elemzések rövid leírása, a feldolgozás módszerei

Az elvégzett vizsgálatok, elemzések rövid leírása

Dolgozatomat három fő fejezet alkotja, míg a negyedik fejezet *Záró következtetések* címszóval a következtetések levonására, javaslatok megfogalmazására szolgál.

I. fejezet

Dolgozatom első fejezete a vállalatfelvásárlások elméleti, történeti és szabályozási hátterét mutatja be. A komplex vállalatfelvásárlási ügyletek átfogó megértéséhez ugyanis nem lehet eltekinteni e kérdések előzetes vizsgálatától. E fejezet keretében kiindulási alapként bemutatásra kerülnek a vállalatok felelős irányításáról szóló, eltérő fókuszú elméleti megközelítések. Ezt követően pedig e fogalom értéktartalmát vizsgálom, azaz a részvényesi érdekek elsődlegességét valló elmélet, illetve az egyéb érdekelték érdekeinek figyelembe vételét hangsúlyozó elmélet nézőpontjait állítom szembe egymással. Ennek során ismertetem a két elmélet meghatározó képviselőinek álláspontjait. Így a részvényesi érdekek elsődlegességét valló elmélet keretében hivatkozok *Adolf A. Berle*, *Milton Friedman*, *Frank H. Easterbrook* és *Daniel R. Fischel*, *Reinier Kraakman* és *Henry Hansmann* professzorok ide vonatkozó álláspontjára. Az egyéb érdekelték érdekeit figyelembe vevő elméleti megközelítést pedig *Edward Freeman*, *Max B. Clarkson* és *Archie B. Carroll* professzorok érvein keresztül mutatom be. Dolgozatom arra az álláspontra helyezkedik, hogy a társaságok

⁶ V.ö. 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.

⁷ 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. (1991) 127. old.

felelős irányítása során a társaságokban megjelenő érdekek teljes rendszerére figyelemmel kell eljárni, és a vállalatfelvásárlási szabályozásnak is ezt kell elősegítenie.

Ezt követően szükségesnek láttam elemezni a vállalatfelvásárlási ügyletek létrejöttét magyarázó legjelentősebb elméleteket. Ezek segítségével válik lehetővé annak megértése, hogy hordoznak-e ezek az ügyletek előnyöket, és amennyiben igen, miben ragadható ez meg. Dolgozatom e részében bemutatásra kerül az ún. *fegyelmezési elmélet*, *együtműködési elmélet*, a *hatékonyságnövelés elmélete*, a *tökéletlen tőkepiacokból kiinduló kizsákmányolás elmélet*, illetve a *magatartástudományi megközelítésből kiinduló birodalomépítő elmélet*. Az elméletek sokszínűségéből azt a következtetést vontam le, hogy a vállalatfelvásárlások sokszínű tranzakciók, nem lehet őket egyértelműen előnyösnek vagy hátrányosnak minősíteni. Ezt mindig a konkrét ügylet ismeretében lehet eldönteni.

A vállalatfelvásárlások történetének bemutatása rámutat arra, hogy ezek az ügyletek már a XIX-XX. század fordulójától jelen vannak az Egyesült Államokban, míg a világ más részein jellemzően az 1980-as évek második felében, illetve az 1990-es években vált érezhetővé hatásuk. Így érthető, hogy az Európai Unióban csak ezzel egy időben jelent meg a vállalatfelvásárlási ügyletek szabályozásának szándéka. Az Egyesült Államok azonban eddig az időpontig már négy ún. vállalatfelvásárlási hullámon ment keresztül, és szabályozta ezeket a tranzakciókat mind szövetségi, mint tagállami szinten. Bíróságai pedig jelentős gyakorlatot szereztek a vállalatfelvásárlások során felmerülő jogviták rendezésében. A jog, illetve közgazdaság-tudomány pedig folyamatosan és mélyrehatóan elemezte az itt kialakított szabályozási megoldások működését és hatásait. Ez alapján nyilvánvalóan célszerű az Egyesült Államok szabályozási megoldásait és gazdag tapasztalatait összehasonlítani alapul tekintenünk az Európai Unió szabályozási megoldásainak átfogó értékeléséhez.

Dolgozatom I. fejezetében bemutattam még a vállalatfelvásárlások szabályozási hátterét, illetve ehhez kapcsolódóan az Európai Unió és az Egyesült Államok felelős társaságirányítási sajátosságait és társasági jogi rendszerük alapvonásait. Ezek átfogó ismerete szükséges ugyanis a vállalatfelvásárlási szabályozások megértéséhez, összehasonlításához, és a következtetések levonásához.

II. fejezet

Dolgozatom második fejezete a részvényesi érdekek védelmével foglalkozik. Ennek keretében először a vállalatfelvásárlási tevékenységhez kapcsolódó információk biztosításának módját elemzem, melynek fontosságáról már 1981-ben szót ejtett *Ronald J. Gilson* professzor a *Stanford Law Review*-ben megjelent tanulmányában.⁸ Így megvizsgálom a tulajdonosi szerkezetek átláthatóságát, az esetleges céltársaságokra vonatkozó információk hozzáférhetőségét és természetesen a vállalatfelvásárlási ajánlatok szükséges tartalmi elemeit az Európai Unióban és az Egyesült Államokban.

Dolgozatomban bemutatott sajátos – és csekély hangsúlyt kapott – aspektusa a vállalatfelvásárlási tevékenységnek az ajánlattevő társaság részvényeseinek különleges helyzete. *John C. Coffee* professzor felvetése szerint a vállalatfelvásárlási ügyletekhez kapcsolódó egyik fontos érdekellentét ugyanis – a jelenlegi szabályozási irányokkal szemben – éppen az ajánlattevő menedzserei és részvényesei között merülhet fel, és ennek szabályozása is indokolt lehet.⁹

⁸ 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.

⁹ Lásd COFFEE, John C., *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, *Columbia Law Review*, Vol. 84. Issue 5. (1984) 1269-1272. (Ugyanakkor Coffee szerint még nem bizonyított egyértelműen, hogy milyen gyakran történik ajánlattevői túlfizetés. A felvetés azonban komoly jelentőséggel bír álláspontom szerint.)

A céltársaság részvényeseit érintő érdekkonfliktusok tekintetében először a vállalatfelvásárlások két jellegzetességét ismertetem: az ajánlatok elfogadása kapcsán a részvényesekre nehezedő kényszer, valamint a kollektív fellépés problémáját. Majd ebből kiindulva bemutatom a vállalatok tulajdonosi szerkezetéből adódó különbségekre is figyelmet fordítva a részvényesi érdekeket érintő legjelentősebb érdekkonfliktusokat a koncentrált és a szórt tulajdonosi struktúrában. A koncentrált tulajdonosi struktúrával rendelkező vállalatok esetében - vállalatfelvásárlási helyzetben - a legtipikusabb a többségi és a kisebbségi részvényesek között megfigyelhető érdekkonfliktus. A szórt tulajdonosi struktúrában különösen az ajánlattevő „kreatív” ajánlattételi technikái (így például a részleges, illetve a két lépésben megvalósuló ajánlatok) jelenthetnek veszélyt a részvényesek számára. Az érdekkonfliktusok, szabályozást igénylő kérdések feltárását követően pedig áttekintettem az azokra adott szabályozási válaszokat mind az Európai Unióban, mind az Egyesült Államokban. Az Európai Unióban közösségi szinten a 2004/25/EK irányelv rendelkezéseinek, valamint az irányelvvel harmonizált tagállami jogszabályoknak a vizsgálatát láttam indokoltnak. Az Egyesült Államokban szövetségi szinten a *Securities Exchange Act* rendelkezéseit, valamint a *Securities and Exchange Commission* szabályozását tartottam fontosnak elemezni. Tagállami szinten pedig a részvényesek védelmét biztosító tagállami törvényeket tekintettem át, hogy megismerjem a részvényesek számára biztosított védelem mértékét.

A részvényesi érdekeket érintő további jelentős érdekkonfliktus a céltársaság részvényesei és menedzsmentje között bontakozik ki. A céltársaság igazgatói, vezető menedzserei ugyanis gyakran nem remélhetik állásuk megtartását a vállalatfelvásárlást követően, ezért – nagy valószínűséggel – minden rendelkezésükre álló eszközzel inkább megakadályozzák azt.¹⁰ A részvényesek viszont így elesnek a vállalatfelvásárlások által jelentett azonnali hozamtól. Ezért fontos szabályozási kérdés a vállalat vezetése és a részvényesek közötti optimális hatáskörmegosztás. Erről az Egyesült Államokban intenzív tudományos párbeszéd folyt, melynek során felsorakoztatott érvek és álláspontok ma is jelentős mértékben befolyásolják a szabályozási megoldások kialakítását. Dolgozatom elemzi e problémakörre adott szabályozási válaszokat mind az Európai Unió, mind az Egyesült Államok viszonyában.

III. fejezet

Dolgozatom harmadik fejezetét az egyéb érdekelték védelmének szenteltem. Véleményem szerint ugyanis tekintettel kell lenni a részvényesi érdekeken túlmutató tágabb szempontokra is a vállalatfelvásárlási szabályozás kialakítása során. Ebben az esetben az a kérdés, hogy a szabályozási megoldások képesek-e elejét venni az egyéb érdekelték vállalatfelvásárlásokkal összefüggő (esetleges) érdeksérelmének. Ezzel kapcsolatban például *Andrei Shleifer* és *Lawrence H. Summers* közgazdászprofesszorok is megfogalmazták azon aggodalmukat, mely szerint az egyéb érdekeltéktől (pl. munkavállalók, beszállítók, vagy akár – bizonyos megközelítésből – a kormányzat) a részvényesek irányába megnyilvánuló érték-átcsoportosítások a vállalatfelvásárlások során fizetett felár jelentős részét tehetik ki.¹¹ *Lucian A. Bebchuk* professzor 1985-ben megjelent, *Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers* című tanulmánya szerint is fontos szempont, hogy a vállalatfelvásárlások során a részvényesek által elért nyereség nettó társadalmi hasznot

¹⁰ 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

¹¹ 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.

jelentsen, azaz ne harmadik felek költségére valósuljon meg.¹² Ez alapján az egyéb érdekelték védelmének szempontjából az tűnhet optimálisnak, ha a vállalatfelvásárlások elmozdulnának az ún. *Kaldor/Hicks hatékonyságtól* az ún. *Pareto hatékonyság* irányába.¹³ A *Kaldor/Hicks hatékonyság* alapján ugyanis akkor hatékony egy tranzakció, ha a nyertesek többet nyernek, mint a vesztesek veszítenek, tehát ha az összesített nyereség meghaladja az összesített veszteséget. Míg a *Pareto hatékony* tranzakció lényege viszont az, hogy egy tranzakció során egyesek jobb helyzetbe kerülnek, míg mások nem kerülnek rosszabb helyzetbe.¹⁴ Bár a *Pareto* hatékonyság elérése minden esetben nem teljesülhet maradéktalanul, de egyértelműen ez a cél mutat a helyes irányba.

Így az Európai Unió és az Egyesült Államok szabályozási megoldásainak vizsgálata során végső soron arra kerestem a választ, hogy fellelhető-e (akár közösségi/szövetségi, akár tagállami szinten) ebbe az irányba mutató szabályozási törekvés.

A feldolgozás módszerei

A dolgozat megírásához szükséges kutatómunka során az Európai Unió közösségi szintű szabályozása (2004/25/EK irányelv), illetve az Egyesült Államok szövetségi szintű szabályozása (*Securities Exchange Act*, valamint a *Securities and Exchange Commission* által felállított szabályok) vizsgálatán túlmenően, törekedtem minél részletesebben megismerni az egyes tagállamok szabályozási megoldásait, illetve ezek egymásra épülését. Az Európai Unió tagállamai tekintetében ezek vizsgálatához hasznos kiindulópontot és átfogó információkat biztosított számomra az Európai Bizottság megbízásából elkészített *The Takeover Bids Directive Assessment Report*¹⁵, mely az Európai Unió 22 tagállamában vizsgálta a vállalatfelvásárlási irányelv rendelkezéseinek hatását és érvényesülését. Az Egyesült Államok tagállami szintű szabályozásának feldolgozásához segítségül hívtam az azok kialakításához mintát biztosító *Model Business Corporation Act* rendelkezéseit, illetve *Delaware* állam társasági jogát. Ezen túlmutatóan pedig minden szabályozási megoldás esetében kerestem a kialakításukban úttörő szerepet játszó tagállamokat, hogy a legautentikusabb formájukban tudjam értékelni azokat. Az Egyesült Államokban a vállalatok vezetőinek vállalatfelvásárlások esetén tanúsítandó magatartását *Delaware* állam bírósági gyakorlatának tükrében mutattam be, a legjelentősebb esetek, és az általuk kialakított normarendszer segítségével.

3. Tudományos eredmények rövid összefoglalása

A részvényesi érdekek védelme

Az Európai Unióban vállalatfelvásárlások esetén a részvényesi érdekek védelmére szolgáló legfontosabb mechanizmus az ún. kötelező nyilvános vételi ajánlattételi szabály.¹⁶ Ennek alkalmazását a 2004/25/EK irányelv közösségi szintű szabályozása írja elő, és megfogalmazza

¹² Lásd BEBCHUK, Lucian A., *Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers*, Harvard Law Review, Vol. 98. Issue 8. (1985.) 1793. old.

¹³ V.ö. Lásd COFFEE, John C., *Unstable Coalitions: Corporate Governance as a Multi-Player Game*, Georgetown Law Journal, Vol. 78. Issue 5. (1990) 1548. 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.) 460. old

¹⁴ Lásd MCDANIEL, Morey W., *Stockholders and Stakeholders*, Stetson Law Review, Vol. 21. (1991) 127. old

¹⁵ Lásd The Takeover Bids Directive Assesment Report, Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

¹⁶ 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.

az erre vonatkozó garanciális keretszabályokat is.¹⁷ A jellemzően koncentrált tulajdonosi struktúrával rendelkező kontinentális Európa vállalatai tekintetében e szabály alkalmas annak megakadályozására, hogy a céltársaságokban jelenlévő pakett-tulajdonosok részesedésük értékesítése során kizárólagosan saját maguk számára allokálják a vállalat feletti irányítás átadásához kapcsolódó felárat.¹⁸ A társaságból való kiszállás lehetőségét ugyanis az irányelv szerint valamennyi részvénybirtokos számára méltányos ellenérték fizetése mellett kell biztosítani¹⁹ (kivéve a szavazati joggal nem rendelkező részvényeket²⁰). 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,²¹ a kötelező nyilvános vételi ajánlattételt előíró szabály képes hatékonyan elejét venni a (kis)részvényesek érdeksérelmének. Amennyiben ugyanis egy ajánlattevő önkéntes és (esetlegesen) részleges vételi ajánlata eredményeként akkora részesedést szerez meg egy céltársaságban, mely átlépi a nemzeti szabályozás által meghatározott befolyásszerzési küszöbértéket, akkor kötelezően vételi ajánlatot kell tennie a társaság fennmaradó (szavazati joggal rendelkező) részvényeire az irányelv 5. cikke alapján, méltányos áron. A méltányos ár meghatározása pedig alapvetően a legmagasabb fizetett ár elvét követi, mely fontos garancia a részvényesek érdekeinek védelmében. A szabályozás ez által pedig képes jelentősen csökkenteni a részleges (illetve két lépésben megvalósuló) ajánlatok kényszerítő jellegét.²² Az irányelv rendelkezéseivel harmonizált nemzeti szabályozások pedig ezt a szabályozási megoldást követik, esetenként további garanciális elemekkel kiegészítve.

Az Amerikai Egyesült Államokban szövetségi szintű törvényi szabályozásként az 1934-es *Securities Exchange Act* tartalmaz a vállalatfelvásárlásokkal kapcsolatos rendelkezéseket. Ezt kiegészíti még a szövetségi felügyeleti hatóság, a *Securities and Exchange Commission* szabályozása. 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 (kis)részvényesek esetleges érdeksérelmének kevésbé tudnak gátat szabni. 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 részvénytulajdonos átadásával valósuljon meg, az annak tulajdonosával folytatott külön megállapodás alapján. A vállalatfelvásárlási ügylet így nem szükségszerűen terjed ki a (kis)részvényesek részvényeire, akik „beragadhatnak” a társaságba (szerencsésnek mondható azonban, hogy a nagy részvénytulajdonosok jelenléte az Egyesült Államok vállalataiban kevésbé gyakori), vagy éppen előnytelen feltételekkel kerülhetnek kiszorításra.

A szabályozás legfontosabb eleme 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

¹⁷ Lásd 2004/25/EK irányelv 5. cikk (1)

¹⁸ 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.

¹⁹ Lásd 2004/25/EK irányelv 5. cikk (1), 5. cikk (4)

²⁰ Lásd 2004/25/EK irányelv 2. cikk (1) e) fogalom-meghatározása

²¹ Lásd ENRIQUES, Luca, *The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive*, European Company and Financial Law Review, Vol. 1. Issue 4. (2004.) 466. old.

²² V.ö. 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

eljuttatott) ajánlati dokumentáció készüljön.²³ A *Securities and Exchange Commission* szabályozása továbbá a részvényesekkel való egyenlő elbánás elve alapján biztosítja, hogy az ajánlatokban minden részvényes egyenlő eséllyel vehessen részt (az ajánlattal érintett részvényosztályból), és valamennyi részvényes azonos árat (*a legmagasabb fizetett árat*) kapja papírjaiért.²⁴ A szövetségi szintű szabályozást a részvényesek védelme szempontjából kiegészíthetik a tagállamok által elfogadott, vállalatfelvásárlásokat szabályozó törvények. Ezek több típusa (sőt generációja²⁵) is ismert, így: „tisztes árat” biztosító tagállami törvényi szabályozások, irányítást biztosító részesedés-megszerzési törvények, üzleti kombinációs törvények, illetve az értékelési jog gyakorlását lehetővé tevő törvényi szabályozások.²⁶ Ezek jelenléte ugyanakkor esetleges, korántsem érvényesülnek minden tagállamban, és az alkalmazott megoldások is jelentős variációkat mutatnak. Mint azt kutatásaim során megállapítottam, 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. Ugyanakkor ezek a hatások korántsem érvényesülnek minden tagállam vagy minden ügylet esetében, és korántsem egyformán. Ez ugyanis jelentős részben függ az érintett tagállam által alkalmazott vállalatfelvásárlásokra vonatkozó szabályozási megoldásoktól, de akár a céltársaság menedzsmentjének hozzáállásától, vagy éppen az ügylet struktúrájától, jellegétől. Érdemes hangsúlyozni, 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.²⁷ Így álláspontom szerint bizonyos esetben előfordulhat, hogy az Amerikai Egyesült Államok egyes tagállamaiban érvényesülő szabályozás (a szövetségi jognak és az elfogadott tagállami törvényeknek köszönhetően) hatását tekintve az Európai Unió vállalatfelvásárlási irányelvéhez mérhető védelmet nyújt a céltársaság részvényesei számára, - azonban ez korántsem garantált. Míg az Európai Unióban a vállalatfelvásárlási irányelv szabályozása a közösségi jog által biztosított garanciaként megvédi a (kis)részvényeseket a számukra hátrányos ajánlattételi technikáktól, addig az Egyesült Államokban a szövetségi jog és a tagállami törvények egymásra hatása eredményeként esetlegesen előálló (szerencsés) helyzet lehet ez. 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

²³ 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>

²⁴ Lásd SEC Rule §240.14d-10 (a) (1) Elérhető (2014. november 4.): http://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?node=17:4.0.1.1.1&rgn=div5#se17.4.240_114d_61, SEC Rule §240.14d-10 (a) (2) Elérhető (2014. november 4.): http://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?node=17:4.0.1.1.1&rgn=div5#se17.4.240_114d_61

²⁵ Lásd ROMANO, Roberta, *The Political Economy of Takeover Statutes*, *Virginia Law Review*, Vol. 73. Issue 1. (1987) 118-119. old

²⁶ 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.

²⁷ 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.

részvényeseinek védelme és érdekeik érvényesülése egyértelműen – és számottevően – erőteljesebb az Európai Unió vállalatfelvásárlási szabályozásában.

A céltársaság igazgatótanácsa (vezetése) és részvényesei között kialakuló érdekellentétet (hiszen míg ebben az esetben az igazgatók pozíciójuk megtartásában, addig a céltársaság részvényesei a felvásárlás során elérhető profitban érdekeltek) is a céltársaság részvényesei szempontjából jóval megnyugtatóbban rendezte a vállalatfelvásárlási irányelv, mint ahogy azt az Egyesült Államok szabályozásában megfigyelhetjük. Az Európai Unió ugyanis a vállalatfelvásárlásokat alapvetően előnyös tőkepiaci ügyleteknek tartja, és a vállalatfelvásárlási irányelvben az ún. semlegességi (*neutralitási*) szabályban határozza meg az igazgatók által követendő magatartást.²⁸ Így a céltársaság vezetése nem tehet a részvényesek hozzájárulása nélkül védekező intézkedéseket a vállalatfelvásárlási ajánlatok megakadályozására (kivéve az ún. rivális ajánlatok keresését). Így nem képes a részvényesek hozzájárulása nélkül megakadályozni egy – a részvényesek szempontjából potenciálisan jelentős haszonnal kecsegtető – vállalatfelvásárlási ügyletet. Bár e szabály alkalmazása alól kizáródhatnak a tagállamok, a szabályozás egyértelműen kijelöli ebben a tekintetben az Európai Unió által követendőnek tartott irányt. Szintén fontos megjegyezni, hogy az Európai Unió tagállamainak többsége elfogadta a semlegességi szabály alkalmazását (kivéve Belgium, Dánia, Németország, Magyarország, Luxemburg, Hollandia és Lengyelország).²⁹ Az Egyesült Államokban ugyanakkor nem érvényesül hasonló szabályozás a menedzsment magatartására vonatkozóan, sem szövetségi, sem tagállami szinten. 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 kötelességének része. 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*).³⁰ 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.

Ez alapján az Európai Unióban a céltársaság részvényeseinek érdekeit az amerikai szabályozási megoldásokon jelentősen túlmutató garancia védi. A részvényesi érdekek erőteljes (még az Egyesült Államokban tapasztalható szintet is meghaladó) védelme pozitív sajátossága az Európai Unió szabályozásának. Hozzásegít a befektetői bizalom, a befektetéseknek kedvező tőkepiaci környezet kialakításához, továbbá minimalizálja vállalatfelvásárlási helyzetben azt a kockázatot, melynek a céltársaság részvényesei ki lehetnek téve. Ez vonzónak bizonyulhat a befektetők számára, hiszen a befektetésükhöz kapcsolódó hozam e jelentős érdekkonfliktusokat hordozó ügyletek esetében is biztosítva van.

Az egyéb érdekelték érdekeinek védelme

Az Európai Unióban a vállalatfelvásárlási irányelv az egyéb érdekelték érdekei közül a munkavállalókékat emeli ki. Érdekeiket a vállalat jövőbeni üzleti tevékenységéről, illetve saját sorsukról (a foglalkoztatás feltételeinek változásairól) számukra biztosított információkkal

²⁸ 2004/25/EK irányelv 9. cikk (2) (3)

²⁹ Lásd The Takeover Bids Directive Assesment Report, 190. old. Elérhető (2014. október 18.): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf

³⁰ 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.

törekszik védeni. Ugyanakkor még a pontos, megbízható információszolgáltatás betartására sem kötelezi konkrét szankció az ajánlattevőt, és nincs határozott kötelezettség arra vonatkozóan előírva, hogy a megadott információknak megfelelően kell ténylegesen eljárnia.³¹ A munkavállalók (munkavállalók képviselői) továbbá közzétehetik (amennyiben szükségesnek látják) a céltársaság ügyviteli vagy irányító szervének az ajánlatról készített jelentéséhez csatolva az ajánlatnak a foglalkoztatottságra gyakorolt hatásaira vonatkozó különvéleményüket. Ennek bármilyen mértékű figyelembe vételére azonban semmilyen garancia sincs. A munkavállalói képviselő intézményét alkalmazó tagállamokban pedig a munkavállalói képviselők szintén részt vehetnek a felügyelőbizottság ajánlattal kapcsolatos álláspontjának megfogalmazásában (mely ugyanakkor szintén csak véleményük kifejezését biztosítja). A munkavállalók, és az egyéb érdekelték további csoportjainak védelme szempontjából kiemelt szerep hárulna az irányelv 3 cikk (1) bek. c) pontban szereplő általános elvre. Ez alapján a céltársaság ügyviteli vagy irányító szervének a társaság, mint egész érdekében kellene 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”.³² Bár a semlegességi szabály alkalmazása alól lehetséges kiszerezni, a tagállamok többsége mégis alkalmazza azt. Ezen esetekben 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 alól kiszereződött államok esetében pedig egy további megoldásra váró probléma is fellép. Mit tekint konkrétan az irányelv a „társaság, mint egész érdekébe” tartozónak? Erre vonatkozóan a szabályozásból csak távoli következtetés vonható le, mely nem tűnik az egyéb érdekelték érdekében történő beavatkozás elégséges alapjának. A semlegességi szabály alkalmazása alól kiszereződött tagállamok általános társasági jogi szabályozása még biztosíthatna – az egyes konkrét tagállamok esetében – kiindulási alapot a „társaság érdeke” fogalom meghatározásában, azonban (a kutatásaim során megismert szabályozási megoldások alapján) ezek sem kellően részletesek. Így a „társaság érdekére” hivatkozva csak meglehetősen óvatos beavatkozási lehetősége lehet a vállalat vezetésének (még abban az esetben is, ha a semlegességi szabály nem szabna gátat ennek). 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 információinak megszerzését. Az Egyesült Államok szövetségi szintű szabályozása ezzel párhuzamosan nem ír elő semlegességet a céltársaság vezetésének, így lehetőségük van fellépni a károsnak, vagy éppen hátrányosnak ítélt vállalatfelvásárlási ajánlatokkal szemben. A tagállamok többsége (*Subramanian Guhan*

³¹ 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

³² Lásd The Takeover Bids Directive Assesment Report, 104-105. old. Elérhető: http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf,

2002-ben megjelent tanulmánya szerint mindösszesen 31)³³ pedig hatályba léptetett olyan szabályozást is, mely kifejezetten felhatalmazza a céltársaságok igazgatótanácsait az egyéb érdekeltek érdekeinek figyelembe vételére. Ezek részletesen meghatározzák a társaságokban megjelenő érdekeltek (és érdekek) körét, többségében előremutatónan átfogó definíciót biztosítva. Ez terjedelmében legalábbis lefedi (vagy talán túl is lépi) a *Kecskés András* által megalkotott felelős társaságirányítás (*corporate governance*) definícióban szereplő érdekelti kört. Így jellemzően ide sorolhatja a tagállami jogalkotás a társaság munkavállalóinak, beszállítóinak, hitelezőinek és fogyasztóinak az érdekeit; az állam és a nemzet (esetleg régió) gazdaságát; bármilyen intézkedés hatásait arra a közösségre, melyben a társaság működik. A társaság és részvényesei érdekei tekintetében pedig gyakran egyaránt hangsúlyozásra kerülnek a hosszú távú és rövid távú érdekek, továbbá annak lehetősége is, hogy ezeket az érdekeket legjobban a társaság folyamatos függetlensége szolgálhatja. Nem ritka olyan általános felhatalmazás biztosítása az igazgatók számára, miszerint 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 biztosítani a részvényesi érdekeknek sem.³⁴ Ez néhol (pl. *Indiana* állam esetében) még azzal is nyomatékosításra került, hogy a tagállam saját joghatósága alatt egyértelműen kizárja a *Delaware* bírói gyakorlat alkalmazási lehetőségét.³⁵ Ugyanis a *Delaware* bírói gyakorlat csak szűkebb teret enged az egyéb érdekeltek érdekeinek figyelembe vételére. Továbbá az egyéb érdekeltek érdekeinek figyelembe vételére kifejezett lehetőséget biztosító tagállami törvények (bár általában a vállalatfelvásárlások „fenyegetése” vezetett elfogadásukhoz) hatályukat gyakran nem korlátozzák pusztán a vállalatfelvásárlási helyzetekre, hanem lehetőséget biztosítanak az egyéb érdekeltek érdekeinek figyelembe vételére az igazgatók valamennyi döntése során, tehát általános érvennyel. Ez pedig az ilyen törvényi szabályozást alkalmazó tagállamok vállalatainak mindennapos üzleti tevékenységét is befolyásolhatja, és az egyéb érdekeltekkel kialakuló együttműködéshez jó alapot biztosíthat. Összefoglalóan azt a következtetést tudtam levonni, hogy az egyéb érdekelti érdekek ilyen megjelenítése az európai megoldáshoz képest új nézőpontot testesít meg. Az Egyesült Államok ilyen jellegű szabályozási megoldásokat nem alkalmazó tagállamaiban pedig a mérvadónak ítélt *Delaware* állam bírói gyakorlata adhat útmutatást (*Delaware* állam ugyanis nem fogadott el az egyéb érdekeltek védelmében tagállami törvényt) az egyéb érdekeltek érdekeinek figyelembe vételében. Ez alapján is lehetséges az egyéb érdekeltek érdekeinek figyelembe vétele az igazgatótanács által, ha az racionális kapcsolatot mutat a részvényesi érdekekkel.³⁶

Így mindent összevetve azt a következtetést tudom levonni, hogy a részvényesi érdekek elsődlegességét kiindulási alapul tekintő Egyesült Államok vállalatfelvásárlási joga

³³ 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.

³⁴ Lásd például Pennsylvania Consolidated Statutes Title 15. Corporations and Unincorporated Associations Chapter 17. Officers, Directors and Shareholders, Subchapter B. Fiduciary Duty, § 1715. Exercise of powers generally (b) Consideration of interests and factors. Elérhető: <http://www.legis.state.pa.us/cfdocs/legis/LI/consCheck.cfm?txtType=HTM&ttl=15&div=0&chpt=17§n=15&subsectn=0>

³⁵ 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>,

³⁶ A dolgozat III. fejezet 3.5. pontjában az Egyesült Államok tagállamaiban megtalálható, az egyéb érdekeltek érdekeit védő törvényi szabályozás bemutatása, illetve a bírói gyakorlatra vonatkozó 3.3. pontja alapján készített összefoglaló, következtetés.

(figyelembe véve a szövetségi és tagállami szintű szabályozást) komolyabb teret enged a vállalatfelvásárlások során az egyéb érdekelték védelmének (és érdekeik figyelembe vételének), mint a „közösségi érdekek” társasági szférában betöltött fontosságára hagyományosan hangsúlyt helyező Európa.

4. Tudományos eredmények hasznosítása illetve a hasznosítás lehetőségei

Dolgozatomban az Egyesült Államokkal összehasonlítva elemeztem a részvényesek és az egyéb érdekelték védelmének mértékét az Európai Unióban. Ez alapján pedig meg tudom tenni javaslataimat az európai szabályozási modell további fejlesztésének irányairól. A kutatás eredményei alapján 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 történe a szabályozás kialakítása során arra, hogy az (ellenséges) vállalatfelvásárlások előnyös tőkepiaci tranzakciók, hanem a szabályozás szintjén garanciák jelennének meg arra vonatkozóan, hogy a – szabályozás által egyébként jelentős garanciákkal védett – részvényesi érdekek nem az egyéb érdekelték rovására érvényesülnek. A vállalatfelvásárlási ajánlatok álláspontom szerint korántsem ítéltethők 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, - és nem csak a rövidtávú részvényesi profit szempontjából. 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 érdeméhez igazodó) megítélésre. Ebből a szempontból a 2004/25/EK irányelv semlegességi szabályát opcionálissá tevő 12. cikkét inkább helyénvalónak kellene minősíteni, nem pedig kárhozható.

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 nyílhatna 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, vele kapcsolatban álló érdekelti körről alkotott álláspontja, másrészt pedig az Amerikai Egyesült Államok tagállamainak jogalkotásában a társaság legjobb érdekének figyelembe vétele során megjelent tényezők. Nyilvánvalóan ide kell 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 érdekeit, a társaság

székhelyéül szolgáló állam érdekeit, nemzetgazdasági szempontjait. 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 jogukba is implementálják) 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.³⁷ Így például ha a „társaság, mint egész” fogalomba tartozó egyes érdekek egyértelmű és jelentős sérelmet szenvednek (például az egyéb érdekeltek), míg ezzel párhuzamosan mások előnyhöz jutnak (például a részvényesek), véleményem szerint sehol sem szerencsés, ha a semlegességi szabály kategorikusan útját állja a beavatkozásnak. Mivel minden tranzakció egyedi, 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). Továbbá tekintettel a vállalatban jelenlévő érdekeltek körének összetett értelmezésére, szintén szükséges előírni, hogy az ajánlattevő adjon tájékoztatást az ajánlatnak a „társaság, mint egész érdeke” fogalom alá tartozó valamennyi érdekelte gyakorolt hatásáról.

Második lépésben a „társaság, mint egész érdeke”, illetve a részvények birtokosainak az ajánlat érdemi megítélésének lehetőségében megnyilvánuló érdeke közötti ésszerű kompromisszum megteremtése a feladat. 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 érdekeltek 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”.

³⁷ Lásd 2004/25/EK irányelv 3. cikk (1) c)

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.

Továbbá indokoltnak tartanám felmérni a vállalatfelvásárlásoknak az ajánlattevő részvényeseire gyakorolt hatását is, mely az eddigi szabályozási irányokhoz képest egy új érdekkonfliktust hozhat felszínre.

Az értekezés témakörében készült publikációk jegyzéke

1. HALÁSZ Vendel - KECSKÉS András – VISEGRÁDY Antal: A review on La Porta's ouvre ARCHIV FÜR RECHTS- UND SOZIALPHILOSOPHIE 100:(4) pp. 549-559. (2014)
2. HALÁSZ Vendel - KECSKÉS András: Performance based Compensation – A Practical Guidance on Remuneration of Corporate Executives, *STUDIA PRAWNO-EKONOMICZNE* XCII: pp. 69-90. (2014)
3. HALÁSZ Vendel - KECSKÉS András: A prospektusfelelősségről, In: Szabó István (szerk.) II. Interdiszciplináris Doktorandusz Konferencia. Konferencia helye, ideje: Pécs, Magyarország, 2013.05.15-2013.05.17. Pécs: Pécsi Tudományegyetem Doktorandusz Önkormányzat, 2014. pp. 67-86.
4. HALÁSZ Vendel - KECSKÉS András: Stock Corporations - A Guide to Initial Public Offerings, Corporate Governance and Hostile Takeovers, HVG-ORAC - LexisNexis, Budapest-Wien, 2013. 1-570. old.
5. HALÁSZ Vendel - KECSKÉS András: Hostile takeover bids in the European Union – Regulatory steps en route to an integrated capital market, *REV BRASIL ESTUD POL (RBEP)* 109: pp. 89-138. (2014)
6. HALÁSZ Vendel - KECSKÉS András: Regulation on Hostile Takeover Bids in the United States, *ACTA UNIVERSITATIS BOGDAN VODA SERIES OECONOMICA* 4:(17) pp. 39-48. (2013)
7. HALÁSZ Vendel - KECSKÉS András: La Porta Magyarországra látogat? - Rafael La Porta professzor és munkaközössége kutatásai és értékelési szempontjai a magyar jog tükrében In: Európai jog, 2013. 4. sz. 18-31. o.
8. HALÁSZ Vendel - KECSKÉS András: A vállalatfelvásárlási ajánlatról való döntéshozatal lehetséges alternatívái In *Gazdaság és Jog*, 2013. 7-8. sz. 30-38. o.
9. HALÁSZ Vendel: Érdekellentétek a saját részvénytulajdonlás területén In *Magyar Jog*, 2012. 11. sz. 677-689.
10. HALÁSZ Vendel: Beveszik-e az amerikai méregpirulát az Európai Unióban? In: *Európai jog*, 2012. 1. sz. 3-16. o.
11. HALÁSZ Vendel – KECSKÉS András: Ellenséges vállalatfelvásárlások az Egyesült Államokban, In: *Jura*, 2011 (17. évf.) 2. sz. 163-171. o.
12. HALÁSZ Vendel – KECSKÉS András: Az ellenséges társaságfelvásárlás jogszabályi háttere az Egyesült Államokban, In: *Magyar Jog*, 2011. december. 749-758. o.
13. HALÁSZ Vendel – KECSKÉS András: Társaságok a tőzsdén, HVG-ORAC, Budapest, 2011. 1-519. old.

14. HALÁSZ Vendel – KECSKÉS András: Döntsenek a befektetők? Az ellenséges vállalatfelvásárlás európai jogi háttéréről. In: Európai jog, 2010. szeptember. 13-26. old.
15. HALÁSZ Vendel – KECSKÉS András: A siker díja vagy a bukás ára? A vállalati vezetők javadalmazásának elmélete a pénzügyi válság tükrében. In: Jogtudományi Közlöny, 2010. április. 180-191. old.
16. HALÁSZ Vendel – KECSKÉS András: Mennyit és miért? Mértékek és jogcímek a vállalati vezetők javadalmazásában. In: Jogtudományi Közlöny, 2010. február. 72-82. old.
17. HALÁSZ Vendel: A részvényszerzés összehasonlító kereskedelmi jogi elemzése. In: Studia Iuvenum Iurisperitorum (Szerk.: Drinóczi Tímea, Pécs, 2008)