

BUZÁSI BARNABÁS JOGÁSZ SZAK, NAPPALI TAGOZAT
KONZULENS: DR. PAPP TEKLA EGYETEMI DOCENS
KERESKEDELMI JOGI SZEKCIÓ: KÜLÖNDÍJ

A NYILVÁNOS AJÁNLATTÉTELLEL TÖRTÉNŐ VÁLLALATFELVÁSÁRLÁS SZABÁLYAI EURÓPAI ÉS JOGÖSSZEHASONLÍTÓ ASPEKTUSBAN

BEVEZETÉS

Napjainkban, mikor egyre élesebb verseny folyik a különböző gazdasági szektorokban, és mivel a fejlett piacgazdaságok a telítettség jegyeit mutatják, egyre inkább előtérbe kerülnek a vállalatok stratégiáiban a biztonságos növekedést szolgáló megoldások. Ezen megoldások közt található a vállalatfelvásárlás – angolul takeover – intézménye. Hogy érzékeltessem a vállalatfelvásárlások jelentőségét és dinamikáját, 2004-ben harmadával nőtt 2003-hoz képest a vállalatfelvásárlások és cégegyesülések értéke a közép- és kelet-európai volt szocialista országokban, és az együttes értékük meghaladta az 50 milliárd dollárt.¹ A világgazdasági tendenciák is erősödést mutattak, a 2003. évi 1160 milliárddal szemben 2004-ben 1916 milliárd dollár volt a vállalatfelvásárlások és fúziók együttes értéke.²

A szabályozás európai szintre emelése, valamint az elfogadott irányelv minél alaposabb átvétele két szempontból is nagy jelentőséggel bír. Egyrészt, a világ két vezető gazdasági régiója, az Egyesült Államok és az Európai Unió tagországai járnak élen a felvásárlások során, tehát e két terület szabályozása bír kiemelkedő jelentőséggel. Ezek alapján az Uniónak, mint gazdasági egységnek is fel kell vennie a harcot a tengerentúli ellenfelekkel. Több korábbi irányelv tervezetet vetettek el pont amiatt, hogy a liberális szabályozás az amerikai és japán vetélytársak prédájává tette volna az európai vállalatokat.³

A másik fő ok, hogy a vállalatfelvásárlások egyre növekvő hányada úgynevezett ellenséges felvásárlás (*hostile takeover*) útján valósul meg.⁴ Ebben az esetben nagyon nagy jelentőséggel bír a céltársaság menedzsmentjének magatartása, azaz lehetőségük van-e különböző védelmi taktikákkal – például *poison pill* használatával – megghiúsítani a tranzakciót, vagy éppen ellenkezőleg, semlegességi kötelezettsége miatt csak külső szemlélője a folyamatnak (*break-trough rule, neutrality*).

Tehát ha a tagállamok szabályozása nem egységes ilyen téren, és a különböző nemzeti jog alapján működő társaságok vezetőségének eltérő jogosítványok vannak a kezében, akkor nem valósul meg a „fegyver egyenlőség elve”, és a szigorúbb előírásokat alkalmazó tagállamban működő cégek ki lesznek szolgáltatva azokkal a cégekkel szemben, akik egy „engedékenyebb” tagállam joga szerint végzik tevékenységüket.

Dolgozatomban ezért, a magyar és uniós jogi szabályozás történeti áttekintése és hatályos szabályozásának elemzése során vázolnám a takeover irányelv főbb jellemzőit, valamint a hazai szabályozás harmonizációjának szintjét és az esetleges feladatokat, amelyeket szükségesnek látok elvégezni a minél teljesebb kompatibilitás elérése érdekében. Munkám során igyekszem továbbá rámutatni az amerikai és angol szabályozási sajátosságok, valamint a common law jogrendszerben kifejlődött védekezési taktikák hazai alkalmazhatóságának kérdésére is.

II. AZ EURÓPAI UNIÓ VÁLLALATFELVÁSÁRLÁSI SZABÁLYOZÁSA

Az Európai Unió, mint azt korábbi neve is mutatja – Európai Gazdasági Közösség –, eredetileg tagállamai gazdasági fellendülését tűzte ki célul, felismerve – azt a napjainkban hatványozottan jelentkező helyzetet –, hogy Európa országai csak közösen képesek kihasználni képességeiket, és az Egyesült Államok, Japán, és most már Kína, versenytársaivá válni.

Ennek a célkitűzésnek a megvalósításához elengedhetetlenül fontos az integrációs gazdaságpolitika megvalósítása, és ezen belül a társasági jogok harmonizációjának minél mélyebb szintű megvalósítása, továbbá egyes szupranacionális társasági jogi intézmények kialakítása.⁵ Az elmúlt évtizedek európai jogalkotási

gyakorlatából megállapítható, hogy a harmonizáció kettős célt követ: egyrészt a szabályok lehetséges egyneműsítését, a *level playing field* kialakítását, másrészt az elsődleges és a másodlagos letelepedés biztosítására olyan *sui generis* társasági formák megteremtését, amelyek a tagállamoktól elválv a közösségi jogban gyökereznek, ezáltal akadálytalanabban mozognak, és alakítják ki azt a méretet, amely segítségével a fent említett versenytársi pozíció elérhető.⁶

1. 1. A 2004/25 EK irányelv elfogadásához vezető út - a 13. társasági jogi irányelv történeti áttekintése

A vállalatfelvásárlások uniós szabályozását célzó irányelv mintegy 30 éves múltat tekint vissza. Ezt az irányelvet is az uniós jogalkotás „nagy öregei” közt tartják számon, de ez, ellentétben más irányelv-tervezetekkel,⁷ mára valósággá vált.

2. 1. 1 Az első generációs takeover tervezetek

Az első tervezet a brit *Penningon* professzor nevéhez fűződött, aki az Európai Bizottság (a továbbiakban: EB) felkérésére, 1973 novemberére elkészítette az európai vállalatfelvásárlási szabályozások áttekintését, és megalkotta az első irányelvtervezetet.⁸ A tervezet már tartalmazta a részvényesek egyenlőségének elvét, a kötelező ajánlattételt, a menedzsment tartózkodási kötelezettségét, valamint a részvényesek kielégítő és megfelelő tájékoztatáshoz való jogát.⁹

Következő lépésként az 1984-ös Fehér Könyvben az EB leszögezte, hogy a tulajdonosi viszonyokat újrarajzoló felvásárlások szabályait sokkal vonzóbbá kell tenni a befektetők számára, mégpedig az információk átadására vonatkozó minimum garanciák megteremtésével úgy, hogy betartásukról a tagállamok által meghatározott felügyeleti szervek gondoskodjanak.

Ezek után két hivatalos tervezet is napvilágot látott, az első 1989 januárjában, a második 1990 szeptemberében. A 89/90-es tervezetek a kor szabályozási módszereivel készültek, a főszabály és a részletesen körülírt kivételek egyensúlyára épülő, rendkívül részletező irányelvek voltak, amelyekkel szemben széleskörű tagállami ellenállás bontakozott ki. Az első tervezetek az angol *City Code on Takeovers and Mergers* alapján készültek, és az abban bevett, de a

kontinentális joggyakorlatban még ismeretlen elemeket vettek át. Többek között a *Code*-ből került át az ajánlatok lebonyolítására vonatkozó határidő táblázat (*timetabe for offers*), az ajánlati dokumentum tartalmára vonatkozó előírások (*content of offer documents*), valamint a későbbi tervezetek két legvitatottabb pontja, a kötelező ajánlattétel (*mandatory bid*), és a céltársaság menedzsmentjének korlátozott cselekvési szabadsága (*prohibition of certain types of defences*) is.¹⁰

Mielőtt továbbmennénk, érdemes kitérni az okokra, amelyek az elutasításhoz vezettek. Ezek pedig az egyes tagállamok jogrendszerében és vállalati struktúrájában keresendők. Nagy-Britanniában a piac meghatározó szerepén túl, nagy jelentőséggel bír a *City Code*, és a betartása felett őrködő *Takeover Panel*. A *Code* egyfajta magatartási szabályok gyűjteménye, célja a felvásárlási eljárás kereteinek meghatározása.¹¹ Kiemelkedő sajátossága, hogy rendelkezései nem bírnak jogi kötőerővel,¹² de a betartásáról gondoskodó *Panel* – amely egyben a *Code* állandó felülvizsgálatát is folytatja – olyan elismert szakemberekből áll, akik a *good business standards* együttes megjelenítői,¹³ és mint ilyenek megkerülhetetlenek a takeover-ek során.¹⁴ Ezt a „common law” hagyományokból építkező, állandóan változó szabályozást – amely melleleg nagyon is eredményes – nagyban veszélyeztette az aprólékos és szigorú irányelvtervezet. Így érthető volt a tervezet hangos elutasítása Nagy-Britannia részéről.

Ugyanakkor, a kontinentális jogrendszeren alapuló tagállamok legnagyobb részében a társaságok tulajdonosi struktúrája nem annyira elaprózódott, a menedzsment sokszor szorosan összefonódik a tulajdonosi körrel, ráadásul nagyon gyakoriak a családi tulajdonban lévő vállalatok.¹⁵ Itt, ahol az újabb részvénykibocsátások nem jöhetnek szóba – hiszen ezzel veszélyeztetnék a család tulajdonában álló, általában kisebbségi irányító csomagot –, sokkal elterjedtebbek a hitelből történő felvásárlások (*leveraged buyout, LBO*), illetve az olyan versenytorzító alapszabályok, amelyek révén minimális részesedés mellett is megőrizhető az irányítás (lásd: aranyrészvény). Ráadásul a céltársaság ügyvezetésének kötelezettségeit sem szabályozták korábban,¹⁶ így érthető felzúdulást keltenek az erre vonatkozó cikkek.

2. 1. 2. A második generációs takeover tervezetek

Az EB, okulva a kudarcból, messzemenőig figyelembe vette a tagállamok szabályozásait és jogi hagyományait. Ennek eredményeképpen – a szubszidiaritás elvét figyelembe véve, együttdöntési eljárás keretében - megszületett az új tervezet. Az EB igyekezett minden igényt kiszolgálni, aminek következtében egy teljesen kiürített irányelvre tett javaslatot, amelyben tartózkodott a tételes jogi normák előírásától, ezzel magának az irányelvnek a létjogosultságát kérdőjelezte meg.¹⁷ A keretirányelv szinte minden lényeges kérdést a tagállamok döntési jogkörébe utalt, még a kötelező ajánlattételt megalapozó küszöb mértékét is a tagállamok állapíthatták meg.¹⁸

A tervezetet Parlament az első olvasatban nagy többséggel elfogadta, ugyanakkor 20 módosítási javaslattal is élt.¹⁹ Ezen javaslatokat figyelembe véve az EB megalkotta a módosított tervezetet.²⁰ A módosított irányelvtervezet a tagállamok szabályozott piacaira bevezetett értékpapírokkal kapcsolatos felvásárlásokat szabályozta (1. cikk), ugyanakkor a keretszabályozás-jellegből kifolyólag a tőzsdén be nem vezetett értékpapírokra is alkalmazhatták a tagállamok. A kisebbségi részvényesek védelmét a 3. cikk tartalmazta, amely megvalósulhatott kötelező vételi ajánlat útján (10. cikk), de – a német aggályok miatt, miszerint ez a rendelkezés indokolatlanul vezetett volna kényszerű konszernképződéshez – az irányelv lehetőséget adott egyenértékű jogi eszközök használatára is.²¹ Lényeges változás, hogy a tervezetből – elődeivel ellentétben – kimaradt a kontroll fogalma és annak kiszámítási módja, így a jogalkotó gyakorlatilag az irányelv központi kérdésében mondott le a szabályozási jogáról a tagállamok javára, ezzel mintegy negligálva az irányelv lényegét.²²

Ugyanakkor az EB úgy próbálta biztosítani az elég nagy szabadságot adó szabályok kohézióját, hogy a korábban csak a felügyeleti szervekre alkalmazott alapelveket kiterjesztette a tagállamok harmonizációjára, azaz kötelezte őket, hogy az átültetés során ezen elvekkkel összhangban járjanak el. Ezeket az elveket az 5-9. cikkek tartalmazták. Ezek az elvek mintegy irányították volna a tagállamokat, és betartásuk mellett olyan egységesítési mechanizmus

lépett volna életbe, amelynek eredményeképpen egy viszonylag egységes „csomagot” kellett volna elfogadniuk a tagállamoknak.²³

Ennek tudható be, hogy a kezdeti lelkesedés után a tagállamok mégis arra törekedtek, hogy egy (még) lazább, diszpozitív jellegű ajánlássá fokozzák le a tervezetet.²⁴

Ugyanakkor időközben számos tagállam fogadott el a tervezettel harmonizáló szabályozást, ami mutatja, hogy az EB munkája nem maradt teljesen visszhangtalan.²⁵ 2000. áprilisára elhárult az akadály a közös álláspont elfogadása előtt.²⁶ Az elfogadott közös álláspontot a Parlament második olvasatban tárgyalta, a betervezett módosításokkal együtt.²⁷

A Parlament által elfogadott 15 módosítási javaslat jellege viszont azt bizonyította, hogy nem csak a jogalkotói kompetenciák arányában van eltérő véleményen az EB és a Parlament, hanem a tartalmi kérdések tekintetében is valóságos szakadék húzódik a felek közt.

Erre példa a tervezet 3., céltársaság igazgatóságának felelősségét tárgyaló cikke. A közös álláspont szerint az igazgatóság feladata a társaság egészének érdekeit szem előtt tartva eljárni, és tilos megtagadnia a részvényesektől azt a jogot, hogy érdemi döntést hozzanak az ajánlatról. Ugyanakkor a Parlament módosító javaslatában a társaság, mint elkülönült jogi személy sajátos érdekeinek érvényesítésére tett kísérletet.²⁸ A példálózó jellegű felsorolás az alkalmazottak érdekéről, a munkahelyek megőrzésének fontosságáról, a folyamatos működéshez fűződő érdekről tesz említést. Ezek az érdekek túlmutatnak a vállalatok „részvény-társasági” mivoltán és a részvényesek védelmén, valamint az őket megillető jogok érvényesítésén. Ebben a kontextusban a társaság egyben foglalkozás- és szociálpolitikai, valamint gazdasági célokat is szolgáló komplex szerveződés, amelynek összetett céljait a menedzsment éri el. Ebből kifolyólag egy esetleges vállalatfelvásárlás a fenti célok valamelyikét mindenképpen veszélyeztetné, tehát a céltársaság vezetősége elvben mindig találna indokot a versenykorlátozó, a felvásárlást megghiúsító lépései megtételére.²⁹

Azonban – fentiek mellett – az igazi vita az igazgatóság semlegességi kötelezettsége körül bontakozott ki. Mint azt már fentebb tárgyaltuk, a semlegességi kötelezettség a *Code* alapján került be a

tervezetbe, de ez korábban egyes tagállamok számára ismeretlen volt.³⁰ A Parlament ezek alapján igyekezett lazítani a semlegességi szabályokon, mégpedig oly módon, hogy a tagállami felügyeletek jogot kaptak volna a megengedett ellenlépések normatív szabályait megállapítani, továbbá felhatalmazták volna a tagállamokat, hogy a nem nevesített esetkörökben egyedi eljárást alkalmazzanak.³¹

A módosítások nagy része az EB számára elfogadhatatlan volt.³² A Szerződés 251. cikkében rögzített együttdöntési eljárás szerint felállított Békéltető Testület (*Conciliation Committee*) ugyan kompromisszumot ért el, de a Parlament 2000. július 4-én elvetette a tervezetet.³³

Mielőtt áttérnék az irányelv elfogadásának körülményeire, szeretném összegezni a második generáció bukásának okait.

A rendkívüli közgyűlés összehívása a védekezési taktikák engedélyezéséhez a rövid időkorlátok miatt szinte megakadályozta volna a sikeres védekezést, ami az európai cégek versenyhátrányát jelentette volna az Egyesült Államokkal és Japánnal szemben, mivel potenciális célponttá tenné Európát, miközben a tengerentúli vállalatok – mint azt az Egyesült Államok szabályozásáról szóló részben látni fogjuk – nagyon kemény védekezési jogosítványaik miatt, bevehetetlenek lennének európai versenytársaik számára.

Mindezek mellett az egyes tagállamok erőviszonyai is komoly eltérést mutattak. Főleg a német és osztrák képviselők sérelmezték a *level playing field* hiányát, mivel komoly hátrányt szenvedtek volna azon tagállamok cégei, amelyek törvényei kizárják a megelőző jellegű védekezés lehetőségét. Így, ha elveszik tőlük az egyetlen fegyverüket, az azonnali védelmet biztosító – a közgyűlés megkerülésével hozott – döntések jogát, védtelenek lesznek a preventív eszközöket használó vállalatokkal (Anglia, Hollandia) szemben.³⁴

Végül a munkavállalók és tulajdonosok kooperációjára épülő német modell állt a szabályozás útjában. Ahogy arról korábban is szó volt, a németek – az egyébként a közgyűlés hatáskörébe tartozó – döntéseket a dolgozói részvétel mellett működő felügyelő bizottság hatáskörébe utalják. A tervezet alapgondolata, mely szerint a vállalatfelvásárlás sikere vagy kudarca a résztvevő felek korrekt eljárásjogi cselekményeinek, és a gazdasági racionalitást mérlegelő részvényesek döntésének függvénye, ellentétes volt a társaság

szerepét komplexen értelmező német lobby érdekeivel. Erre az aggodalomra csak ráerősített az akkori német kormány befektetési mobilitást ösztönző adóreformja, valamint az a lehetőség, hogy a világ legnagyobb exportőre felvásárlási célsország lehet.³⁵

2. 1. 3. A Winter – jelentés

Az EB a kudarc után egy szakértői munkacsoportot hozott létre (*High Level Group of Company Law Experts*),³⁶ amelynek kettős feladatot adott. Egyrészt a kudarchoz vezető okok feltárását, és megoldási javaslatainak kidolgozását – 2001 december 31-i határidővel –, másrészt az Unió társasági jogi szabályozásának irányának kijelölését 2002 közepéig.

A bizottságnak a javaslatban ki kellett dolgoznia az európai *level playing field*-et, amely a részvényesek közötti egyenlő elbánás biztosításán, valamint a vállalatok különböző mértékű „kiszolgáltottsági szintjének” kiegyensúlyozásán alapult volna. A másik szempont, hogy az új tervezetnek meg kell felelnie az EB azon – töretlen – céljának, hogy elősegítse, ne pedig gátolja a tőkepiaci befektetéseket.³⁷

Ahhoz, hogy megvalósulhassanak a fenti követelmények a tételes jogi szabályozásban is, két alapelvet fektetett le a szakértői testület. Az egyik szerint a részvényesek egyéni döntésétől függően alapvetően a részvényátruházás sikere, a másik elv szerint a megszerzett részesedés arányban kell, hogy álljon a szavazatokból szerzett részesedéssel.³⁸

Az új szabályozás fenntartotta a céltársaság igazgatósága semlegességének követelményét, de az első alapelvből levezethetően közgyűlési felhatalmazással van lehetőség a védelmi intézkedések megtételére. Újdonság ugyanakkor, hogy csak minősített többséggel lehetne elfogadni ezeket az intézkedéseket. A joggyakorlás feltételei pedig a második elv miatt változnának, ugyanis a vagyoni és szavazati jogok arányosságának követelménye kizárja a szavazatmaximálást, a szavazatelsőbbbségi és aranyrészvények használatát ebben a kérdésben való döntéskor. Ugyanakkor még a minősített többséggel meghozott közgyűlési döntés is jogkorlátozó lehet egyes – kisebbségi – befektetők számára, akkor is, ha mindenki tulajdoni arányának megfelelően szavazott. Ezért különös jelentőséggel bír a

munkacsoport javaslata a *squeeze-out* bevezetésre, amely a többségi tulajdonos jogát jelenti a kisebbségi részvények megszerzésére. Azokban a tagállamokban, ahol erre a törvény nem ad lehetőséget, a *shell-out* joga illette volna meg a kisebbségi részvényeseket, azaz részesedésüket eladhatták volna a többségi tulajdonosnak.³⁹

A Winter – bizottság legfontosabb újítása az áttörési klauzula bevezetésének javaslata volt. Az ún. *break-trough rule* lényege, hogy egy bizonyos részesedés megszerzése után a céltársaságban előzetesen kialakított védekezési intézkedéseket kiiktatják. Tehát a jogszerű és eredményes felvásárlás ténye megakadályozza azt, hogy értelmetlen legyen megszerezni a részesedést, mert a korlátozó rendelkezéseket tartalmazó alapszabály miatt a megszerzett részesedéshez nem társulna arányos szavazati jog.⁴⁰ A munkacsoport 75%-os részesedés elérésénél javasolta az „áttörést”. [Mint látni fogjuk, az új Gt is ezt a mértéket veszi át, 299. § (2 bek.)]

Külön jelentőséggel bír az a tény, hogy az áttörési szabály alkalmazásának nem lenne akadálya az a körülmény, hogy a védekező, korlátozó intézkedéseket a nyilvános ajánlattétel után tették meg, ugyanis az a tény, hogy a részvényesek eladják részesedésüket, „felülírja” korábbi döntésüket.⁴¹

A Winter – jelentés külön kitért a „méltányos ár” fogalmának európai egységesítésének fontosságára, hiszen a *squeeze-out*, illetve *sell-out* szabályok csak így érvényesíthetőek igazán.

2. 1. 4. A 2002-es irányelvtervezet

A 2002 októberében kidolgozott tervezet követte a korábbi keretjellegű szabályozási formát, és nagyban – de nem kizárólagosan – támaszkodott a Winter bizottság által megfogalmazott ajánlásokra.⁴²

Az irányelvtervezet⁴³ jelentős újításai voltak a „méltányos ár” fogalmának meghatározása, a *break-truogh rule*, valamint a *squeeze-out*, *sell-out* „páros” bevezetése. Az újítások közül az áttörési szabályok váltottak ki jelentős felzúdulást, aminek következtében a többszörös szavazati jog kikerült az „áttörhető” szabályok köréből. Több tagállam jelezte, hogy ezen jogok kártalanítás nélküli megvonása alkotmányos kérdéseket vetne fel, továbbá az EB nem találta

bizonyítottak, hogy a többszörös szavazati jog megkerülhetetlen akadályát képezné a felvásárlásoknak.⁴⁴

A Parlament által vitatott pontok alig változtak. A németek továbbra sem látták az európai *level playing field* -et biztosítottak, és kritizálták a többes szavazati jog meghagyását is. Továbbra is a semlegességi kötelezettség korlátozását kérték cserébe, vagy a fent említett jog megszüntetését. Az ezzel „élő” tagállamok, Franciaország és a skandináv országok, pedig hallani sem akartak erről. Az újabb kudarcotól a portugál delegáció javaslata mentette meg a tervezetet egy olyan opciós modell bevezetésével, amelynek alapján a két legvitatottabb cikk – a semlegességi kötelezettség (9. cikk) és az áttörési szabály (11. cikk) – részben is alkalmazhatóvá vált.

Az opciós modell alapján a tagállam eldöntheti, hogy mindkét vitatott pontot beépíti-e a szabályozásába, vagy csak az egyiket, illetve egyiket sem. A tagállamok után a tagállami társaságokat illeti meg a választás joga, feltéve, ha erre a tagállam lehetőséget biztosít. Ha igen, a társaság nyilatkozik arról, hogy mindkét cikket be kívánja építeni (*opting-in*), illetve valamelyik vagy mindkét cikk alkalmazását mellőzni szeretné (*opting-out*). Ezek után a társaság közgyűlése évente felülvizsgálja az áttérési lehetőséget, és amennyiben a változtatás mellett dönt, akkor ezt jelenti a tagállami felügyeletnek. A váltás csak az *opting-in* irányában lenne elképzelhető.⁴⁵

2. 2. Az Európai Parlament és a Tanács 2004/25/EK irányelve⁴⁶

A tagállamok végül is a portugál javaslathoz nagyon közel álló szöveget fogadtak el 2003 november 27-én Spanyolország tartózkodása mellett.⁴⁷

Az irányelv célja a részvényesek védelemben részesítése a nyilvános ajánlattétel esetén, valamint a szükséges átláthatóság biztosítása a tagállamok gyakorlatában.⁴⁸ A részvényesek védelmén belül külön kiemeli a kisebbségvédelmet, valamint hangsúlyozza a dolgozók számára az információkhoz való hozzáférés jogát.⁴⁹

Az irányelv hatálya kiterjed minden olyan jogi, közigazgatási előírásra, jogi kötéserővel nem bíró szabálygyűjteményre, amely a

tagállamok joga által szabályozott olyan társaságok nyilvános ajánlattételi eljárását szabályozzák, amelyek értékpírjai legalább részben be vannak vezetve valamely tagállam szabályozott piacára.⁵⁰ Az irányelv minimumszabályozása megenged egy még tágabb értelmezést is, mely szerint a tőzsdére be nem vezetett társaságok is a hatálya alá esnek.⁵¹

A 2. cikkben a fontosabb fogalmak definiálása található meg. Az összesen hét meghatározás közül külön figyelmet érdemel a többes szavazati jogot biztosító részvény fogalma, ami, mint tudjuk, tagállami nyomásra került az irányelvbe, de se a Winter – jelentés, se a korábbi tervezetek nem tartalmazták.

A 3. cikk összesen hét alapelvet fogalmaz meg. Ezek sorrendben: a részvényesek közötti egyenlő elbánás, a kisebbségi részvényesek védelme, a megalapozott döntéshez szükséges idő és információ biztosítása mind a részvényesek, mind a munkavállalók részére. Az igazgatóság döntését csak a részvényesek felhatalmazásával hozhatja meg, és eljárása során a cég egészének érdekeit kell szem előtt tartania, a verseny tisztasága, versenytorzító magatartás tilalma, továbbá a megfelelő ellenérték biztosítása, valamint a rendes üzletmenet fenntartása, azaz az eljárás minél gyorsabb lefolytatása.

A fenti szabályok minimumkövetelmények, amelyeknél szigorúbb szabályozással is meg lehet valósítani az irányelv elvárásait.

A 4. cikkben kerül sor a felügyeleti szervekkel kapcsolatos szabályozásra. Az illetékességi szabályokkal és az alkalmazandó joggal kapcsolatban két álláspont csapott össze. A honosság kérdésében a bejegyzés elvét követő Nagy–Britannia itt a céltársaság székhelye alapján határozta volna meg az alkalmazandó jogot, amely azzal járt volna, hogy az egyes tagállami felügyeleti rendszeresen külföldi jog alkalmazására kényszerülnének. Más tagállamok különválasztották volna a társasági jogi és tőkepiaci kérdéseket, mégpedig úgy, hogy társasági jogi ügyben a székhely szerinti felügyeleti szerv lenne illetékes, tőkepiaci kérdésekben, pedig az, amelyik joga szerint a kérdéses céltársaság értékpírjai először kerültek nyilvános forgalomba.⁵² A EB végül is a kombinált rendszer mellett döntött, tehát: *„A céltársaság létesítő okirata szerinti székhely szerinti tagállam szabályait kell alkalmazni és az illetékes hatóság a céltársaság létesítő okirata szerinti székhely szerinti tagállam hatósága”* [4.

cikk (2) bek. e) pont] a munkavállalók informálásával kapcsolatos kérdésekben, a társasági joggal kapcsolatos kérdésekben, így különösen az igazgatóság védekezési taktikái vonatkozásában, míg *„felajánlott ellenértékkel – különösen az árral – kapcsolatos kérdéseket, [...] az illetékes hatóság helye szerinti tagállam szabályaival összhangban kezelik”* [4. cikk (2) bek. e) pont].

Az egyes felügyeleti kötelesek egymás munkáját – szigorú titoktartási szabályok alkalmazása mellett – információszolgáltatással támogatni.

A 4. cikk 6. bekezdése angol követelésre került az irányelvbe,⁵³ mely szerint a tagállamoknak joguk van meghatározni azokat a szabályokat, amelyek alapján megállapítható, hogy a résztvevő felek *„jogosultak-e és ha igen, milyen körülmények között közigazgatási vagy bírósági eljárás megindítására”*. Ha visszaemlékszünk a *cold-shouldering*-gel kapcsolatos *Code* rendelkezésekre, akkor láthatjuk, hogy a *Panel* egyik fő szankciója az, hogy az állami hatóságok nem tekintik ügyfélnek azt, aki nem a *Code* rendelkezéseivel összhangban cselekszik.⁵⁴

Az irányelv magját képező kötelező ajánlattal kapcsolatos 5. cikk meghatározza a kontroll fogalmát, mely szerint: *kontrollal bír az, aki „a korábban szerzett értékpapírjaival vagy a vele összehangoltan eljáró személyek értékpapírjaival együtt – közvetlenül vagy közvetve a szavazati jogok meghatározott százalékát biztosítja e társaságban, amely lehetővé teszi számára a társaság irányítását”* [5. cikk (1) bek.]. A tagállamok hatásköre eldönteni, hogy mennyi az adott küszöb, ami után kötelező az ajánlattétel, valamint arra kötelezni az ajánlattevőt, hogy valamennyi részvényes összes papírjára tegyen ajánlatot. El lehet tekinteni a kötelező ajánlattételtől a 2. bekezdés alapján abban az esetben, ha önkéntes ajánlattétel útján úgy szerez valaki kontrollt a cégtársaság felett, hogy ajánlatát minden részvényes összes papírjára megteszi.

A méltányos ár meghatározása még a Winter – bizottság munkája, amit átvett a 2002-es tervezet, majd az irányelv is.⁵⁵ Eszerint, méltányosnak tekinthető az a legmagasabb összeg, amit az ajánlattevőt megelőző legalább 6, legfeljebb 12 hónapban fizettek az értékpapírért. Ugyanakkor a – spekulációk elkerülése érdekében – lehetőség nyílik arra, hogy ha az ajánlattevő, vagy a vele összehan-

goltan eljáró személyek a nyilvános ajánlattétel ideje alatt a megálapítottnál magasabb áron vásárolnak a papírokból, akkor ezen a magasabb áron vegye meg a többi részvényt is. A „másik oldalt” is védi az irányelv, ugyanis arra is lehetőség nyílik, hogy bizonyos méltánylást érdemlő esetekben a felülegelemek ne csak felfelé, hanem lefelé is módosítsák az árat [5. cikk (4) bek.].

A részvényesek védelmét szolgálják a fizetési feltételekkel kapcsolatos szabályok (is). Az ellenérték likvid értékpapírokból és készpénzből állhat, de abban az esetben, ha a felajánlott ellenérték nem szabályozott piacra bevezetett likvid értékpapír, vagy az ajánlattevő, illetve a vele összhangban eljáró személyek a megelőző legalább 6, legfeljebb 12 hónapban legalább 5 százaléknyi szavazati jogot vásároltak, kötelesek készpénzt is felajánlani.

A nyilvánossági szabályok, és az ajánlat kötelező tartalmi elemei a 6. cikkben kaptak helyet. Az elkészített anyagot még a közzététel előtt el kell juttatni a felülegelemekhez, ha a tagállam így rendelkezik. A Parlament nyomása miatt került be a szövegbe a 2. bekezdés, mely alapján köteles a céltársaság igazgatósága arra, hogy tájékoztassa a munkavállalókat, vagy azok képviselőit a felvásárlással kapcsolatos információkról.

A minimálisan szükséges ajánlati elemeket a 3. bekezdés tartalmazza, többek között az ajánlati feltételekre, az ajánlattevőre, a megszerezni kívánt értékpapírokra, az ellenértékkal kapcsolatos információkra, a megszerezni kívánt papírok mennyiségére, az ajánlattevő és a vele összehangoltan eljáró személyek által birtokolt papírok mennyiségére, összesen 14 elemet. Külön figyelmet érdemel az e) pontban szereplő kártalanítási jog azok számára, akiknek az áttörési szabály alkalmazása során megszűntek bizonyos részvényeikhez kapcsolódó jogaik.

Az elfogadásra nyitva álló időszak legalább kettő, legfeljebb tíz hét lehet. Azonban, az eljárás gyors lefolytatása vonatkozó alapelv betartása mellett, lehetőség van hosszabbításra, de csak akkor, ha az ajánlattevő a határidő letelte előtt 2 héttel jelzi a hosszabbítás iránti kérelmét. Ha rendkívüli közgyűlés összehívására van szükség az ajánlat feletti döntéshez, akkor is van mód a hosszabbításra.

A 9. cikk, amely a céltársaság vezetőségének semlegességi kötelezettségeit tartalmazza, az opciós modell első eleme. A sem-

legességi kötelezettség a vételi ajánlatról való tudomásszerzéstől egészen az eredmény közzétételéig tart, vagy addig, míg az ajánlat hatályát nem veszti. Ebben az időszakban az igazgatóságnak tilos a közgyűlés hozzájárulása nélkül bármilyen olyan lépést tennie, amely nem tartozik a rendes üzletmenet körébe, és alkalmas a felvásárlás megghiúsítására. Ilyen intézkedés különösen új részvények kibocsátása, ugyanakkor más ajánlatok keresése nem tartozik a tilalmazott magatartások közé. A közgyűlés jóváhagyása kiterjed azokra az intézkedésekre is, amelyekről még az ajánlatról való tudomásszerzést megelőzően döntöttek, de végrehajtásuk ebbe az időszakba esik, és végrehajtásuk veszélyeztetné az eljárás sikerét.

Az irányelv rendelkezik arról is, hogy az igazgatóság köteles ésszerű időn belül összehívni a közgyűlést, ami nem lehet az értesítéstől számított 2 héten belül, továbbá elkészíti jelentését a felvásárlás esetleges hatásairól, az ajánlattevő stratégiai terveiről, ezeknek a foglalkoztatottságra és a telephelyekre gyakorolt hatásairól. Abban az esetben, ha a munkavállalók képviselőinek különvéleménye van, ezt a jelentéshez csatolni kell.

Külön kitér a 6. bekezdés arra, hogy a dualista rendszerű társaságoknál a fenti rendelkezések a felügyelő bizottságra is vonatkoznak.

Az opciós modell második eleme a 11. cikk áttörési szabályai – amelyek a korábban már tárgyalt *level playing field* megvalósításában játszanak nagy szerepet –, főleg osztrák és német nyomásra kerültek a tervezetbe, de természetesen versenytorzító mivoltuk miatt az EB is konzekvensen törekedett a kiiktatásukra. Ugyanakkor teljes sikert nem tudtak elérni a felek, ugyanis az egyes tagállamok által birtokolt aranyrészvényekre továbbra sem terjed ki a szabályozás. Nem terjed ki a szövetkezetekre, amelyek nem fejenként, és nem az alaptökében való részesedés alapján biztosítanak szavazati jogot.⁵⁶

Az áttörési szabályok alapján az elfogadási időszak alatt az értékpapírok átruházásával kapcsolatos tilalmak és többletköltséggel egybekötött korlátozások nem érvényesülnek⁵⁷ (11. cikk 2. bek.). Továbbá nem érvényesülnek az ajánlattétel után összehívott – védelmi intézkedésekről határozó – közgyűlésen a szavazati jog korlátozására vonatkozó rendelkezések, megállapodások, a többes

szavazati jogot biztosító részvények pedig csak egy szavazatot számítanak. Ezek a szabályok vonatkoznak arra a közgyűlésre is, amelyet a 75%-ot meghaladó tulajdonrészrel rendelkező ajánlattevő tart, amelyben kialakítja a társaság új alapszabályát, és megválasztja új vezetőit.

Az ezen rendelkezések miatt veszteséget elszenvedőket kárpótolni kell, kivéve azokat, akik a korlátozásokat egyedi vagyoni előnyökkel kompenzálták.

Az előbb említett opciós modell két eleme (9. cikk, 11. cikk) közötti választási lehetőségeket a 12. cikk tartalmazza, amely nagyrészt azonos a portugál delegáció által javasolt megoldással. Tehát először a tagállamokat illeti meg a választás joga, hogy mindkét cikket, vagy csak az egyiket, vagy egyiket sem alkalmazzák. Amennyiben egy tagállam nem valósítja meg a teljes harmonizációt, akkor azon társaságok számára, amelyeknek létesítő okirat szerinti székhelye a területükön van, ugyanúgy megadják a lehetőséget, kiegészítő jelleggel, hogy válasszanak a fenti három variáció közül. A társaság közgyűlése jogosult dönteni ebben a kérdésben, aminek eredményéről az átláthatóság érdekében köteles az érintett tagállami felügyelet felé jelentést tenni.

Az eltérő opciókat átvevő tagállami társaságok közötti anomáliák kiküszöbölése érdekében a rendszer alapeseteit a reciprocitás elvének beépítése bővíti.⁵⁸ Ezek alapján, ha egy olyan társaság az ajánlattevő, amelyik az *opting-out* alapján mentesül a 9. cikk 2-3. bekezdésének alkalmazása alól, akkor a tagállam mentesítheti az *opting-in* alapján működő társaságait a fenti cikkek alkalmazása alól. Ezek után az érintett társaság közgyűlése dönt a reciprocitás elvének eseti alkalmazásáról, azaz, hogy mentesíti-e magát a vállalt kötelezettségek alól az ajánlat idejére.

A szabályok kijátszásának megakadályozása érdekében a 3. bekezdés rendelkezik arról, hogy akkor is lehetőség legyen a reciprocitási szabályok alkalmazására, ha az egyébként a 9. és/vagy 11. cikket alkalmazó ajánlattevő valójában leányvállalat, vagy olyan vállalat, amelyet közvetve vagy közvetlenül olyan vállalatot irányít, amely magára nézve nem alkalmazza a 9. és/vagy 11. cikket.

Ezen szabályok alkalmazása egyrészt biztosítja a tagállamok közötti egyenlő erőfeltételeket, és ezáltal ösztönzik a belépést a

rendszerbe, hiszen a szabályokat nem alkalmazókkal szemben hatályon kívül lehet helyezni a vállalt kötelezettségeket. Ugyanakkor a nemzetközi *level playing field* tekintetében nem jelent védelmet a rendelkezés, hiszen ez az opciós rendszer nemzetközi kereskedelmi viszonyokban nem igazán érvényesíthető, elegendő csak a legnagyobb kedvezmény elvére gondolni.⁵⁹ Tovább nehezíti a közösségen belüli integrációt, hogy az eredeti javaslattal ellentétben, már nem csak az *opting-in* felé vezet az út a tagállamok (és a társaságok) számára, hanem „visszafelé”, az *opting-out* rendszer felé is. Így gyakorlatilag bármilyen tagállami szabályozás elfogadható, sok esetben még az is előfordulhat, hogy az irányelv alapján(!) törli el egy tagállam az igazgatóság semlegességi kötelezettségét.

Az irányelv kapcsán az utolsó tárgyalandó rész a kiszorítás (*squeeze-out*) és az eladás (*sell-out*) kérdése. (15, 16. cikk)

Az a részvényes, aki megszerezte a szavazati jogot biztosító érték-papírok legalább 90%, legfeljebb – tagállamonként eltérő küszöbértékkel – 95%-át, az kérheti, hogy a fennmaradó papírokat méltányos áron eladják neki. Ezzel a jogával a vételi ajánlat lezárását követő 3 hónapban élhet. Az eladási jog ugyanennek a jogintézménynek a „másik oldala”, amely szerint a 90%-ot meghaladó részesedéssel rendelkezőtől kérheti a többi részvényes papírjai méltányos áron történő megvásárlását, a kiszorítás szabályai szerint. További részletszabály szerint a tagállamok előírhatják, hogy a kivásárlási jog csak arra az osztályra vonatkozik, amelyben a megálapított küszöbértéket elérte az ajánlattevő.

A 21. cikk alapján a EB az átültetési kötelezettség lejárta után számított 5 év múlva az irányelvvel kapcsolatos tapasztalatok tükrében megvizsgálja, hogy szükséges-e a felülvizsgálata az irányelvnek. Ennek érdekében a tagállamok kötelesek a saját piacokon végbement felvásárlásokról jelentést küldeni a EB számára.

2. 3. Összegzés

Bár számos területen előrelépést jelentett az irányelv, elég csak itt a felügyeleték illetékességi kérdéseinek rendezésére gondolnunk, továbbá számos új fogalommal bővült a jogharmonizációs szótár, mint a méltányos ár, a kötelező ajánlat, a felvásárlásra

vonatkozó alapelvek, de ezek inkább egy adekvát szabályozás *alapjait* kellene, hogy képezzék, nem pedig magát a szabályozás egészét.

Egyértelmű, hogy még a portugál javaslatnak – főleg ebben a felpuhított formában – sem sikerült betöltenie azt az űrt, amely a EB és a Parlament álláspontja között fennállt, és fennáll ma is. Véleményem szerint a fő probléma abban rejlik, hogy a EB álláspontja nagyon jó az egységes belső piac számára – természetesen a *level playing field* kérdését tovább pontosítva –, míg a Parlament hozzáállása kiválóan alkalmazható nemzetközi környezetben, de az eltérő felfogások nem igazán egyeztethetők össze egy irányelven belül. Teljesen igaza van a parlamenti képviselőknek abban, hogy fennáll a veszélye a célponttá válásnak, de az elmúlt 50 év gazdasági és szociális hagyományai után – főleg a nyugati – tagállamok nincsenek felkészülve a felvásárlással járó megrázkódtatásokra. Bár nagyon sok esetben pontosan az áhított – és egyre messzebb kerülő – Lisszaboni Célok megvalósulását segítenék elő a költségtakarékos, méretgazdaságos felvásárlások, de a várható reakciókat, és politikai következményeit semelyik európai ország vezetése nem vállalja fel.⁶⁰

Ugyanakkor szemléletváltozás nélkül nem lehetséges a versenyképes Európa megvalósítása, és az Unió jelmondatából – egység a sokszínűségben – az egység megteremtése is legalább olyan fontos, mint a sokszínűség megőrzése. Ha ezt az egységet meg tudják Európa vezetői teremteni az európai társasági jog – és azon belül a vállalatfelvásárlások terén is – már tettek egy hatalmas lépést a dinamikus, prosperáló Európa felé.

III. A VÁLLALATFELVÁSÁRLÁS HAZAI SZABÁLYOZÁSÁNAK FEJLŐDÉSE

3. 1. A vállalatfelvásárlás fogalma, valamint a konszern-joghoz való viszonya

A vállalatfelvásárlás esetében egy meghatározott cégformáról, a nyilvánosan működő részvénytársaságról (nyrt.) beszélhetünk. Ugyanakkor már a kezdeti szabályozás sem korlátozta a szabályozást a tőzsdén jelenlévő társaságokra, tehát a tőzsdén nem jegyzett, de nyilvánosan működő részvénytársaságok is alanyai a szabályozásnak. Annak, hogy a vállalat a tőzsdén szerepel-e vagy sem, jelentősége a

részvények minimum értékének meghatározásánál van szerepe, egyéb tekintetben nincs különbség a kétféle részvénytársaság között.⁶¹

A konszernjogi szabályozás alapját az a tény képezi, hogy valaki(k) meghatározott mértékű részesedés birtokában olyan egyszemélyi döntést hozhat(nak), amely a társaság tagjaira és hitelezőire hátrányos lehet.⁶² Természetesen maga a folyamat a magángazdaság keretei közt mozog, amelyet a Gt. nem korlátoz, csak egyes értékek, mint a nyilvánossághoz való jog, a kisebbségi tulajdonosok és a társaság hitelezőinek biztonsága védelmében avatkozik közbe. A konszernjog egy létrejött, *statikus* állapotra, **ex futuro** állapít meg szabályokat azzal a céllal, hogy az állapot fennállása idejére biztosítsa a fent említett társasági jogi értékek védelmét. Ezzel szemben a takeover szabályzás a *dinamikus* állapotot, a befolyásszerzés megtörténését felügyeli.

Ugyanakkor fontos kiemelnünk, hogy a teljes elkülönülésre az új Gt. hatálybalépésével került sor, mely alapján a minősített többséget biztosító befolyásszerzés szabályai csak a zrt-re és a kft-re terjednek ki, az nyrt-re vonatkozó szabályok a Tpt-ben találhatók.

3. 2. A vállalatfelvásárlás első hazai szabályozása

A magyar szabályozás kezdeti szakaszait tekintve elmondható, hogy a rendszerváltozást követően a nyilvános részvénytársasági forma nagyon ritka volt, a jogalkotó nem is szánt neki jelentős szerepet az első Gt-ben (1988. évi VI. tv). Véleményem szerint az első szabályozás megkésett volt, hiszen – amint arra Pacsi Zoltán is rámutatott – időközben több olyan piaci esemény is történt, ahol nagy szükség lett volna az átfogó hazai szabályozásra.⁶³

Az első lépés a szabályozás irányába az 1996. évi CXI. törvény (továbbiakban: Épt.) volt. Többen aggályosnak tartották, hogy a vállalatfelvásárlással kapcsolatos szabályok itt, és nem az egy évvel később hatályba lépett Gt-ben kerültek taglalásra. Sándor Tamás kiemeli, hogy a részvényjog Gt-beli szabályozása mind dogmatikai, mind strukturális szempontból indokolható, és kifogásolja, hogy a két törvény nem vesz egymásról tudomást.⁶⁴ Más szerzők (Pacsi Zoltán, Varga János Tamás) szerint a lehető legjobb helyre került a takeover szabályozás azzal, hogy az Épt-ben kapott helyett.

Érvelésüket alátámasztja, hogy a nagy takeover hagyományokkal rendelkező Egyesült Államokban a vállalatfelvásárlások felügyeletét a *Securities and Exchange Commission* (SEC) az értékpapírpiac felügyeletével megbízott szerv látja el, hasonlóan a magyar ÁPTF-hez (később PSZÁF).

A zrt.-vel szemben, ahol a Gt. több lehetőséget is kínál a tulajdonátruházás korlátozására, mint például a Gt. 201. §-ban [új Gt. 204. § (1) bek] illetve a megakadályozására – lásd Gt. 202. §, [új Gt. 205. § (1) bek] –, ahol az ellenséges felvásárlás elleni védelem van nevesítve, a nyrt. részvényei szabadon átruházhatóak, az egyetlen korlátot az Épt. rendelkezései jelentették, amely szerint a 33%-os határ elérése után csak az Épt-ben rögzített eljárás keretében lehetett tulajdont szerezni. A törvény 94. § (1) bekezdésének szövegéből egyértelműen kitűnik, hogy kizárólag a szavazatot biztosító részvényekre vonatkozik a szabályozás, tehát az elsőbbségi részvények azon osztályai, amelyekkel nem jár együtt szavazati jog, nem tartoznak a szabályozás körébe [Gt. 183. § (2) bek.]. A mondat második része alapján elmondható az is, hogy mind a közvetett, mind a közvetlen részvényátruházást figyelembe kell venni. Ezt a rendelkezést erősíti meg az (5) bekezdés azzal, hogy kimondja, az ajánlattevők közvetett tulajdonában álló részvények is beszámítanak a 33%-os küszöb kiszámításánál. Varga János Tamás meglátása szerint⁶⁵ nagy a bizonytalanság, ugyanis a jogalkotó nem határozza meg a közvetett szerzés fogalmát. A magam részéről Sándor Tamás véleményét osztom,⁶⁶ hiszen két egyszerű lépéssel meghatározhatjuk a közvetett részvénytulajdon fogalmát. Való igaz, hogy nincs a törvényben *expressis verbis* kimondva ez a fogalom, de közvetett tulajdonra már van meghatározás a törvény 3. § (2) bekezdésének 36. pontjában, mely szerint „*közvetett tulajdon: egy vállalkozás tulajdoni hányadának, illetőleg szavazatainak az eredeti vállalkozásban tulajdoni részesedéssel, illetőleg szavazatokkal rendelkező más vállalkozás tulajdoni hányadain, illetve szavazatain keresztül történő birtoklása vagy gyakorlása, amelynek számítására a Hpt. 4. számú mellékletét kell alkalmazni.*”

Ezek után már csak a hitelintézetekről és a pénzügyi vállalkozásokról szóló 1996. évi CXII. törvény (továbbiakban: Hpt.) 4. számú

mellékletét kell alkalmazni. A melléklet definíciója szerint a közvetett tulajdon kiszámításának módja, hogy a köztes vállalkozásban (Épt. terminológia: más vállalkozás) fennálló tulajdoni hányadot meg kell szorozni a köztes vállalkozásnak az eredeti vállalkozásban fennálló tulajdoni vagy szavazati arányával.

Ugyanakkor a 4. melléklet a (4) bekezdés a) és b) pontjában valamelyest szűkítette az alkalmazási kört azzal, hogy a közvetett tulajdont nem kell figyelembe venni akkor, ha ez a köztes vállalkozásban nem éri el a 25%-ot, vagy ha ez a tulajdonlás egynél több köztes vállalaton keresztül valósul meg. A szabályozás oka, hogy a jogalkotó célja nem a mértékre irányult, hanem az általa megszerzhető befolyás kontrollálására.

A másik ilyen szűkítés, hogy a Hpt. elvágta a vállalkozási láncot, és csak egy köztes vállalkozást vesz figyelembe.⁶⁷ Véleményem szerint ez a könnyítés már sokkal aggályosabb volt, hiszen egyszemélyes- és off shore vállalkozások közbeiktatásával a nyilvánosság teljes kikerülésével lehet részesedést és befolyást szerezni. Amint később látni fogjuk, a 2001. évi L. törvény már elhagyja a Hpt-re való utalást, az uniós csatlakozásunkkor pedig a Hpt. ezen rendelkezései is hatályukat veszítették.⁶⁸ A fent említett szabályozási szűkítések és kivételek miatt maradt minden következmény nélkül az az összehangolt és egyeztetett felvásárlás, amit orosz és osztrák cégek intéztek a *Borsodchem* Rt. ellen. A Felügyelet ugyan vizsgálatot indított, de szabálysértést nem tudott megállapítani.

A törvény másik sajátossága volt, hogy az ajánlattevőnek a 33%-ot meghaladó részre kellett ajánlatot tennie, de úgy, hogy az a szavazatot biztosító részvények – és átváltható kötvények – legalább további 50%-ára irányuljon. Tehát az ajánlattevőnek – sikeres ajánlattétel esetén – a szavazati jogot biztosító részvények legalább 83%-át meg kellett vennie. További jelentős szabály volt – amelyet bár nem tartalmazott szó szerint az Épt. –, hogy a csak a 33% átlépésekor kellett – az alább részletesen bemutatásra kerülő – felvásárlási eljárást alkalmazni, a 33% feletti már meglévő részesedés tovább növelése a Gt. szabályai szerint történt.⁶⁹

Mielőtt rátérnék az Épt. szerinti eljárás ismertetésére, elengedhetetlenül fontos a célok között is említett információszolgáltatási szabályokról szólni. Kiemelkedő fontossággal bír annak

meghatározása, hogy milyen információk tartoznak a megosztásra kerülő információk közé. Az Épt. 94/B. § (2) bekezdése szerint a céltársaság igazgatósága köteles az ajánlattevő megkeresésére a vételi ajánlat feltételeinek meghatározása érdekében a működéssel kapcsolatos adatokat kiszolgáltatni. Hogy mekkora is ezeknek az adatoknak a köre, erre a következő bekezdésből tudunk következtetni. Ott ugyanis úgy rendelkezik a jogalkotó, hogy az ilyen módon megszerzett információkat az üzleti titokra vonatkozó szabályok szerint kell kezelnie az ajánlattevőnek. Tehát a (3) bekezdés alapján az információszolgáltatási kötelezettség kiterjed az üzleti titkokra is.

Véleményem szerint a szabályozás ezen pontja elnagyolt volt, hiszen hiába kellett az ajánlattevőnek – az esetleges konkurensnek – üzleti titokként kezelnie az adatokat, mikor pont ő az, akitől ezeket a titkokat védeni kellene. Ráadásul a „szándék nem büntetendő” alapon bárki bejelentette, hogy a megindítandó felvásárláshoz kíván adatokat megismerni, majd ezek megszerzése után egyszerűen elállhatott az ajánlat megtételétől.⁷⁰

3. 3. Az ajánlattételi eljárás

Az eljárás a minden részvény-, illetve kötvénytulajdonos felé megtett nyilvános ajánlattal indult – amelyet a fent tárgyalt információszerezési szakasz előzött meg.

Az elkészítendő ajánlati „csomag” tartalmazta a törvényben felsorolt nyilvános ajánlattétel elemeit, valamint rt. esetén az üzletpolitikai koncepciót, gazdálkodó társaság esetén az addig üzleti tevékenységről készített beszámolót.

Az ajánlattételi dokumentációt ezután be kellett nyújtani a Felügyelethez, amely 15 napon belül elvégezte az ajánlat vizsgálatát, és amennyiben a törvényi előírásoknak megfelelt, engedélyezte azt. A közigazgatási szerv hallgatása esetén a 15. nap után a Felügyelet hozzájárulását megadottnak kellett tekinteni.

Mint látjuk a szerv csak ellenőrző funkciót végzett, de egy nevesített esetben döntési jogköre, pontosabban kötelezettsége volt. A törvény rendelkezett a részvények minimális felvásárlási áráról, amelyet külön kellett kiszámítani a tőzsdére bevezetett, illetve a be nem vezetett részvények esetén. A bevezetett részvény

esetén a minimális ár az ajánlattételt megelőző 90 nap súlyozott tőzsdei átlagára, a be nem vezetettek esetén a tőzsde által közölt az ajánlattételt megelőző 180 nap súlyozott átlagára. Abban az esetben, ha ily módon nem határozható meg a minimális ellenérték, a Felügyelet döntött az árról az engedélyezési eljárás keretében. Véleményem szerint itt egy kisebb pontatlanság volt észrevehető a jogalkotó részéről, hiszen a nyilvános ajánlattétel a Felügyelet hallgatásával is engedélyezetté vált a 94/C. § (1) bekezdése alapján, és ebben az esetben az ajánlattevőnek még sincs a birtokában a szükséges információ a minimálárról.

A felügyeleti engedély beszerzését követően az érintett részvény és kötvénytulajdonosok felajánlhatták részvényeiket és kötvényeiket az ajánlatban szereplő áron. Erre legalább 30, maximum 60 nap állt rendelkezésükre. A törvény lehetőséget biztosít az ellenajánlat megtételére, mégpedig az ajánlatok megtételére nyitva álló határidő leteltét megelőző tizedik napig. Ahogy az eredeti ajánlat kapcsán is rendelkezett a törvény a minimálár meghatározásáról, itt is rögzíti a részvényesek érdekében, hogy csak az olyan újabb ajánlat minősül ellenajánlatnak, amelyik kedvezőbb az eredeti ajánlatnál. Az ellenajánlat közzétételével az eredeti ajánlat hatályát veszti, és az ellenajánlatra a nyilvános vételi ajánlatra vonatkozó rendelkezéseket kell alkalmazni.

A törvény rendelkezett azokról az esetekről is, ha kevesebb vagy több részvény került felajánlásra. Amennyiben kevesebb részvény került felajánlásra, akkor az ajánlattevő – ha ezt rögzítette a vételi ajánlatában – elállhat a felvásárlástól. Ha erről nem rendelkezett, vagy elállási jogát kifejezetten kizárta, akkor az átruházások az elfogadó nyilatkozatok szerint teljességbe mentek.

A törvény igen komoly polgári jogi szankcióval sújtja azokat a feleket, akik az eljárásra vonatkozó szabályok megsértésével kötöték meg a részvényátruházási szerződést, a 94/H. § (3) bekezdése szerint az ilyen szerződések semmissek.⁷¹

Két nagyon fontos eleme volt még az első hazai takeover szabályozásnak. Az első a menedzsment semlegességi kötelezettsége (*neutrality*), amelyre a törvény két példát is hoz. Az igazgatóság nem hozhat döntést a társaság saját tőkéjének felemeléséről, illetve saját részvény vásárlásáról. A felsorolás exemplikatív, az angol *City*

Code-hoz hasonlóan,⁷² tehát minden olyan döntés, illetve magatartás tilos, „amely alkalmas az eljárás megzavarására”. Külön figyelmet érdemel az a tény, hogy a Gt. 246. §-a engedte a közgyűlés számára az alaptőke felemelésének időleges delegálását, a Gt-vel *lex specialis* viszonyban lévő Épt. ezt kizárta, ezáltal a hazai szabályozás szigorúbb volt, mint az 1997-es takeover-irányelvtervezet,⁷³ amely a közgyűlés előzetes hozzájárulásával engedélyezte az igazgatóság számára a védekezési lépések megtételét.⁷⁴

A másik nagy jelentőséggel bíró pont a 94/H. § (5) bekezdése, mely szerint, ha az eljárás keretében az ajánlattevő a részvények több mint 90%-át megszerzi az eljárás lezárását követő – a határidő lejártát követő három napon belül az ajánlattevő értesíti a Felügyeletet a felvásárlás eredményéről, és a részvénytársaság hirdetményi lapjában, illetve a tőzsde lapjában közli az eredményt – 30 napon belül jogosult a fennmaradó részvényeket a nyilvános vételi ajánlat során meghatározott áron megvásárolni. Ahogy arra Varga János Tamás is rámutatott,⁷⁵ a szabályozás ezen pontja (szintén) elnagyolt, hiszen nem derül ki, hogy a vételi jog minden részvényre – így a szavazati jogot nem biztosító, illetve az aranyrészvényre is – kiterjed, továbbá hallgat a törvény azzal kapcsolatban, hogy mi a teendő abban a helyzetben, amikor nincs meghatározva egy sorozat vételi ára, mert a vételi ajánlat arra a sorozatra nem terjedt ki.

Az a tény, hogy a 97-es szabályozás szigorúbb volt, mint az akkor elvetett takeover irányelvtervezet, nem jelenti azt, hogy a társaság igazgatósága számára nem volt törvényes mód a nem kívánt felvásárlás megakadályozására, vagy legalábbis akadályozására. Az első ilyen lehetőség az, ha a társaság még a zártkörű részvénytársasági létszakaszában olyan szavazatelsőbbbségi részvényt vezet be, amely az átalakulás után, az nyrt. létszakaszban is biztosítja a részvényesek számára a befolyásolási pozíciót.⁷⁶ További lehetőségként a 25% limit alatti kereszttulajdonlás, illetve a zrt-vé való visszaalakulás kínálkozott,⁷⁷ valamint a Gt. 229.§ rögzített, az egy részvényes által gyakorolható szavazati jog legmagasabb mértékének meghatározása.

Összegzésként elmondható hogy az első hazai szabályozás – a szabályozási hiányosságok ellenére – meg tudott felelni kora elvárásainak. Azonban a már említett *Borsodchem-ügy*, illetve az újabb

európai irányelvtervezetek, és nem utolsó sorban a változó hazai piacok a jogalkotókat a vállalatfelvásárlások újraszabályozására sarkallták.

3. 4. A vállalatfelvásárlás újraszabályozása

Az újraszabályozás szükségessége az egész értékpapírjog kapcsán felmerült, és amikor a vállalatfelvásárlás újraszabályozása megtörtént a 2001. évi L. törvénnyel, már előrehaladott állapotban voltak az új Tőkepiaci törvény munkálatai. Az a tény, hogy a jogalkotók nem várták meg ennek a hatálybalépését, és külön módosították a takeover szabályokat, ezen részterület kiemelt fontosságának tudható be.⁷⁸ A Tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvény hatálybalépését követően „kiürítették” az Épt-t, és így a takeover szabályozás is átkerült, szinte változatlan formában, egy külön részt alkotva.

Az újraszabályozás első legfontosabb változása a fogalomhasználatot érinti, a felvásárlást a *befolyáásszerzés* fogalma váltotta fel. Fontos rámutatni arra, hogy mennyire nem szerencsés a fogalomváltás. Ez a befolyáásszerzés nem azonos a konszernjog kapcsán említett befolyáásszerzéssel, amit dolgozatom elején elhatároltam a vállalatfelvásárlástól. A jogalkotónak abban igaza van, hogy az új törvényi rendelkezések túlmutatnak a vállalatfelvásárlás szabályozásán, de a Gt. megjelenése óta ezzel a fogalommal operál, a teljes XIV. fejezet a befolyáásszerzés szabályozásával foglalkozik, ami, külön hangsúlyozva, nem azonos az Épt. befolyáásszerzési szabályaival.

Az új fogalomhasználat oka, hogy minden olyan eset a törvény hatálya alá tartozik, aminek következtében valaki megszerzi a döntésben való részvételt biztosító szavazati jogot. Így ebbe a körbe tartozik a 94. § (1) bekezdése alapján a szavazati jogot biztosító részvényre vonatkozó vételi jog, visszavásárlási jog, határidős vételi megállapodás érvényesítése vagy a szavazati jog használati, hasznélvezeti jog alapján történő gyakorlása.

A közvetett tulajdon újradefiniálására is sor került, a korábbi 3. § (2) bekezdés 36. pontja elhagyta az utalást a Hpt. mellékletére, és úgy rendelkezett, hogy a felvásárlónak meg kell szorozni a köztes vállalkozásban fennálló részesedését a köztes vállalkozásnak a

céltársaságban birtokolt szavazati vagy tulajdoni hányada közül azzal, amelyik nagyobb. Továbbá, ha a köztes vállalkozásban fennálló rész nagyobb, mint 50%, akkor azt egésznek kell tekinteni. A Hpt-re való utalás elmaradásának további jelentősége, hogy így megszűnt a két szűkítés, mely szerint a köztes vállalkozásban meglévő 25% alatti tulajdoni hányad, továbbá a több vállalkozáson keresztül fennálló tulajdon figyelmen kívül marad.

A 94/B. § egészen új rendelkezéseket hozott be, amelyek elsődleges célja a kontroll növelése volt a vállalatok felett. Ezen rendelkezések alapján ugyan a 33%-os „aktivizációs” határ nem változott, de a társaságok kötelesek minden 5%-ot elérő és minden további 5% növekedést illetve csökkenést két napon belül bejelenteni a Felügyeletnek. A bejelentés elmulasztásának két következménye van. Egyrészt a Felügyelet bírság kiszabására jogosult, saját diszkrecionális hatáskörében, igen tág körben, 500 ezer és 100 millió forint között. A másik szankció a 94/B. § (8) bekezdése alapján a tagsági jogok gyakorlásának felfüggesztése. Az információadási kötelezettség egészen az 50% elérésig fennmarad, utána már „csak” a 75%-os és a 90%-os határ elérésekor kell beszámolni a Felügyeletnek. A 75% indoka szerintem az, hogy a Gt-ben ezen részesedést elérve közvetlen irányításra tesz szert a felvásárló, míg a 90%-os határ esetén az új szabályozás értelmében – a Gt. szabályaihoz hasonlóan – vételi kötelezettsége keletkezik a fennmaradó részvényekre.

Maga a nyilvános ajánlattételi eljárás is jelentős változásokon ment keresztül. Bár a 33%-os szabály megmaradt, de megjelent egy kivétel is. Abban az esetben, ha a befolyást megszerezni kívánó félén kívül nincs más olyan részvényes, aki közvetve, vagy közvetlenül rendelkezik a szavazatok 10%-val, az ajánlattétel már 25% elérése esetén is kötelező. Megjegyzendő hogy a törvény, az 1997-es szabályozással szemben, konzekvensen csak részvényekről beszél, tehát az átváltható kötvények kiestek a felvásárlás köréből.

Ami a kötelező felvásárlás mértékét illeti, a korábbi kötelező 50% helyett a fennmaradó részvények 100%-ára kell ajánlatot tenni. Tehát az új szabályozás értelmében az az eset is elképzelhető hogy 25%-ot elérő befolyás esetén a felvásárlást tervezőnek az egész társaság megvételére ajánlatot kell tennie.⁷⁹

Az eljárási szabályok megalkotásánál a jogalkotók igyekeztek kiküszöbölni a korábbi hiányosságokat, többek között az információszolgáltatási kötelezettséggel kapcsolatosakat. Az új szabályozás szerint az igazgatóság döntésétől függ hogy ad-e, és ha igen, akkor milyen információkat. A szabályozás azonban nem áll itt meg, hanem véleményezési kötelezettséget is előír a céltársaság vezetősége számára, amely elkészítéséhez a 9. mellékletben szempontokat is meghatároz. Különösen hangsúlyos a melléklet 5. és 6. pontja, amely alapján a vezetőségnek nyilatkozni kell arról, javasolja-e a részvények eladását, vagy nem, illetve miként érinti a takeover a céltársaság munkavállalóit. Mint láthatjuk, e két rendelkezésen keresztül komolyan befolyásolni lehet a részvényeseket és a szélesebb közvéleményt, ezáltal egy újabb védekezési taktika beiktatásának lehetünk tanúi.

Szintén a nem megnyugtatóan rendezett kérdések közé tartozott az átruházással kapcsolatos kérdések köre. Az új szabályozás szerint csak akkor utasíthatja el a felajánlott részvényeket, ha a részvényvásárlással nem szerezne meg a részvények legalább 50%-át. Egyéb esetben minden neki felajánlott részvényt köteles megvásárolni.

Az ajánlat megtételéhez továbbra is szükséges befektetési vállalkozás bevonása, a 2001. évi L. törvény a forgalmazó elnevezést használja.

A határidők tekintetében rugalmasabb lett az eljárás, hogy a Felügyelet 5 napos hiánypótlási időt biztosított az ajánlattevőknek, amelyet újabb 5 napon belül köteles elbírálni. A másik változás, hogy az elfogadási határidő maximuma a korábbi 60 napról 45 napra csökkent, ugyanakkor az ajánlattevőknek lehetősége nyílt az elfogadási szakaszban az ajánlott ellenérték módosítására. Ennek az új szabálynak véleményem szerint az a gyakorlati lehetősége, hogy egy esetleges ellenajánlatot el lehet hárítani, hiszen ha az eredeti ajánlattevő emeléséhez viszonyítva nincs meg a szükséges 5%-os különbség, az ellenajánlatot nem lehet megtenni. Ráadásul az ellenajánlat tekintetében a korábbi három lehetőség közül csak ezt az egyet tartotta meg a jogalkotó, és a megtételére nyitva álló idő is rövidebb lett 5 nappal.

Az új szabályozás ajánlati ár tekintetében növelte a legmagasabb ár meghatározásának módozatait. Egyrészt nem a megelőző 90, hanem a megelőző 180 nap súlyozott tőzsdei átlagára az irányadó, de bekerült a szempontok közé az ajánlattevő és a kapcsolt személyek által kötött átruházási szerződés legmagasabb ára, vételi- és visszavásárlási jog érvényesítése esetén a szerződés lehívási árának és díjának legmagasabb összege is.⁸⁰

Ahogy a törvény az információadási kötelezettséget is szigorúan szabályozta, valamint részletes üzleti tervet is elvárt az ajánlattevőtől, olyan szigorú az ellenérték megfizetésével kapcsolatban is. A 94/I. § (8) bekezdése értelmében az eljárás lezárultát követő 5 munkanapon belül köteles az ellenérték megfizetésére, aminek – ha a részvényes kéri – készpénznek kell lennie. Ha nem fizet a határidő lejártát követő 30 napon belül, akkor az eladó a szerződéstől elállhat.

Az utolsó jelentős változás a jogsértő módon történő részvény-szerzés szankcióit érinti. A korábban alkalmazott semmisség helyébe szankcióként a 25%-os, illetve a 33%-os határt meghaladó részvények elidegenítési kötelezettsége lépett, azzal a kiegészítéssel, hogy az elidegenítési kötelezettséggel nem érintett részvényekhez kapcsolódó szavazati jogot csak az elidegenítést követően gyakorolhatja a jogsértő. Bár Sándor Tamás arra – a szerintem is üdvözlendő – változásra tér csak ki, hogy a jogalkotó visszalépett a nagyon radikális semmisségtől,⁸¹ ami mindenképpen a részvényesek biztonságát fokozza, de szerintem a szabályozás szövege nem egyértelmű, hiszen a szöveg szerint bármennyi is volt a korábbi részesedés, mindenképpen el kell idegeníteni a 25%, illetve a 33% feletti részt. Utolsó elemként a korábban is engedélyezett, de a korábbi szabályozásban nem nevesített önkéntes vételi ajánlatot említeném. Értelemszerűen itt, mivel nincs már versenyhelyzet, se az igazgatóság véleményét nem kell kikérni, és ellenajánlatot sem lehet tenni.

Végezetül a Gt. 229. § érintő módosításról szükséges említést tenni. A 2001 előtti, „kompenzáló” szabályozás lehetővé tette a felvásárlás kizárását.⁸² Az Országgyűléshez benyújtott javaslat (a 2001. évi L. törvény) először a 229. § hatályon kívül helyezését tartalmazta,⁸³ amelynek indokaként a szabály kijátszhatóságát, illetve

azt hozták fel, hogy a szavazati jog korlátozása a „tőkeozgás érdemi akadályát” jelenti.⁸⁴ A paragrafust végül is nem vetették el, hanem hatását egy új, (3) bekezdéssel „finomították”, mely szerint a szavazati jogot korlátozó rendelkezés hatályát veszti a nyilvános vételi ajánlat lezárulásával, feltéve, ha így 50%-ot meghaladó mértékű befolyás megszerzésére kerül sor. Az új Gt. is megtartotta ezt a szabályt, annyi módosítással, hogy a rendelkezés 75%-ot elérő befolyásszerzés esetén veszti hatályát [új Gt. 299. § (2)]. Ugyanakkor említést érdemel e szabály kapcsán az, hogy a jogalkotó nem rendeli alkalmazni egészen 2009. december 31-ig, ha a törvény hatálybalépésekor a 229. § (2) bekezdése szerinti korlátozás már rögzítve volt a társaság alapszabályában. E rendelkezés mintegy azt sugallja, hogy a törvényhozó, de az elaprózódott tulajdonosi körrel rendelkező cégek is tartanak a piaci kontrolltól, azaz a külföldi cégek – szabályozott – térnyerésétől.⁸⁵ Ennek a ténynek csak egy változás mond ellent, a céltársaság igazgatóságát terhelő semlegességi kötelezettség, amelyet már a korábbi szabályozás is tartalmazott, az új pedig tovább szigorította. A 94/H. § (2) bekezdés szerint már nem csak a nyilvános ajánlat közlésétől, hanem a vételi szándékról való tudomásszerzéstől számítva „tartózkodási kötelezettséget” ír elő a menedzsmen számára, és az eljárást „megzavaró intézkedéseket”, mint például az alaptőke felemelése, nem hozhat. (Természetesen más kérdés, hogy a tudomásszerzés ténye hogyan bizonyítható.) Viszont közgyűlési felhatalmazás birtokában hozhat ilyen döntéseket, amelyek a következő részben kerülnek bemutatásra.

Az általam felkutatott szerzők egybehangzó véleménye szerint a jelen szabályozás talán túlzottan is a túlszabályozottság irányába mozdult el. Szemmel látható ugyanakkor, hogy a szabályozás célja a hazai vállalatok védelme, így nehezen érthető, hogy maguktól a társaságoktól miért veszik el az önvédelem lehetőségét. Véleményem szerint szerencsésebb lenne, ha hazánkban is az érintett cégek nagyobb döntési – és esetleges védekezési szabadsága érvényesülne – ahelyett, hogy teljesen a részletekbe menő jogalkotási módszerekkel próbálná a jogalkotó a számára kedvező mederbe terelni a hazai felvásárlásokat. Állításomat alátámasztandó, az Egyesült Államokban, pontosan az állandóan változó piaci viszonyok miatt, a takeover

joganyag a legdinamikusabban változó jogterület a társasági jog terén.⁸⁶

3. 5. Az irányelv átültetése a hazai szabályozásba

Amint az az irányelv és a hatályos magyar szabályozás elemzéséből is kitűnhetett, kevés olyan pontja volt a vállalatfelvásárlás hazai szabályozásának, amelyik ne felelt volna meg az irányelv elvárásainak. Neuralgikus pontok voltak a felügyeletek új feladataival, és illetékességi kérdéseivel összefüggő rendelkezések, valamint az opciós modell nyújtotta lehetőségek átültetésének kérdése. Ahogy arra Fazekas Judit és Gyulai-Schmidt Andrea is rámutattak az elemzésükben,⁸⁷ a magyar tőkepiaci szabályozás már jóval az irányelv elfogadása előtt megfelelt a követelményeknek, néhol – például az ajánlati ár vonatkozásában – összetettebben, további objektív kritériumokkal kiegészítve szabályozta az egyes kérdéseket.

Ezek után mindössze azon változásokat szeretném bemutatni, amelyet a jogalkotó kifejezetten a 2006. május 20-i harmonizációs határidővel kapcsolatban emelt be a tőkepiaci törvénybe.⁸⁸

Ahogy azt a bevezetőben is említettem, a felügyeletek kérdése rendezésre várt, amit a törvényalkotó egy új 66. § beiktatásával oldott meg. Az irányelv 4. cikk 2. bekezdésének e) pontja szerinti kombinált szabályozás alapján rendezi az illetékességi kérdéseket, külön kitérve arra, hogy amennyiben a céltársaság vételi ajánlatát a hazai felügyelet (PSZÁF) látja el, de a céltársaság székhelye más tagállamban van, a székhely szerinti tagállam jogszabályait kell alkalmazni a társasági joggal, valamint a munkavállalói tájékoztatással kapcsolatos kérdésekben [66.§ (4) bek.]. De amíg a 4. bekezdés a-c) pontja felsorolja az irányelv 4. cikk (2) bek. e) pontjának példáit, a törvény hallgat arról, hogy az irányelv nemcsak azt írja elő, hogy ezekben az esetekben a székhely szerinti ország szabályait kell alkalmazni, hanem azt is, hogy ezen kérdések tekintetében az illetékes hatóság a „*céltársaság létesítő okirata szerinti székhely szerinti tagállam hatósága*”⁸⁹. A felügyeletek közötti együttműködést a 80/A. § szabályozza, mely kölcsönös tájékoztatásból és a szükséges információk rendelkezésre bocsátásából áll, beleértve a tudomásukra jutott szabálysértésekről való tájékoztatás nyújtását az illetékes hatóság számára.

A munkavállalókra vonatkozó irányelvi rendelkezések hatására került be a 67. § új (10) bekezdése, aminek értelmében „a céltársaság igazgatósága a vételi ajánlatot a kézbevételelt követően haladéktalanul továbbítja a munkavállalók képviselőinek”. További rendelkezést a 73/A. § (6) bekezdése tartalmaz, mely szerint a céltársaság véleményéhez csatolni kell a munkavállalók véleményét is, ha az rendelkezésre áll.

Bár a korábbi szabályok is megfeleltek az irányelv elfogadási időszakkal kapcsolatos rendelkezéseinek, de a jogalkotó úgy látta jónak, hogy a korábbi 45 napos felső határt 65 napra emeli, ami még az irányelv által szabott 10 hetes maximum időn belül van. A minimum idő továbbra is 30 nap maradt. Lehetőség van – az irányelvben a tagállamokra bízott – hosszabbítás nyújtására is, a 70. § (5) bekezdése rendelkezik a legfeljebb 15 napos, egyszeri hosszabbítási lehetőségről.

Az ajánlati ár szabályozása is megváltozott, a kiszámítási módok nem, de a tematika változott. A törvény 72. §-a kettébontja a meghatározást: szabályozott piacra bevezetett részvényre, és szabályozott piacra be nem vezetett részvényre. Az egyetlen különbség a kettő közt, hogy a szabályozott piacra bevezetett részvény esetén a törvény 72. § (1) bek. *ac*) albekezdése lehetőséget nyújt az ellenértéknek az ajánlattétel benyújtását megelőző 360 napos forgalommal súlyozott tőzsdei átlagára alapján történő kiszámítására is.

Sajátos új rendelkezés, ha az ajánlattétel benyújtását megelőző 180 napban kevesebb, mint 36 ügyletet kötöttek, akkor a részvény értékének kiszámításánál az egy részvényre jutó saját tőke értékét kell figyelembe venni.

Tekintettel arra, hogy az adott céltársaság részvényei több tőzsdén is be lehetnek vezetve, ezért az eljáró felügyeletnek az ellenérték megállapításánál a külön-külön számított átlagárak közül a legmagasabbat kell figyelembe venni.

A céltársaság semlegességi kötelezettsége kapcsán nem történt változás, de nevesítették a közgyűlés azon jogát, hogy védekező lépések megtételét határozza el [73/A.§ (3) bek.]. Ugyanezen szakasz (7) bekezdésében, pedig rendezték az opciós modell alapján a társaság azon jogát, hogy ne kelljen betartania a semlegességi

kötelezettségét, ha az ajánlattevő sem tartja azokat magára nézve kötelezőnek.

Az utolsó jelentős változás az áttörési szabályok ismertetése, mivel a magyar állam nem él annak a lehetőségével, hogy beépítse a hazai szabályozásba a 11. cikk rendelkezéseit (*opting-out*), de a 12. cikk alapján biztosítja a hazai vállalatoknak, hogy amennyiben akarnak, élhessenek az áttörési szabályok alkalmazásával (76/A – 76/B§).

Az áttörési szabályok rendelkeznek a kártalanítás kérdéséről is. Azokat, akik többszörös szavazati jogukat, valamint igazgatósági, igazgatótanácsai és felügyelőbizottsági tag kinevezésére és visszahívására vonatkozó különleges jogaikat nem gyakorolhatják, ellentételezsként az ajánlattevő 75%-os tulajdonszerzését követően felajánlhatják megvételre. Mindenképpen érdemes kitérni a kártalanítás kérdésére. Kártalanítás 76/C. § (1) bekezdése alapján annak jár, akinek nem volt, illetve nem lehetett tudomása a részvény által megtestesített szavazati jog korlátozásáról, s ebből kifolyólag kára keletkezik. A törvény szó szerinti értelmezése alapján azokat a részvényeseket is ide kell sorolni, akik a 76/A.-76/B. §-ban lévő rendelkezések elfogadása *ellen* szavaztak a társaság ezt eldöntő közgyűlésén, ráadásul őket akkor illetné meg a kártalanítás, amikor részvényeik – a Tpt. 65.-80. § kívüli – átruházása mellett döntenek, hiszen a vásárló már tisztában lesz az adott részvények csökkentett értékével, miszerint egy esetleges felvásárlás során már nem funkcionálnának többszörös szavazati jogot biztosító, szavazatmaximáló, etc. részvényként.

A kizorítás és az eladási jog a 76/D. §-ban kerül szabályzásra, ahol a jogalkotó részletesen kitér a vételi jog jogosulti körére. Három, konjunktív feltételnek kell megfelelnie az ajánlattevőnek; egyrészt a vételi ajánlat (önkéntes vételi ajánlat) során jeleznie kell szándékát, másrészt 90%-ot elérő vagy meghaladó befolyást kell szereznie, végül igazolnia kell a szükséges ellenérték meglétét. A vételi ár meghatározásánál a vételi ajánlatban, illetve az önkéntes vételi ajánlatban meghatározott vételár és az egy részvényre jutó saját tőke értéke közül a magasabb összeg az irányadó.

Végül a szankciókat tekintve elmondható, hogy itt sincs lényegi változás, a 77. § (1) bekezdésben a korábbi „elidegenítés” szóhasználatot felváltotta a „megszüntetés”, de a jogtalan szerző a

megszüntetésig semmilyen részvényesi jogát nem gyakorolhatja, ahogy az a korábbi szabályozásban is szerepelt.

IV. AZ AMERIKAI TAKEOVER SZABÁLYOK ÉS VÉDEKEZÉSI TAKTIKÁK BEMUTATÁSA

Az európai szintű – és ezzel szoros összefüggésben a magyar – vállalatfelvásárlási szabályok bemutatásához elengedhetetlen az angolszász országok módszerének ismertetése. A vizsgált ország – az Egyesült Államok – bemutatása nagy jelentőséggel bír. Először az Egyesült Államok szabályozási jellegzetességeit szeretném röviden bemutatni, kitérve az ellenséges felvásárlásokkal szemben alkalmazott védekezési taktikákra, majd ezzel összefüggésben a kint meghonosodott és elfogadott módszerek esetleges hazai alkalmazásának lehetőségeire.

4. 1. Az amerikai modell

Arra a kérdésre, hogy miért elengedhetetlen az angolszász – így az amerikai gyakorlat ismertetése – a válasz kettős. Először is, az Egyesült Államok az Unió legfőbb kereskedelmi partnere, és egyben legnagyobb konkurense, másrészt a 13. társasági jogi irányelv harmonizációs hatásából kifolyólag a tagállami vállalatok nagyrészt azonos reakciókkal fognak válaszolni egy esetleges amerikai felvásárlási ajánlatra, tehát leegyszerűsítve mondhatjuk azt, hogy a „mi – most már közös – fegyvereink a ti fegyvereitek ellen” küzdelem során érdemes a másik fél „felszerelését” is szemügyre vennünk.

Az Egyesült Államok takeover szabályozásának vizsgálatakor két amerikai jellegzetességből kell kiindulnunk. Az első, az európai rendszertől eltérő szövetségi (kétszintű) jogalkotási rendszeréből, és a „*business judgement rule*”-ből. A kétszintű jogalkotási rendszer munkamegosztási képlete szerint a szövetségi szinten születnek meg a szabályozási alapelveket, általános rendelkezéseket, valamint célkitűzéseket tartalmazó törvények, amelyeket az egyes tagállamok saját jól felfogott gazdasági és szociális céljaik érdekében – némi eufemizmussal élve – átalakítanak.⁹⁰ A tagállami jogalkotás célja természetesen az adóbevételeket biztosító cégek védelme, hogy egy esetleges felvásárlás során a felvásárló nehogy „elvigye” a cég adó-

dollárjait, vagy akár magát a termelést.⁹¹ A tagállamok ezen törekvései teljes megértésre találnak az ott székelő cégek vezetőségeinél, akik aktív szerepet vállalnak a tagállami takeover szabályok megalkotásánál.⁹² Ebből kifolyólag egyfajta verseny alakul ki a tagállamok között (*regulatory/state competition*),⁹³ hogy megtartsák a honos cégeket a lehető legnagyobb védelmet biztosító szabályok megalkotásával. Természetesen az ilyen „közös erővel” létrehozott tagállami jogszabályok gyakran vetnek fel alkotmányossági aggályokat, így az ezek betartása felett őrködő tagállami legfelsőbb bíróságok gyakori alakítói az amerikai takeover joganyagának, különösen a leginkább változó védekezési taktikák (*defensive tactics*) vonatkozásában.⁹⁴

A másik, általam kiemelt sajátosság a *business judgement rule*, amely a *corporate governance* (felelős vállalatirányítás) alapelve, mely arra a megdönthető vélelemre épül, mely szerint a vállalat vezetői alkalmasabbak az üzleti döntések meghozatalában mint a bíróság, valamint személyes érdekelttség és részrehajlás nélkül járnak el, továbbá döntéseik során kellő gondossággal valamint jóhiszeműen járnak el. Továbbá, a *business judgement rule* mentesíti a befektetőket a felelősség alól, kivéve, ha nem az elvárt gondossággal és hűséggel viseltetnek a cég ügyei iránt. Ez az alapelv már évszázadok óta a common law része, és mint ilyen, a bíróságok jogalkotó tevékenységének tárgya. (Megjegyzem, hogy a *corporate governance* szabályok nagyon gyerekcipőben járnak még az európai társasági jogban,⁹⁵ véleményem szerint ez (is) az oka hogy nálunk sokkal erősebb a kodifikációs kényszer a felvásárlások kapcsán, hiszen a jogalkotó „csak” a tagállami felügyeleti szervekre támaszkodhat).

Ennek megfelelően, a bíróságok másik fontos szerepe, hogy a fent említett másik amerikai sajátosság, a *business judgement rule* szabály betartása felett is őrködnek, sőt bizonyos esetben maga a bíróság érvényesíti a szabályt, és végzi a szükséges vizsgálatokat.

Összegezve a fentieket, az amerikai szabályozást leginkább a *competitive federalism*⁹⁶ (versengő föderalizmus) jelző jellemzi a legjobban, mely szerint a szövetségi szint, hagyja az egyes tagállamokat versenyezni a vállalatok „kegyeiért”, és csak esetleges piaci

defektusok esetén avatkozik be saját törvényhozással, vagy keret-szabályozással.

A szövetségi szabályozás kapcsán 4 fontos törvényt kell megemlítenünk. A legfontosabb az 1934-es *Securities Exchange Act* (SEA), amelynek legjelentősebb módosítása az 1968-as *Williams Act*, a *Clayton – Scott – Rodino* – törvénnyel (1976) módosított 1914. évi *Clayton Act*, a *Model Business Corporation Act* (1984), valamint a kereskedelmi jogot szabályzó *Uniform Commercial Code* (1962).⁹⁷

Bár a szabályozás alapjait, mint látjuk már a II világháború előtt lefektették, a felvásárlások szabályozása a *Williams Act* elfogadása után lendült fel igazán. Ennek fő oka, hogy ez a törvény kibővítette az alkalmazható eljárások körét, és az eddig egyedüli többlépcsős felvásárlás (hagyományos *takeover*) mellé bevezette a nyilvános ajánlattételi eljárást, a *tender offer*.

A hagyományos *takeover* eljárást leginkább úgy lehetne leírni, mint a magyar szabályozás szerinti kötelezettségek, 25%, illetve 33% határ nélkül. Tehát az ajánlattevő egyetlen kötelezettsége hogy a vásárlást illetve elidegenítést bejelentse, de a határ elérése után nem kell ajánlatot tennie a fennmaradó mennyiségre, tetszőlegesen folytathatja a vásárlást. Mint a fentiekből is kitűnik, a szabályozás lényege a közzétételi kötelezettség (*disclosure obligation*)⁹⁸ amelynek célja a nyilvánosság biztosítása, amely által megteremti az esélyt minden részvényes számára, hogy a szükséges információkat megszeresse.

A *tender offer* tökéletes példa az amerikai szabályozási dualizmusra. Mint említettem a szövetségi törvények (ahogy a *Williams Act* is az) szabályozási alapelveket, általános rendelkezéseket fogalmaznak meg, amelyet a tagállamok, a bíróságok, és a SEC gyakorlat a tölt meg részletes tartalommal.

Összegezve a fentieket elmondhatjuk hogy a szabályok, bár sok garanciális szabályt is tartalmaznak, mégis sokkal piacorientáltabbak mintsem a részvényeseket védenék. A hagyományos eljárás, a *partial offer*, a különböző ellenértékek felkínálásának lehetősége, a „valamennyi részvényes” elv alóli kivételek, mind a részvényesek pozícióit gyöngítik. Ilyen körülmények közt szinte természetes, hogy számtalan variációja fejlődött ki a vállalati önvédelemnek.

4. 2. A védekezési taktikák és hazai alkalmazhatóságuk

A fent említettekén túl két jelentős tényező játszott szerepet a védekezési taktikák (*defensive tactics*) térhódításában. Az egyik a fentebb már ismertetett *business judgement rule*, a másik pedig az amerikai vállalati struktúra sajátosságai. A *business judgement rule* alapján a menedzsment az egyedüli letéteményese a cég irányításának és az üzletpolitika meghatározásának, így értelemszerűen – szemben az európai tradíciókkal, ahol az ilyen horderejű döntések a közgyűlés kompetenciájába tartoznak, lásd például Tpt. 73.§ (2) – egy ellenségesnek minősített felvásárlás elleni védekezés is az ő döntésüktől függ.⁹⁹

A vállalati vezetők természetes érdeke függetlenségük és természetesen saját pozíciójuk megtartása, így egyértelmű, hogy ellene szegülnek egy nem kívánt felvásárlásnak, amely során a vezetőség cseréjére is sor kerül. Ebből logikusan következik, hogy érdekükben áll a részvényárfolyamok magasán tartása, mégpedig az alábbi okok miatt. Egyrészt magasabb részvényárak mellett kisebb a célponttá válás esélye, másrészt az amerikai bérezési rendszerből kifolyólag, javadalmazásuk jelentős részét részvényopciók formájában kapják, tehát saját jólétük döntéseiktől függ.¹⁰⁰

Ezen előzmények után talán nem meglepő, hogy a menedzsment szinte bármire képes pozíciója megtartása érdekében, néha még a részvényesek kárára is.¹⁰¹

Az alkalmazott védekezési formákat három csoportba lehet sorolni, a szerint hogy alkalmazásuk milyen felhatalmazás alapján történhet. Az első csoportba a részvényesek hozzájárulását igénylő taktikák tartoznak, a másodikba az alapító okiratban foglalt felhatalmazás alapján alkalmazhatók, míg a harmadikba az állami törvények alapján kapott igazgatói jogosítványok közé tartoznak.¹⁰² A csoportokat vizsgálva elmondható, hogy az első csoportba tartozó lépések járnak a legnagyobb megrázkódtatással a társaság számára, továbbá nehézkes a közgyűlés előtti eljárás miatt, a második csoport jelenti az arany középutat, mert már nem kell (az esetek egy részében) a közgyűlési jóváhagyás, de hatékonyságuk nem sokkal marad el az első csoportba tartozóktól. A harmadik tagjai „minden további”

nélkül alkalmazhatók a menedzsment által, de nehézségük, és „állandó bírói fenyegetés” miatt nem mindig hatásosak.

4. 2. 1. Az első csoport

4. 2. 1. 1. Cápauző alapító okirat módosítások (*sbark repellent charter amendments*)

A módosítások célja az új többségi tulajdonos megakadályozása az igazgatóság feletti hatalomátvételben. Egyrészt korlátozhatja a rendkívüli közgyűlés összehívását, vagy olyan megoldásokat rögzít az alapító okiratban, amely bebetonozza az igazgatóságot – például csak az okiratban felsorolt okok alapján mozdíthatók el a menedzsment tagjai, limitálja a helyek számát, vagy csak a már tagok választhatnak újat maguk közé – utóbbit *staggered board* néven jelölik. Ezek azonban nem bizonyultak eléggé hatékonynak, hiszen az igazgatók továbbra is gondossági kötelezettséggel (*fiduciary duties*) tartoztak – most már az új tulajdonosnak, aki az ilyen lépések láttán könnyen perbe vonhatja őket.

A második generációs taktikák már inkább részvényes-barátnak mutatkoztak: részvény-visszaadási jog a társaság visszavásárlási kötelezettségével, szavazati jog korlátozása, ha a vevő nem tett eleget a tisztességes ár követelményének, illetve a szavazatsőbbbségi részvény (1986 óta) bevezetése. Hazai alkalmazhatóságukkal kapcsolatban elmondható hogy az alapszabály módosítás a közgyűlés hatásköre,¹⁰³ amelyről háromnegyedes többséggel határoz,¹⁰⁴ tehát 25% tulajdonszerzés már megakadályozhatja a cápauző technikák egy részét. Az igazgatók pozíciójában maradását célzó intézkedések a magyar jogban nem alkalmazhatóak, hiszen az igazgatóság tagjai bármikor visszahívhatóak. A magyar jog viszont ismeri, és előszeretettel alkalmazza az aranyrészvény, és a szavazati jog korlátozásának intézményét.¹⁰⁵

4. 2. 1. 2. Tőkeemelés

Egyrészt lehetőséget biztosít a cég értékének növelésére, továbbá a növekmény baráti cégekhez való juttatására.¹⁰⁶ A Gt. szerint, a közgyűlés dönthet, vagy felhatalmazást adhat az igazgatóságnak a tőkeemelésre, de legfeljebb 5 évre évi 25%-os növekedés mellett. A

korlátot a már tárgyalt „tartózkodási kötelezettség” jelenti, a vételi ajánlatról (vagy annak tervezetéről) való tudomásszerzéstől számítva. Ugyanakkor a részvényemisszió kapcsán elmondható, hogy zártkörű kibocsátás esetén a közgyűlés határozza meg ki jogosult a részvények átvételére.¹⁰⁷ Említést érdemel még a dolgozói részvény intézménye, amely bár korlátozott mértékben, de segítheti a felvásárlást megakadályozni kívánó igazgatóságot elképzelései érvényesítésében a közgyűlésen.¹⁰⁸

4. 2. 2. A második csoport

4. 2. 2. 1. Méregpirulák (*poison pills*)

Ezek a taktikák a felvásárlás megindulása előtt is jelen vannak a társaság alapító okiratában, de aktiválásukhoz az ellenségesnek minősített felvásárlás szükséges. A *flip over pill* szerint a részvényesek egy előre megállapított felárral adják el részvényeiket a társaságnak, ha a *bidder* egy meghatározott mennyiségű csomagot már megszerezett. A *flip in pill* alapján a létrejött egyesülés után nyílik lehetőségük, nyomott áron, részvényt venni. A kötvényekkel kapcsolatban több variáció képzelhető el. Vagy a felvásárlás esetén bocsát ki a társaság kötvényeket, amelyet kizárólag a részvényesek (kivéve a felvásárlót) jegyezhetnek kedvező áron, vagy a korábban kibocsátott kötvények válthatók be a vételi ajánlat beérkezése, vagy megfelelő határ elérése után.¹⁰⁹ Hazai szabályozásunkban mindössze a *flip over pill* taktika alkalmazására van lehetőség, és csak korlátozott mértékben,¹¹⁰ a többi lehetőségnek gátat szab a céltársaság „tartózkodási kötelezettsége” hiszen ezeket a technikákat pont a felvásárlás ténye „élesíti be”.

4. 2. 3. A harmadik csoport

4. 2. 3. 1. Koronaékszer (*Crown jewel*)

A társaság a legértékesebb vagyontárgyától válik meg, azzal a kikötéssel, hogy a menedzsment nem sértheti meg a gondossági kötelezettségét (*fiduciary duties*), tehát nem teheti tönkre öngyilkos lépéssel részvényeseit.¹¹¹ A magyar szabályozásban alkal-

mazható eszköz, közgyűlési hozzájárulással, még a tudomásszerzést megelőzően.

4. 2. 3. 2. *A felégetett föld taktikája (scorced earth defense)*

A cégvezetés egy baráti cégnek opciós jogot ad a társaság legjelentősebb vagyontárgyainak (ingatlan, leányvállalat, márkanév használati joga, technológia), amit az ellenséges felvásárlás során lehet lehívni, így a cég kiürítésével már nem bizonyul olyan vonzóknak. Magyar vonatkozásai megegyeznek a koronaékszerével.

4. 2. 3. 3. *Gavallér/ szüneteltetési megállapodás (white squire/standstill agreement)*

Az előzőtől annyiban különbözik, hogy a baráti cég csak blokkoló kisebbségi részesedést szerez, a *standstill agreementben* pedig a visszavásárlási jogot is kiköti a céltársaság.

4. 2. 3. 4. *Fehér lovag (white knight)*

A *white squire*-hez hasonló megállapodás, azzal a különbséggel, hogy a lovag tagja marad a társaságnak, és akár irányító befolyását is megtarthatja. A magyar szabályozás szerint ez a „felkérési jog” az igazgatóságot illeti meg, mivel a Gt. 233.§ felsorolt taxatív közgyűlési hatáskörök nem tartalmazzák. Külön kiemelendő Bencze Bálint azon meglátása, mely szerint erre a Tpt-ben meghatározott tartózkodási kötelezettség alatt is lenne lehetőség, hiszen ez a lépés a részvényesek védelmében történik, és célja előnyösebb feltételeket kínáló befektető találása.¹¹²

4. 2. 3. 5. *Greenmail/ PacMan*

Az első esetben a társaság saját részvényeit vásárolja vissza a felvásárlótól. A spekulánsok ellen megfelelő taktika, de nagyon kimerítheti a cég tartalékait, ugyanakkor stratégiai befektetővel szemben hatástalan.

A *PacMan* taktika szerint a „róka fogta csuka” eset valósul meg, mikor a céltársaság elkezd felvásárolja részvényeit felvásárolni. Megemlítendő a fenti két taktikával kapcsolatban hogy magyar alkalmazhatóságuk igen korlátozott.¹¹³

4. 2. 3. 6. *Antitröszt /Pentagon*

Az antitröszt módszer lényege hogy a céltársaság is felvásárlásokba kezd, hogy akkora méretűre duzzassza a cégcsoportot, hogy az – a sikeres ellenséges felvásárlás után – megbukjon a versenyhatóság trösztellenes vizsgálatán.

A Pentagon technika lényege, hogy a céltársaság a kormánytól keres védelmet, hogy nemzetgazdasági és biztonsági érdekek védelme miatt közigazgatási eszközökkel akadályozza meg a felvásárlást. Ezen okból az IBM pc- üzletágát felvásárló Lenovo tervezete is megjárta a Kongresszust.¹¹⁴

4. 2. 3. 7. *Arany ejtőernyő (golden parachutes)*

Egyrészt a menedzsment hűségének biztosítása érdekében, másrészt a felvásárlók elijesztése érdekében a megbízatás lejárta előtti elbocsátások esetére nagyon bőkezű végkielégítési csomag összeállításáról van itt szó. Ennek nincs igazi hatása, az ebből eredő többletköltségek inkább a menedzserek jó érdekérvényesítő képességét mutatja.¹¹⁵

Összegzésül elmondható hogy a fent említett – a harmadik csoportba tartozó – taktikák hazai alkalmazhatósága a Tpt. 73.§ (2) bekezdése miatt korlátozott, de mindenképpen megfontolásra érdemes. További igen hatékony taktika lehet egy kedvező céghír bejelentése, ami feltornázhhatja a részvényárakat, ezáltal megghiúsítva a felvásárló törekvéseit.¹¹⁶ Bár ez a módszer nem igazán tartozik a jog körébe, feltétlen előnye hogy mindenféle megszorítás (esetleg a Btk.) nélkül alkalmazható.

V. UTÓSZÓ

Dolgozatom során a nyilvános ajánlattétellel történő vállalatfelvásárlás különböző aspektusait igyekeztem bemutatni. Munkám során hármas cél vezérelt. Először is igyekeztem a Közösségi szinten meghatározó takeover irányelv kialakulásán keresztül az európai sajátosságokat bemutatni, majd az egyfajta érdek- kollízióként létrejött irányelvet elemezni.

Másodsorban a magyar szabályozás bemutatásával feltárni a szabályozási konvergenciát, valamint rávilágítani az implementáció során elért eredményekre, nem mellőzve az esetleges konszernjogi áthallások ismertetését.

Harmadsorban újszerű módon röviden áttekinteni – a bevezetésben említett okok miatt – az európai szinten rivális, ugyanakkor hazánk szempontjából fontos befektető Egyesült Államok szabályozását, amelynek segítségével igyekeztem új, a hazai szabályozási keretek közt is alkalmazható védekezési taktikákat bemutatni.

A fenti vizsgálódások eredményét a következőben lehet összefoglalni. Bár a szabályozás még túl friss ahhoz, hogy messzemenő következtetéseket vonjunk le belőle, de az már látható, hogy az opciós modellel a fő célkitűzésként szereplő *level playing field* létrejöttét akadályozta meg. A modell által nyújtott széleskörű választási lehetőségek mind a harmonizáció ellen hatnak, ezáltal rövidtávon semmiképp nem várható a tagállamok közti feszültség csökkenése.

A magyar szabályozás is magán hordozza az irányelv felemás jellegét, hiszen bár hazánk az *opting-in* rendszert vette át állami szinten, de ennek konzekvens érvényesülése helyett engedélyezi a szabályok félretételét, ha olyan társaság indítana felvásárlást, amely nem tekinti magára nézve kötelezőnek az irányelv opciós elemeit (tehát az *opting-out* rendszert választotta), így biztosítva a fegyveregyenlőség elvét.

Az amerikai szabályozás teljesen eltérő alapjai ellenére számos lehetőséget kínál, még a megújult társasági jogi környezetben is, amelyek alkalmazása mellett az *opting-in* rendszer hátrányai részben kiküszöbölhetők, csökkenthetők.

Természetesen a vizsgált témában való alaposabb elmélyedés szétfeszítette volna e dolgozat terjedelmi kereteit, de meglátásom szerint az érintett kérdések taglalása így is elegendő volt a sajátosságok, tendenciák és a jövőbeni lehetőségek vázolására.

FELHASZNÁLT IRODALOM

1. Bencze Bálint: Védekezési taktikák az ellenséges felvásárlások ellen az USA jogában, tekintettel az igazgatóságok kompetenciájára Gazdaság és Jog, 2004. január 1. szám
2. Cristin M. Forstinger: Takeover Law in the EU and the USA – A Comparative Analysis. Kluwer Law International. The Hague 2001.
3. Varga János Tamás: Az Amerikai Egyesült Államok „takeover” szabályozása Gazdaság és Jog, 1996. október 10. szám
4. Allan F. Tatham: Az Európai Unió és a felelős vállalatirányítás. Magyar Jog, 2005. 3. szám
5. Fazekas Judit, A vállalatfelvásárlás közösségi szintű szabályozása, in: Miskolczi Bodnár Péter (szerk.): Európai Társasági jog. JJK-KERSZÖV, Budapest, 2004.
6. Gadó Gábor: Az Európai Közösség társasági joga a 2001-es év tükrében Magyar Jog, 2002. 4. szám
7. Sándor Tamás: Vállalatfelvásárlás a magyar jogban. Eörsi Gyula Emlékkönyv HvgOrac, Budapest, 2002.
8. Gadó Gábor előadása, 11. Jogász Vándorgyűlés Gyula 1997. október 17-18. kiadja a Magyar jogász Egylet 1998.
10. Varga János Tamás: Részesedésszerzés és befolyásszerzés gazdasági társaságokban. Gazdaság és Jog, 1998. október 10. szám
11. A társasági törvény és a cégtörvény kommentárja, Szerkesztette: Sárközy Tamás HvgOrac, 2000.
12. Pacsi Zoltán előadása, 11. Jogász Vándorgyűlés Gyula 1997. október 17-18. kiadja a Magyar jogász Egylet 1998.
13. Gadó Gábor, A vállalatfelvásárlás közösségi jogi szabályozásának jövője. Európai Jog, 2002. 2. szám
14. Gadó Gábor: Problémák, döntést igénylő kérdések a társasági jog harmonizációja során, Gazdaság és Jog, 2001. március 3. szám
15. Márkus Csaba: Célegyenesben a vállalatfelvásárlási jog harmonizációja az Európai Unióban. Gazdaság és Jog, 1998. október 10. szám
16. John H. Farrar: Farrar's Company Law Butterwords Publishing, 1998., London, 4th edition

17. Papp Tekla: Az Európai Unió társasági jogi normái, SZTE – ÁJTK, Nemzetközi és Európa Jogi Tanszék, Szeged, 2005.

18. Mádl Ferenc- Vékás Lajos: A nemzetközi magánjogi és nemzetközi gazdasági kapcsolatok joga Nemzeti Tankönyvkiadó, Budapest, 1997.

19. Király Miklós: A társasági jog nemzetközi vonatkozásai és az Európai Közösség joga. in: Miskolczi Bodnár Péter (szerk.): Európai Társasági jog KJK-KERSZÖV, Budapest, 2004.

20. Berke Barna: Társasági jogi szabályok a közösségi jogban. in: Király Miklós (szerk.) Az Európai Közösség Kereskedelmi joga Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest, 1999.

21. Várnay Ernő – Papp Mónika: Az Európai Unió joga, KJK – Kerszöv, Budapest, 2001.

22. Török Tamás: A Nyrt-ben történő befolyásszerzés új szabályozása Gazdaság és Jog, 2006. 8. szám

23. A Gt. és a Ctv. kommentárja Szerkesztette: Sárközy Tamás HvgOrac, 2000.

24. A Gt. és a Ctv. kommentárja Szerkesztette: Sárközy Tamás HvgOrac, 2006.

25. HVG, 2005. jan. 8. Vállalatfelvásárlások

26. HVG, 2006. feb. 11. Tálás Andrea: Beolvasztók

27. HVG, 2001. máj. 19. Gyenis Ágnes: Jobb megijedni

Internetes hivatkozások:

1. Az európai Unió elsődleges joga
http://www2.datanet.hu/im/Primleg/EUSz-EKSz_EAKSz_HU_04-05-01.pdf

2. Alkotmány <http://europa.eu.int/eur-lex/lex/JOhtml.do?uri=OJ:C:2004:310:SOM:HU:HTML>

3. 13. Társasági jogi Irányelv
<http://ccvista.taiex.be/Fulcrum/CCVista/hu/32004L0025-HU.doc>

4. <http://hvg.hu/gazdasag/20041208kínaipc.aspx>

5. <http://www.nol.hu/cikk/357706/>

6. <http://www.sg.hu/cikk.php?cid=35351>

7. www.wikipedia.org keyword: motives behind mergers&acquisitions, pros&cons of takeover

8. City Code <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/new/code-sars/DATA/code.pdf>
9. The Panel <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/new/>
10. Report 2005
<http://www.thetakeoverpanel.org.uk/new/reports/DATA/Report2005.pdf>
11. www.hvg.hu/gazdasag/00000000005372BF.aspx
12. www.hvg.hu/gazdasag/00000000005372BF.aspx

Felhasznált jogszabályok:

1. 1996. évi CXI. törvény az értékpapírok forgalomba hozataláról, a befektetési szolgáltatásokról és az értékpapír-tőzsdéről
2. 1996. évi CXII. törvény a hitelintézetekről és a pénzügyi vállalkozásokról.
3. 1997. évi CXLIV. törvény a gazdasági társaságokról
4. 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról
5. 2006. évi IV. törvény a gazdasági társaságokról

JEGYZETEK

- 1 Népszabadság Online, 2005. április 6., <http://www.nol.hu/cikk/357706/>
- 2 HVG, 2005. január 8., p 32., Vállalatfelvásárlások
- 3 Fazekas Judit – Gyulai-Schmidt Andrea: A vállalatfelvásárlás közösségi szintű szabályozása, in: Miskolczi Bodnár Péter (szerk.): Európai Társasági jog, KJK-KERSZÖV, Budapest, 2004., p 124. (továbbiakban: Fazekas-Gyulai)
- 4 2004. február 20., Szaporodó ellenséges vállalatfelvásárlások- ki nevet a végén? www.hvg.hu/gazdasag/00000000005372BF.aspx
- 5 Papp Tekla: Az Európai Unió társasági jogi normái, SZTE – ÁJTK Nemzetközi és Európa Jogi Tanszék, 2005. Szeged., p 5. (továbbiakban: Papp)
- 6 Király Miklós: A társasági jog nemzetközi vonatkozásai és az Európai Közösség joga, in: Miskolczi Bodnár Péter (szerk.): Európai Társasági jog, KJK-KERSZÖV, Budapest, 2004, p 32.
- 7 Lásd a struktúra- irányelv, a konszern-irányelv, illetve a fúziós irányelv ter-
vezeteket. Papp p 12-13.
- 8 COM XI. 56/74
- 9 A brit Penningon professzor saját hazája tökéletesen működő rendszeréből, a City Code rendelkezéseiből indult ki. A Takeover Panel-lel és a City Code-dal kapcsolatban lásd lejjebb.
- 10 John H. Farrar: Farrar's Company Law Butterwords Publishing 1998. London (4th edition) p 600. (továbbiakban: Farrar)
- 11 <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/new/codesars/DATA/code.pdf> Lásd: Introduction, para 1.(a)
- 12 Introduction, para 1.(c): The Code has not, and does not seek to have a force of law.
- 13 Introduction, para 1.(a), lásd még: <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/new/>, <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/new/reports/DATA/Report2005.pdf>
- 14 Introduction, para 1.(c)/ Cold-shouldering: elutasító magatartást tanúsít. lásd: Farrar p 593.
- 15 Például: Peugeot, BMW, Auchan, IKEA, Michelin, Danone, L'Oreal, Forrás: HVG, 2005. augusztus 20., p 25., Európa vezető családi cégei
- 16 Márkus Csaba: Célegyesben a vállalat-felvásárlási jog harmonizációja az Európai Unióban, Gazdaság és Jog, 1998. október, 10. szám, p 14. (továbbiakban: Márkus)
- 17 Gadó Gábor: Problémák, döntést igénylő kérdések a társasági jog harmonizációja során, Gazdaság és Jog, 2001. március, 3. szám, p 21.(továbbiakban: Gadó 1)
- 18 Márkus p 13.
- 19 Forstinger p 112.
- 20 8 OJ C 378, 13. 12. 1997
- 21 Fazekas – Gyulai p 121-122.
- 22 Fazekas – Gyulai p 122.
- 23 Márkus p 14.
- 24 Fazekas - Gyulai p 123.
- 25 Gadó Gábor: Az Európai Közösség társasági joga a 2001-es év tükrében, Magyar Jog, 2002, 4. szám, p 207. (továbbiakban: Gadó 2)

- 26 A nyomás nagyon nagy volt mind a felekre nézve, mert az időközben lezajlott Lisszaboni Csúcson az irányelvet is tartalmazó Európai Pénzügyi Szolgáltatások Akcióterve elsődleges prioritást élvezett a Csúcs célkitűzéseinek megvalósításához.
- 27 AS-0368/2000
- 28 Gadó 1 p 22.
- 29 Gadó 1 p 23.; Megjegyzendő, hogy a vállalatok komplex felfogása a német képviselők nyomására került a parlamenti javaslatba, összhangban a munkavállalói jogokra és üzemi tanácsokra építő német vállalati kultúrával.
- 30 A feszültség okairól lásd: Fazekas - Gyulai p 120.
- 31 Gadó 2 p 206.
- 32 Lásd Fritz Bolkenstein nyilatkozatát a 15 módosító javaslat tartalmával kapcsolatban: IP: 00/1463 2000. dec. 14
- 33 Dc. No. C5-0221/2001 június 6.
- 34 Gadó Gábor: A vállalatfelvásárlás közösségi jogi szabályozásának jövője, Európai Jog, 2002, 2. szám, p 19. (továbbiakban: Gadó 3)
- 35 Gadó 3 p 19. Lásd a Mannesmann AG ellenséges felvásárlását a Vodafone Ltd. által. Az üzlet nagy felzúdulást keltett üzleti körökben, valamint hatalmas összege (172,706 milliárd (!) dollár, forrás: KPMG report 2001.) valóságos fúziós lázat robbantott ki.
- 36 A testület elnöke, Jaap Winter után kapta a Winter-jelentés nevet. In: Fazekas – Gyulai p 124.
- 37 Gadó Gábor: A vállalatfelvásárlás közösségi jogi szabályozásának jövője, Európai Jog, 2002, 2. szám, p 21.
- 38 Fazekas – Gyulai p 125.
- 39 Fazekas – Gyulai p 125.
- 40 Gadó 3 p 23.
- 41 Gadó 3 p 23.
- 42 Fazekas – Gyulai p 126.
- 43 www.europa.eu.int/eur-lex/com/pdf/2002/com2002_0534en01.pdf
- 44 Fazekas – Gyulai p 127. Az alkotmányossági problémákkal kapcsolatban megfogalmazott ellenvéleményt lásd: Gadó 3 p 23.
- 45 Fazekas – Gyulai p 128.
- 46 <http://ccvista.taix.be/Fulcrum/CCVista/hu/32004L0025-HU.doc>
- 47 Fazekas – Gyulai p 129.
- 48 Lásd: Preambulum (1)-(3). pont
- 49 Lásd: Preambulum (9), (13). pont
- 50 A szabályozott piac meghatározásához lásd: 93/22EK irányelv
- 51 Fazekas – Gyulai p 130.
- 52 Fazekas – Gyulai p 132.
- 53 Fazekas – Gyulai p 133.
- 54 Lásd: City Code, Introduction, para. 1.c
- 55 Fazekas – Gyulai p 134.
- 56 Fazekas – Gyulai p 139.
- 57 Fazekas – Gyulai p 139.
- 58 Fazekas – Gyulai p 140.

- 59 Fazekas – Gyulai p 141.
- 60 Lásd a Mittal Steel ügyet: Tálas Andrea: Beolvasztók, HVG, 2006. február 11., p 33-34.
- 61 Sándor Tamás: Vállalatfelvásárlás a magyar jogban, Eörsi Gyula Emlékkönyv, HvgOrac, Budapest, 2002, p 138. (továbbiakban: Sándor 1)
- 62 Varga János Tamás: Részesedésszerzés és befolyásszerzés gazdasági társaságokban, Gazdaság és Jog, 1998. október, 10. szám, p 7. (továbbiakban: Varga 1)
- 63 11. Jogász Vándorgyűlés, Gyula, 1997. október 17-18, kiadja a Magyar Jogász Egylet, 1998, p 35-36. Pacsi Zoltán előadása, lásd a Chinoin tőzsdén kívüli felvásárlását.
- 64 Sándor 1 p 143.
- 65 Varga 1 p 9.
- 66 Sándor 1 p 146.
- 67 Sándor 1 p 147.
- 68 Hatályon kívül helyezte a 2003. évi XXXIX. törvény 55. § (2) bek.
- 69 A társasági törvény és a cégtörvény kommentárja Szerkesztette: Sárközy Tamás, HvgOrac, 2000, p 569.
- 70 Sándor 1 p 150.
- 71 Például lásd: 26_003-1/1999 számú PSZÁF határozat a 26 003/1999 számú ÁPTF határozat módosításáról.
- 72 Gadó 2 p 208.
- 73 EG Nr. C-378/10 1997.12.13.
- 74 Európai Társasági Jog, Szerkesztette: Miskolczi Bodnár Péter, KJK-KERSZÖV, 2004, Budapest, p 123.
- 75 Varga 1 p 11.
- 76 Gadó Gábor előadása, 11. Jogász Vándorgyűlés, Gyula, 1997. október 17-18., kiadja a Magyar Jogász Egylet, 1998. p 30. (továbbiakban: Gadó 4)
- 77 Gadó 4 p 31.
- 78 Sándor 1 p 153.
- 79 Sándor 1 p 162.
- 80 Sándor 1 p 167.
- 81 Sándor 1 p 162.
- 82 Gadó 2 p 208.
- 83 Gadó 2 p 208.
- 84 Gadó 2 p 208.
- 85 Gadó 2 p 209. valamint HVG, 2001. május 19., Gyenis Ágnes: Jobb megijedni: A Mol és az OTP Bank részvényese – függetlenül tulajdoni arányától – legfeljebb 10%-kal szavazhat a közgyűlésen
- 86 Bencze Bálint: Védekezési taktikák az ellenséges felvásárlások ellen az USA jogában, tekintettel az igazgatóságok kompetenciájára, Gazdaság és Jog, 2004. január, 1. szám, p 5. (továbbiakban: Bencze 1)
- 87 Fazekas – Gyulai p 129-143.
- 88 Lásd: 20005. évi CLXXXVI. törvény 17. §-33. §, valamint 180. §, 181. §
- 89 Lásd: 2004/25/EK 4. cikk (2) e) pontja.
- 90 Varga János Tamás: Az Amerikai Egyesült Államok „takeover” szabályozása Gazdaság és Jog, 1996. október 10. szám. p 3. (továbbiakban: Varga 2)

- 91 Varga 2 p 3.
- 92 Cristin M. Forstinger: Takeover Law in the EU and the USA – A Comparative Analysis. Kluwer Law International. The Hague 2001 p 149 (továbbiakban: Forstinger) „
- 93 Forstinger p 137.
- 94 Forstinger p 139.
- 95 Allan F. Tatham: Az Európai Unió és a felelős vállalatirányítás. Magyar Jog, 2005. 3. szám p 180.
- 96 Forstinger p 156, 157.
- 97 Bencze 1 p 6.
- 98 Varga 2 p 4.
- 99 Forstinger p 137. Természetesen, ahogy a későbbiekben látni fogjuk nincs teljes döntési szabadságuk a védekezési formák megválasztásánál, de önálló lehetőségeik sokkal szélesebb körűek mint európai társaiké.
- 100 Forstinger p 141.
- 101 Forstinger p 137-138.
- 102 Bencze 1 p 6.
- 103 Gt. 233.§ a, pont, új Gt. 231. § (2) a, pont, 302. § a, b,
- 104 Gt. 237.§ (1) bekezdés; új Gt. 305. § (1)
- 105 A Gt. 229.§ kapcsolatban az aranyrészvény tárgyalására az uniós szabályozás ismertetésénél kerül sor.
- 106 Bencze 1 p 7.
- 107 Gt. 250.§, A nyilvános forgalomba hozatal során a részvényesek számára biztosított jegyzési elsőbbségére vonatkozó szabályt [251.§ (2)] 2004 január 1-vel hatályon kívül helyezték.
- 108 [Gt. 187.§, új Gt. 191§ (2)] legfeljebb a felemelt alaptőke 15%-ig lehetett forgalomba hozni.
- 109 Bencze 1 p 8.
- 110 [Gt 189.§ (1), új Gt 193§ (1)] az alaptőke 10%-át meg nem haladó mértékben társaságot vételi, vagy a részvényt eladási jog illeti meg.
- 111 Megjegyzendő hogy egyes definíciók szerint ez a technika az igazi *poison pill*, hiszen a társaság igazi „piruszi győzelmet” arat, mely során elveszíti igazi értékét. A társaság nem kerül idegen kézbe, de maga is „belehalhat” a koronaékszere hiányába.
- 112 Bencze 1 p 10.
- 113 A Gt. 226/B.§ (1) szerint csak súlyos károsodás elkerülése érdekében lehet, a közgyűlés hozzájárulásával [226/B.§ (3)], maximum 10% saját részvényt felvásárolni. A *PacMan* esetében pedig a Gt. konszernjogi szabályai szólnak közbe. Gt. 293.§
- 114 <http://www.sg.hu/cikk.php?cid=35351>
- 115 Bencze 1 p 11.
- 116 Bencze 1 p 11.