

A vállalatfelvásárlások motivációi¹

1. Bevezetés

A *takeover*² ellenséges vállalatfelvásárlást jelent, de az angol terminus szó szerinti jelentése hatalomátvétel. E szó szerinti jelentés a vállalati akvizíciók gazdag szakirodalmában metaforikusan fejezi ki e tranzakciók lényegét. E műveletek jogügyleti jellegét tekintve, a gyakorlatban stratégiai irányítást biztosító tulajdonosi hányad (részvénypakett) megszerzésére irányulnak.³ A szükséges részvények mennyisége tranzakciónként eltérő lehet, de általában a kibocsátott részvények 50%-ánál nagyobb mennyiségről van szó, hiszen a végső cél a stratégiai irányítást biztosító szavazati többség megszerzése és saját menedzsment megválasztása.

A tranzakció „*ellenséges*” jellege⁴ éppen ebből adódik: amennyiben az ajánlattevő nem élvezi a menedzsment támogatását, úgy a hivatalban lévő vállalati vezetők akarata *ellenére* megy végbe a tranzakció. Amennyiben az ajánlattevő a menedzsment támogatásával törekszik a szavazattöbbséget biztosító részvénypakett megszerzésére, úgy a tranzakció már nem *ellenséges*, hanem *baráti* vállalatfelvásárlásnak minősül.⁵

A menedzsment szándékával szemben végrehajtott tranzakció azonban csak bizonyos nézőpontból tekinthető ellenségesnek. Lehetséges ugyanis, hogy a menedzsment érdekeivel szemben ellenségesen végrehajtott felvásárlás a részvényesek (befektetők) számára jövedelmező.⁶ Ahhoz ugyanis, hogy az ajánlattevő lebírija a menedzsment ellenállását, a részvényesek értékítéletére kell hagyatkoznia; részvényeik eladását illetően ők mondják ki a végső szót, annak függvényében, hogy az ajánlat kellőképpen csábító-e?⁷

¹ A tanulmány a Bólyai János Kutatási Ösztöndíj támogatásával készült.

² Lásd BEBCHUK, Lucian Arye, Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers, Harvard Law Review (1985/június) 1695.

³ Lásd BRUDNEY, Victor, CHIRELSTEIN, Marvin A., Fair Shares in Corporate Mergers and Takeovers, Harvard Law Review (1974/december) 297.

⁴ Ellenséges ajánlattételre jelenthet példát az Engelhard Corporation-ra a BASF Aktiengesellschaft által tett ajánlat. Elérhető (2010. augusztus 10.): <http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/352947/000104746906000275/a2166481zsccto-t.htm>, Ez egy előre nem bejelentett, készpénz ellenértékért megvalósított ajánlat. Az ajánlat ellenséges jellegét a menedzsment által kiadott állásfoglalás is alátámasztja. Elérhető (2010. augusztus 10.): http://www.sec.gov/Archives/edgar/data/352947/000093041306000397/c40601_14d-9.htm, Ebben kifejtésre kerül, hogy „az igazgatótanács gondos megfontolás után, beleértve az ajánlat jogi és pénzügyi szakértőivel való mélyreható vizsgálatát, egyértelműen úgy határozott 2006. január 20-án tartott ülésén, hogy az ajánlat nem megfelelő, és nem áll a részvényesek legjobb érdekében...”

⁵ Lásd TUCHINSKY, Dmitry, The Takeover Directive and Inspire Art: Reevaluating the European Union's Market for Corporate Control in the New Millenium, New York Law School Law Review (2006-2007/3) 694. old.; HANNES, Sharon, The Hidden Virtue of Antitakeover Defenses, Cardozo Law Review (2002-2003/5) 1910. old.

⁶ Lásd TUCHINSKY, Dmitry, The Takeover Directive and Inspire Art: Reevaluating the European Union's Market for Corporate Control in the New Millenium, New York Law School Law Review (2006-2007/3) 695.

⁷Lásd HANNES, Sharon, The Hidden Virtue of Antitakeover Defenses, Cardozo Law Review (2002-2003/5) 1910.

2. A vállalatfelvásárlásokat kiváltó okok

2.1. A kapcsolódó elméletek áttekintése

A vállalatfelvásárlás négy gazdasági előny-típussal járhat. Először, azokhoz allokálhatja az erőforrásokat, akik a leghatékonyabban képesek azokat felhasználni. Másodszor, szinergiákat hozhat létre két társaság között. Harmadszor, fegyelmezheti a nem kellően elővigyázatos, vagy nem megfelelően működő vállalati vezetést. Negyedszer, kiküszöbölheti a piac tökéletlen működésének következményeit, melyek a társaság papírjainak alulárzottságában ölthetnek testet. Mindezeket a hatásokat együtt úgy tekinthetjük, mint a részvényesek és egyéb gazdasági szereplők számára jelentkező legfontosabb előnyöket.⁸

2.2. Fegyelmezési elmélet

A fegyelmezési elmélet számára kiindulópontot képez, hogy a tőkepiacok tökéletes szabályozási mechanizmusainak koncepciójába vetett bizalom nem helytálló, így a felvásárlások általában jelentős prémiummal⁹ mennek végbe a piaci ár fölött¹⁰ (ugyanakkor az ajánlattevő részvényesei a tranzakcióból nem remélhetnek egyértelmű hozamot).¹¹ Ennek magyarázatával összefüggésben *Frank Hoover Easterbrook*¹² és *Daniel Fischel*¹³ professzorok, a *Chicago-i Egyetem* jogtudósai kiemelték a felvásárlásoknak a céltársaságok menedzsmentje által nyújtott teljesítmény ellenőrzésében betöltött szerepét.¹⁴ Álláspontjuk szerint a vállalatfelvásárlások során fizetendő prémium a részvényesi jólét (*shareholder's wealth*) és a hatékonyság emeléséhez kapcsolódik.¹⁵ A fegyelmezési elmélet szerint a vállalatfelvásárlás szerepe, hogy lehetővé tegye a nem kellőképpen hatékony menedzsment leváltását.¹⁶ Az ajánlattevő azért fizet magasabb árat, mert véleménye szerint a céltársaság erőforrásai nem lettek optimálisan kihasználva, míg egy kompetens vállalatvezetés magasabb hozamot érhetne el. Ebből következik, hogy minél magasabb a prémium szintje, annál elhibázottabb volt a céltársaság eddigi irányítása. Ennek alapján a vállalatfelvásárlás egyaránt hasznos az ajánlattevőnek, a céltársaság részvényeseinek és a társadalom egészének is. A részvényesek számára ez abban nyilvánul meg, hogy hozzájuthatnak ahhoz a hozamhoz, amelyet a sikertelen menedzsment eddig nem tett számukra hozzáférhetővé.¹⁷ A fegyelmezési

⁸ Lásd ROMANO, Roberta, A Guide to Takeovers: Theory, Evidence, and Regulation, Yale Journal on Regulation (1992/1) 119-181.; MAGNUSON, William, Takeover Regulation in the United States and Europe: an Institutional Approach, Pace International Law Review (2009/1) 208-209.

⁹ Ennek mértéke Roberta Romano professzor megfigyelései szerint a bejelentés előtti piaci árhoz képest kb. 20%-os növekedést jelent fúziók, és 30%-os növekedést vállalatfelvásárlások esetén a bejelentés időszakában.

¹⁰ A tőkepiacok tökéletességét számos tanulmány vonja kétségbe. Az ún. „internet-buborék” a 21. század első éveiben pedig mindenki számára érezhetően rámutatott arra, hogy a részvényárak eltérhetnek a papírok fundamentális értékétől. Lásd BEBCHUK, Lucian A., The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers, The University of Chicago Law Review (2002/3) 997.

¹¹ THOMPSON, Samuel C. Jr., Change of Control Board: Federal Preemption of the Law Governing a Targets Directors, Mississippi Law Journal (2000/1) 35-162.

¹² Frank Hoover Easterbrook; bíró, a jog közgazdasági analitikájában élen járó jogtudós, a Chicagói Egyetem oktatója.

¹³ Daniel Fischel; bíró, gazdasági jogi jogtudós, a Chicagói Egyetem oktatója.

¹⁴ Lásd EASTERBROOK, Frank, FISCHEL, Daniel, The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer, Harvard Law Review (1981/6) 1169.

¹⁵ Lásd BEBCHUK, Lucian A., The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers, The University of Chicago Law Review (2002/3) 997.

¹⁶ Lásd ROBERTA, Romano, A Guide to Takeovers: Theory, Evidence and Regulation, Yale Journal on Regulation (1992/1) 129-131.

¹⁷ Lásd BERGLÖF, Erik, és BURKART, Mike, European Takeover Regulation, Economic Policy (2003/április) 181.

elmélet hívei igyekeznek elméletükkel összefüggésben minimalizálni a menedzsment ellenőrzésére alkalmas más eszközök, így például a független igazgatótanács, a közgyűlési szavazás, valamint a különböző közzétételi kötelezettségek szerepét. *Henry Manne* professzor¹⁸ álláspontja szerint például a vállalatfelvásárlások tekinthetők az elsődleges fegyelmező eszköznek, amelyek a vállalat menedzsmentjének elszámoltathatóságát biztosítják.¹⁹ *Mark J. Roe*²⁰ professzor szerint is fontos „ellenőrző eszköz” a menedzsment ellenőrzésére a vállalatfelvásárlás, ugyanakkor kiemelte a piaci versenyt (értve ez alatt mind a tőke, mind a termékek piacát), a helyesen működő társaságirányítási rendszert, és a jelentős tulajdonrészrel rendelkező részvényesek szerepét.²¹

Az elmélet kontroverzitása, hogy empirikus bizonyítékok alapján a vállalatfelvásárlások elsősorban nem a helytelenül vezetett társaságokra fókuszálnak. Az ajánlattevők gyakran kifejtik, hogy kimondottan jól menedzselt céltársaságokat keresnek. A vonatkozó kutatások alapján számos céltársaság különösen jól vezetett vállalatnak számított, emellett kiváló hozamot mutatott fel a felvásárlás előtti időszakban.²² Ez egyszerűen indokolható azzal, hogy a vállalatfelvásárlás jelentős kockázati tényezőt jelent az ajánlattevő vonatkozásában, mivel prémiumot kell fizetni a céltársaság felvásárlásához. Az akvizíció után azonban egy kevésbé diverzifikált portfólióval fog rendelkezni, ami magasabb kockázati szintet képvisel. Tekintetbe véve a kockázatkerülésre hajló magatartást, nem meglepő, hogy a fizetésképtelen, vagy fizetésképtelenség közeli állapotban lévő cégek felvásárlása meglehetősen ritka. Nem lehet jelen tehát a céltársaság vonatkozásában olyan mértékű kockázati tényező, amely kívül esik a kockázattal járó hajlandóságon.²³ Szintén elmondható, hogy az ajánlattevők nem minden esetben törekednek a menedzsment leváltására. Számos ajánlattevő pedig nem hogy hatékonyabban működne, mint a kiszemelt céltársaság, hanem egyenesen kevésbé hatékony. Ebből kifolyólag a vállalatfelvásárlás által biztosított fegyelmezési mechanizmus csupán egy részleges ellenszernek tekinthető a menedzsment esetleges önérdékű magatartása vonatkozásában, és semmiképpen sem más társaságirányítással kapcsolatos ellenőrzési mechanizmusok alternatívájának.²⁴ Az Egyesült Államokban egyes esetekben a vállalatfelvásárlás során fizetett kontroll-prémium az ajánlat előtti részvényárat akár 70%-ban is túllépte.²⁵ Ekkora mértékű prémium pedig nehezen magyarázható a helytelen vállalati vezetéssel vagy önérdékű magatartásával²⁶ és nehéz indokolni, hogy a felelős társaságirányítás más ellenőrzési mechanizmusai miért nem léptek már korábban működésbe.²⁷ Ha pedig

¹⁸ Henry Manne; a George Mason University professzor emeritusa, a jog- és közgazdaságtudomány interdiszciplináris kutatási megközelítésének úttörője.

¹⁹ Lásd MANNE, Henry G., *Mergers and the Market for Corporate Control*, *Journal of Political Economy* (1965/március-április) 110-120.

²⁰ Mark J. Roe; a Harvard Law School professzora, kutatási területei a csőd és reorganizáció, a vállalati pénzügyek és a vállalati jog egyéb területei.

²¹ Lásd ROE, Mark J., *German Codetermination and German Securities Markets*, *Columbia Journal of European Law* (1999/tavaszi) 209.

²² Lásd PRENTICE, Robert A., LANGMORE, John, H., *Hostile Tender Offers and the Nancy Reagan Defense: May Target Boards Just Say No-Should They be Allowed To*, *Delaware Journal of Corporate Law* (1990/2) 421-422.

²³ Lásd COFFEE, John C., *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, *Columbia Law Review* (1984/június) 1204.

²⁴ Lásd COFFEE, John C., *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, *Columbia Law Review* (1984/június) 1200.

²⁵ Lásd JARRELL, Gregg A., és BRADLEY, Michael, *The Economic Effects of Federal and State Regulation of Cash Tender Offers*, *Journal of Law and Economy* (1980/2) 373.

²⁶ Lásd COFFEE, John C., *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, *Columbia Law Review* (1984/június) 1201.

²⁷ Kiemelnénk, hogy az igazgatótanácsnak sokkal tágabb lehetősége van bizalmas információkhoz hozzáférni, mint a potenciális ajánlattevőknek. Így a menedzsment nem kellően hatékony működésének már sokkal korábban tudatában van, mint a piaci szereplők. Korábban, még mielőtt a piacnak elegendő bizonyítéka lenne

elfogadjuk azon feltevést, hogy a céltársaságok kevésbé hatékonyak, mint az ajánlattevők, akkor is kiemelnénk, hogy az ajánlattevő a céltársaságok kiválasztását szigorú feltételeknek megfelelően végzi. Ez alapján pedig az ellenséges felvásárlást kizárólag a menedzsment megzabolázásának eszközeként szemlélni nem tekinthető helytállónak.²⁸ Minden bizonnyal igaz, hogy ha a menedzsereknek nem kell szembesülniük az esetleges ellenséges vállalatfelvásárlás veszélyével, ez negatívan befolyásolhatja teljesítményüket²⁹ és így szükségessé válhat más ellenőrzési mechanizmusok erősítése. A részvényesi érdekvédelem szempontjából a vállalatfelvásárlás ténylegesen az egyik olyan eszköznek tekinthető, amely arra kényszerítheti a menedzsmentet, hogy a részvényesek érdekeinek megfelelően járjon el. A részvényesi érdekek figyelmen kívül hagyása ugyanis részvényár-csökkenést eredményez, mely ösztönzést adhat a felvásárlási akciók kibontakozásának.³⁰

Természetesen a vállalatfelvásárlások csak akkor fejthetik ki előnyös hatásukat a hivatalban lévő menedzsment ellenőrzésével, felügyeletével kapcsolatban, ha annak nincsen döntési joga a tranzakció megakadályozására. Ez alapvetően helytálló az Európai Unió vállalatfelvásárlási szabályozásának vonatkozásában, amely – főszabály szerint – megfelelő teret enged a hivatalban lévő menedzsment leváltására. Az Európai Unióban ugyanis a 2004/25/EK irányelv (XIII. számú társasági jogi irányelv) 9. cikk (2) bekezdés alapján a céltársaság ügyviteli vagy irányító szerve az ajánlatról való tudomásszerzést követően megszerzi a részvényesek közgyűlésének kizárólag e célból adott előzetes felhatalmazását bármely olyan intézkedés előtt, ami az ajánlattételi eljárás megzavarását eredményezheti, és különösen részvények kibocsátása előtt, amely tartósan megakadályozhatja az ajánlattevőt a céltársaság irányításának megszerzésében.

Az irányelv 12. cikke viszont fakultatívvá teszi a semlegességi (neutralitási) szabály, illetve az irányelv 11. cikkében található áttörési szabály alkalmazását. Felhatalmazza ugyanis a tagállamokat, hogy azon társaságaikat, melyek létesítő okirat szerinti székhelye területükön van, mentesítsék az irányelv 9. cikk (2), (3) bekezdése és/vagy a 11. cikk alkalmazása alól.³¹

A magyar tőkepiaci jog alkalmazza a semlegességi szabályt a Tpt. 73/A. § (1) bekezdésben meghatározottak szerint. Ennek alapján, ha a céltársaság alapszabálya ezt előírja, a céltársaság igazgatósága, igazgatótanácsa, illetve felügyelőbizottsága a vételi ajánlat kézhezvételének időpontjától vagy – ha erről a kézhezvételt megelőzően az igazgatóság már tudomást szerzett – a vételi ajánlattétel szándékáról történő tudomásszerzés időpontjától a vételi ajánlat elfogadására nyitva álló időszakon belül nem hozhat – az alábbiak kivételével – olyan döntést, amely alkalmas a befolyásszerzésre irányuló eljárás megzavarására.³²

arra, hogy oly mértékben leértékelje a társaság részvényeit, hogy ez elegendőnek bizonyulhasson egy vállalatfelvásárlás megindításához. Továbbá egy belső hatalomváltás költséghatékonyabb a vállalatfelvásárlásnál, amelyet külső szereplők indítanak. Egy valóban független igazgatótanács optimális esetben nem tolerálná a menedzsment részéről azt a teljesítményt, amely olyan mértékű részvényár-diszkontban testesül meg, mely kiprovokál egy vállalatfelvásárlást. Természetesen egyes igazgatótanácsok sem kellő mértékben függetlenek, sem jól informáltak nem tekinthetők. Lásd COFFEE, John C., *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, *Columbia Law Review* (1984/június) 1203.

²⁸Lásd COFFEE, John C., *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, *Columbia Law Review* (1984/június) 1207-1208.

²⁹ Lásd BEBCHUK, Lucian Arye, *Why Firms Adopt Antitakeover Arrangements*, *University of Pennsylvania Law Review* (2003/2) 719-720.

³⁰ Lásd CHEN, Li-Juan, Dr., *The Defensive Measures in Case of Takeover under German Takeover Act and Delaware Corporate Law*, *National Taiwan University Law Review* (2007/2) 95.

³¹Lásd SIEMS, Mathias M., *Rules on Conflict of Laws in the European Takeover Directive*, *European Company and Financial Law Review* (2004/4) 460. old.; MENJUCQ, Michel, *The European Regime on Takeovers*, *European Company and Financial Law Review* (2006/2) 232. old.; EDWARDS, Vanessa, *The Directive on Takeover Bids*, *European Company and Financial Law Review* (2004/4) 435.

³²Így a tőkepiaci törvény szerint például nem határozhat az alaptőke felemeléséről vagy a társaság saját részvényeinek megszerzéséről stb.

2007-ig az irányelvet implementáló 14 tagállamból 13-ban nem jelentett újítást a semlegességi szabály. Öt tagállam ugyanakkor alkalmazza ezek közül az úgynevezett kölcsönösségen (*reciprocitás*) alapuló kivételt: Franciaország, Görögország, Magyarország, Portugália és Szlovénia. Bár ezen államok nagy részében a részvényeseknek külön felhatalmazást kell adniuk meghatározott időközönként (minden 18 hónap) a kölcsönösségen alapuló védekezési eszközök elfogadásához, mégis elvesztik annak lehetőségét, hogy az ajánlattétel alatt felül tudják bírálni a javasolt védekező intézkedést. A *reciprocitás*szabály éppen ezért növelheti a menedzsment részvényesek szempontjából előnytelen tevékenységének veszélyét e tagállamokban.³³

Nem alkalmazta viszont az irányelv semlegességi szabályát Belgium, Dánia, Németország, Olaszország, Luxemburg, Hollandia és Lengyelország.³⁴

Szintén kivételt jelent a semlegességi szabályozás alól, hogy a céltársaság menedzsmentje a közgyűlés előzetes felhatalmazása nélkül is kereshet a részvényesek számára előnyösebb, versengő ajánlatot.³⁵ Így ez a védekezési eszköz szabadon alkalmazható,³⁶ a közösségi és a hazai szabályozás³⁷ egyaránt támogatja azt. E megközelítést az Egyesült Államok elméleti álláspontjaival összehasonlítva megállapíthatjuk, hogy az leginkább az ún. *distributional approach* nézőpontját fedi le.³⁸

Az Egyesült Államokban ugyanakkor a menedzsment sokkal jelentősebb döntési szabadságot élvez. Ugyanis, az Egyesült Államokban a menedzsment vállalatfelvásárlás esetén tanúsítandó magatartását a tagállamokban született elvi jelentőségű bírósági határozatok szabályozzák. A bírósági eljárással érintett vállalatfelvásárlási ügyek legnagyobb hányada és az így kialakult bírói gyakorlat az igazgatótanács vállalatfelvásárlások esetén tanúsítandó magatartását és kötelezettségeit érinti, jelentős mértékben az úgynevezett *fiduciárius* felelősségre alapozva. Mivel a tagállamok különböző társasági jogi rezsimmel és saját bírósági rendszerrel rendelkeznek, ezért gyakorlatilag ötven különböző joghatóságot és jogforrási rendszert kellene vizsgálnunk. Szerencsénkre azonban az amerikai társasági jog fejlődését jelentős mértékben befolyásolja *Delaware* állam jogrendszere és a bíróságai által kialakított gyakorlat.³⁹

A *Delaware* állam bíróságai által kialakított gyakorlat alapján a vállalatfelvásárlások elleni védekező eszközök engedélyezettek részvényesi hozzájárulás nélkül, amennyiben a céltársaság igazgatótanácsának ésszerű oka van azt feltételezni, hogy az ajánlat fenyegetést jelent a céltársaságra nézve, és az ellenintézkedés ésszerű mértékű (lásd *Unocal*). A válasz nem lehet kényszerítő jellegű, és az ésszerűség határain belül kell maradnia (lásd *Unitrin*).⁴⁰ A bizonyítási teher a céltársaság igazgatótanácsát terheli. Amennyiben pedig a céltársaság

³³ Lásd COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT, Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids, 6-7. old. Elérhető (2010. június 23): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report_en.pdf

³⁴ Lásd COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT, Report on the Implementation of the Directive on Takeover Bids, 12. old. Elérhető (2010. június 23): http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report_en.pdf

³⁵ 2004/25/EK irányelv 9. cikk (2), illetve hazánkban lásd a 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról 73/A § (2)

³⁶ Lásd MUCCIARELLI, Federico M., White Knights and Black Knights, – Does the Search for Competitive Bids Always Benefit the Shareholders of Target Companies? *European Company and Financial Law Review* (2006/4) 409.

³⁷ Lásd 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról 73/A § (2) a)

³⁸ Lásd JUNEWICZ, James J., és GREENE, Edward F., A Reappraisal of Current Regulation of Mergers and Acquisitions, *University of Pennsylvania Law Review* (1984/4) 667-668. old.; HOWARD, J. Geoffrey, Takeover Deffences: A Reappraisal, *University of Brit Columbia Law Review* (1990/1) 59.

³⁹ Lásd MAGNUSON, William, Takeover Regulation in the United States and Europe: an Institutional Approach, *Pace International Law Review* (2009/tél) 214.

⁴⁰ Lásd BALOTTI, Franklin és TRAVIS, Laster J., Professor Coates Is Right Now Please Study Stockholder Voting, *University of Miami Law Review* (2000/július) 827-829.

értékesítéséről történik döntés (az igazgatótanács nem törekszik az ajánlat ellen védekezni), akkor ennek egy tisztességes verseny keretében kell történnie (lásd *Revlon*).⁴¹ Ezen esetek sorozata rámutat tehát arra, hogy az Egyesült Államokban az igazgatótanácsoknak széleskörű döntési jogaik vannak a vállalatfelvásárlásoknak való ellenállás tekintetében. Ez addig terjed, amíg jóhiszeműen járnak el ésszerű vizsgálat alapján, és amíg az elfogadott intézkedések nem tekinthetők „drákóinak” (lásd *Unitrin*).⁴² Tehát az igazgatótanácsoknak joguk van vállalatfelvásárlás elleni védekező intézkedéseket elfogadni e szabályok betartásával részvényesi hozzájárulás nélkül is. Ez a szabályozási megoldás ugyanakkor csökkentheti a vállalatfelvásárlások, mint ellenőrző mechanizmusok hatékonyságát.

2.3. Az együttműködési elmélet

Az együttműködési (*szinergia*) elmélet alapján a vállalatfelvásárlásokat az motiválja, hogy a céltársaság különleges értéket hordoz az ajánlattevő szempontjából. A tranzakció ugyanis azt eredményezi, hogy a két társaság együttes értéke magasabb lesz, mint az egyes különálló vállalatok összértéke.⁴³ Az így elért értéknövekedésből, hatékonyságnövekedésből származó haszon független a nem kellően hatékony menedzsmenttől. Indokául szolgálhat a megnyíló közös gyártási kapacitások kihasználása, az egyedülálló termékkapcsolási lehetőségek megléte, a céltársaság által birtokolt, és az ajánlattevő szempontjából fontos speciális erőforrásokhoz való hozzájutás, a költségcsökkentési lehetőségek kihasználása, a kedvezőbb hitelfelvételi lehetőségek, valamint a kedvező tőkepiaci reakció a két vállalat egyesülése kapcsán. *Ronald J. Gilson* és *Lucian A. Bebchuk* professzorok e nézeteket számos jól alátámasztott tanulmányban foglalták össze.⁴⁴ Nyilvánvalóan az ajánlattevő terjeszkedésének célpontjaként olyan társaságot fog leginkább preferálni, amelynek eszköz- és szervezeti struktúrája illeszkedik a sajátjához. Olyan iparágakban tevékenykedő cégek keltik fel elsősorban a figyelmét, amely területeken már jelen van. Szintén nagyobb működési szinergiák használhatók ki, ha a társaságoknak hasonló a piacuk, illetve ha egymást fedí termékpalalettájuk, és ehhez kapcsolódóan hasonló technológiai háttérrel rendelkeznek. A társaságok továbbá iparágon belül szélesebb körű ismeretekkel rendelkeznek egymás eszközeit, termékeit és perspektíváit illetően, mint iparágon kívül.⁴⁵

2.4. A hatékonyságnövelés elmélete

A hatékonyság szempontjából megközelítve a vállalatfelvásárlások képesek lehetnek a vállalat erőforrásait az azt hatékonyabban felhasználó piaci szereplőhöz allokálni. A hatékonyság növelése megvalósulhat például úgy, hogy a felvásárolt vállalat-konglomerátum elsődleges üzleti tevékenységéhez nem kapcsolódó eszközöket (üzletágakat) specializáltabb

⁴¹ Lásd THOMPSON, Samuel C. Jr., Change of Control Board: Federal Preemption of the Law Governing a Targets Directors, *Mississippi Law Journal* (2000/1) 62.

⁴² Lásd MAGNUSON, William, Takeover Regulation in the United States and Europe: an Institutional Approach, *Pace International Law Review* (2009/tél) 216.

⁴³ Lásd ROBERTA, Romano, A Guide to Takeovers: Theory, Evidence and Regulation, *Yale Journal on Regulation* (1992/1) 125-129.

⁴⁴Lásd COFFEE, John C., Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance, *Columbia Law Review* (1984/június) 1166. old; GILSON, Ronald J., A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers, *Stanford Law Review* (1981/5) 819. old.; GILSON, Ronald J., The Case Against Shark Repellent Amendments: Structural Limitations on the Enabling Concept, *Stanford Law Review* (1982/április) 775. old.; GILSON, Ronald J., Seeking Competitive Bids Versus Pure Passivity in Tender Offer Defense, *Stanford Law Review* (1982/november) 51-67.

⁴⁵ Lásd COFFEE, John C., Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance, *Columbia Law Review* (1984/június) 1213.

befektető számára értékesítik, és az így nyert összeget felhasználják az alapvető üzleti tevékenység erősítésére, hatékonyságnövelésre.⁴⁶ A specializált befektető szintén hatékonyabban képes a számára értékesített üzletágot menedzselni.

A leginkább hatékonyságnövelésre törekvő ajánlattevő kiválasztása szempontjából előnyös hatása van, ha lehetőség kínálkozik versengő ajánlatok megtételére. Az ajánlatok megfelelő versenyének biztosítása hozzájárul ahhoz, hogy a vállalatfelvásárlás ne gyakorolhasson hátrányos hatást akár az ajánlattevő, akár a céltársaság részvényeseire. A versengő ajánlatok lehetőségével emelkedik a vállalatfelvásárlás során a céltársaság részvényeseinek kifizetett prémium mértéke. Ezzel párhuzamosan nagyobb eséllyel a leghatékonyabb ajánlattevő jár sikerrel, aki elméletileg a legmagasabb árat hajlandó megfizetni a társaságért. A versengő ár így hozzájárulhat, hogy a gazdaságban az eszközöket az azokat leghatékonyabban felhasználók birtokolják.⁴⁷ Így a nem kellően hatékony (például pusztán „*birodalomépítésre*” törekvő) ajánlattevő kieshet a társaságért folytatott versenyből. Eképpen az ajánlatok versengő jellege csökkentheti a szabályozást igénylő problémák körét, amikor segít minimalizálni a pusztán vagyon-újraelosztást megvalósító felvásárlásokat, melyeket a már megfogalmazott érvek alapján nem tekinthetünk egyértelműen előnyösnek.⁴⁸ Ezért indokolt az ajánlatok megfelelő versenyét biztosító szabályozás kialakítása. Ehhez szükséges a jog eszközeivel a vállalatfelvásárlás elleni védekező taktikák bizonyos szintű (ésszerű) korlátozása, és a menedzsment számára egy előnyösebb, versengő ajánlat keresésének garantálása.⁴⁹

Hatékonyságnövekedéshez vezethet általánosságban a céltársaság hozzáértőbb, szakszerűbb vezetése is. A nézet képviselői ezért a vállalatfelvásárlásokat úgy modellezik le, hogy egy kevésbé hatékonyan működő céget egy hatékonyabb vállalat vásárolja fel.⁵⁰ Ebből a nézőpontból nehéz magyarázatot találni a vállalatok feletti irányítás nem hatékony irányba történő átruházására, mely jelen van a világ tőkepiacain. Ebben az esetben egy nem kellően hatékonyan működő ajánlattevő vásárol fel egy hatékonyabban működő céltársaságot racionális okból, részvényesei érdekében, így ugyanis növelheti a megtérülési rátát.⁵¹

2.5. A tökéletlen tőkepiacokból kiinduló „kizsákmányolás-elmélet”

Az úgynevezett „*kizsákmányolás-elmélet*” szerint az ajánlattevő egyrészt gyakorlatilag „becsapja” a céltársaság részvényeseit, mert kihasználja a céltársaság részvényárában bekövetkező átmeneti eséseket. Az elmélet a világ nagy tőkepiacain jelen lévő felvásárlási hullámokat úgy értékeli, hogy a társaságok papírjai meghatározott időszakban szisztematikusan aluláróztak, amely esetben így tőzsdei kapitalizációjuk jelentősen a

⁴⁶ Az Egyesült Államok vállalatfelvásárlási esetei között így értékelhetjük 1985-ben a Revlon Ronald Perelman által történt ellenséges felvásárlását. Ezt megelőzően ugyanis a Revlon számos olyan területen hajtott végre terjeszkedést, mely kívül esett az alapvető üzleti tevékenységének számító kozmetikai iparon. Ezeket értékesítve az ajánlattevő rövid időn belül 2 milliárd dolláros bevételt könyvelhetett el, melyet az alapvető kozmetikai iparág fejlesztésére tudott fordítani. Lásd BERGSTRÖM, Clas, HÖGFELDT, Peter, MACEY, Jonathan R., SAMUELSSON, Per, *The Regulation of Corporate Acquisitions: A Law and Economics Analysis of European Proposals for Reform*, *Columbia Business Law Review* (1995/2) 500.

⁴⁷ Lásd BEBCHUK, Lucian Arye, *The Case for Facilitating Competing Tender Offers: A Reply and Extension*, *Stanford Law Review* (1983/1) 62.

⁴⁸ Lásd COFFEE, John C., *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, *Columbia Law Review* (1984/június) 1174-1175.

⁴⁹ Lásd COFFEE, John C., *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, *Columbia Law Review* (1984/június) 1251.

⁵⁰ Lásd BERGSTRÖM, Clas, HÖGFELDT, Peter, MACEY, Jonathan R., SAMUELSSON, Per, *The Regulation of Corporate Acquisitions: A Law and Economics Analysis of European Proposals for Reform*, *Columbia Business Law Review* (1995/2) 500.

⁵¹ Lásd COFFEE, John C., *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, *Columbia Law Review* (1984/június) 1225-1226.

„valós” (például mérleg szerinti) értékük alá pozicionált. Ezt pedig az ajánlattevő kihasználhatja egyes társaságok megvásárlására ahelyett, hogy saját maga is hasonló gyárat, termelési egységeket építene fel. Az elmélet azt sugallja, hogy a társaság részvényeinek két értéke van: egyrészt a társaság irányításával kapcsolatosan megtestesített, másrészt pedig a jövőbeli befektetői profitot tükröző. A tőkepiacok tökéletlensége okán pedig kihasználható haszonszerzésre a kettő közötti különbség. Így a vállalatfelvásárlás csak e két eltérő hipotetikus ár közötti különbözetet aknázza ki, és nem eredményez hatékonyságnövekedést vagy más társadalmi hasznot.⁵²

Szintén előfordulhat, hogy az ajánlattevő úgy strukturálja ajánlatát, hogy ezzel mintegy csapdába ejti a társaság részvényeseit. Ez akkor lehetséges, ha egy állam jogi szabályozása engedélyezi a részleges ajánlattételt, tehát hiányzik a jogrendszeréből a meghatározott befolyásszerzéshez kapcsolódó, valamennyi részvényre kiterjedő kötelező vételi ajánlat és a méltányos ajánlati ár meghatározása. Ekkor ugyanis a részvényesek egy részleges ajánlatot visszautasítva a jövőben még alacsonyabb árral szembesülhetnek. Ezt úgy érheti el az ajánlattevő, hogy a céltársaság részvényeinek például 51%-ára viszonylag magas árajánlatot tesz. Majd ezt követően a fennmaradó részvényeseknek az ajánlati árat megelőző piaci árnál is alacsonyabb ellenértéket fizet. Így a felvásárlás során fizetett átlagár a céltársaság részvényeseinek mindent összevetve veszteséget jelent. Szerencsére azonban az ilyen két lépésben megvalósuló ajánlatok meglehetősen ritkák még az Egyesült Államokban is,⁵³ az Európai Unióban pedig az elfogadott vállalatfelvásárlási irányelv nem enged teret ilyen megoldásoknak.⁵⁴ A 2004/25/EK irányelv alapján ugyanis a tagállamoknak garantálnia kell, hogy az ajánlattétel során „méltányos ár”⁵⁵ érvényesüljön. Az irányelv szerint a méltányosnak tekinthető ajánlati ár minimuma a tagállamok által megszabott időtartamon belül az ajánlattevő vagy a vele összhangban eljáró személyek által ugyanazon értékpapírokért kifizetett legmagasabb ár. A kérdéses időtartam nem lehet kevesebb 6, de nem lehet több 12 hónapnál.⁵⁶ E szabályozás lényege, hogy a részvény valós értékének megállapítását a közelmúlt árfolyamváltozásai tükrében tegye lehetővé. Ha az ajánlat megtétele után, de az elfogadásra nyitva álló határidő lejárt előtt magasabb áron vásárol részvényt az ajánlattevő vagy a vele összhangban eljáró személy, akkor az ajánlati árat minimum erre az összegre ki kell egészíteni.⁵⁷ Az irányelv az ellenérték szolgáltatásával kapcsolatos alapelvben kifejti, hogy az ajánlattevő csak akkor jelentheti be ajánlatát, ha a készpénz ellenértéket – ha ilyen ellenértéket ajánlottak fel – teljes mértékben szolgáltatni tudja, és miután minden ésszerű intézkedést megtett a bármely más típusú ellenérték nyújtásának biztosítása érdekében.⁵⁸

⁵² Lásd COFFEE, John C., *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, *Columbia Law Review* (1984/június) 1169-1172.

⁵³ Gyakran emlegetett példa az Egyesült Államokban történt akvizíciók közül a két lépcsős ajánlatra az U.S. Steel sikeres vételi ajánlata a Marathon Oil 51%-ra 1981-ben. Az ajánlati ár 125 dollárt tett ki részvényenként. Ezt követően a U.S. Steel megszerezte a Marathon Oil fennmaradó 49%-át egy leányvállalatán keresztül egy egyesülés során részvényenként 86 dolláros áron. Így az átlagos fizetett ár részvényenként 105,5 dollár volt. Lásd MIRVIS, Theodore N., *Two-Tier Pricing: Some Appraisal and "Entire Fairness" Valuation Issues*, *The Business Lawyer* (1983/február) 485. old.; NOTE, *Front-End Loaded Tender Offers: The Application of Federal and State Law to an Innovative Corporate Acquisition Technique*, *University of Pennsylvania Law Review* (1982/2) 391.

⁵⁴ Lásd COFFEE, John C., *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, *Columbia Law Review* (1984/június) 1169-1170.

⁵⁵ 2004/25/EK irányelv 5. cikk (1)

⁵⁶ Lásd MAUL, Silja, MUFFAT-JEANDET, Daniele, *Die EU-Übernehmerichtlinie, Die Aktiengesellschaft* (2004/5) 229. old.; EDWARDS, Vanessa, *The Directive on Takeover Bids*, *European Company and Financial Law Review* (2004/4) 433. old.; MENJUCQ, Michel, *The European Regime on Takeovers*, *European Company and Financial Law Review* (2006/2) 227. old.; ENRIQUES, Luca, *The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive*, *European Company and Financial Law Review* (2004/4) 443-444.

⁵⁷ 2004/25/EK irányelv 5. cikk (4)

⁵⁸ 2004/25/EK irányelv 3. cikk (1) c)

Az irányelv alapján a felügyeletnek indoklási és nyilvánosságra hozatali kötelezettség mellett, meghatározott okok fennállása esetén, a tagállamok felhatalmazást adhatnak a vételi ajánlatban szereplő ár megváltoztatására,⁵⁹ amennyiben ez összhangban van az irányelv 3. cikk (1) bekezdésében felsorolt általános elvekkel. Ezen okokról listát lehet készíteni.⁶⁰ A kisebbségi részvényesek papírjaiért fizetendő ár felügyelet általi befolyásolásának okairól az irányelv csak exemplifikatív felsorolást ad. Így ilyen indok lehet, ha a legmagasabb árat az eladó vagy a vevő közötti megállapodás szabta meg, ha a piaci árral manipuláltak, vagy ha bizonyos piaci árakat egyedileg kivételes események befolyásolták.⁶¹ E rendelkezés beiktatásával a közösségi jogalkotó a valós piaci értéknek nem megfelelő, akár manipuláció eredményeként létrejött ár módosítására ad felhatalmazást a tagállamoknak abból a célból, hogy az ellenérték megfeleljen a papírok tényleges értékének. Ezzel elősegíti az irányelv azon általános elvének érvényesülését, mely szerint a céltársaság, az ajánlattevő társaság, vagy bármely, az ajánlattal érintett társaság értékpapírjai tekintetében tilos hamis piacot létrehozni oly módon, hogy az értékpapírok árának emelkedése vagy csökkenése mesterségesse váljon és a piac szokásos működése torzuljon.⁶² Szintén lehetséges a módosítás, amennyiben a piaci árakat általánosságban, vagy bizonyos piaci árakat egyedileg kivételes események befolyásolták, vagy az ajánlati ár módosítására egy nehézségekkel küzdő vállalkozás megmentése érdekében kerül sor.

Garanciális szempontból aggályos lehet, hogy az árakat nem csak felfelé, hanem lefelé is lehet módosítani az irányelv 5. cikk (4) bekezdés értelmében. Így a „*legmagasabb fizetett ár*” szabályától való eltérés kifogásolható lehet abból a szempontból, hogy az lehetőséget adhat a jogi tanácsadóknak és befektetési bankároknak olyan tranzakciók megtervezésére, melyben minimalizálhatják a vállalat feletti irányítás megszerzésének költségét.⁶³

Az irányelv rendelkezéseinél összetettebben szabályozza a hazai tőkepiaci törvény a minimális ajánlati árat, amikor biztosítani törekszik a céltársaság részvényeiért fizetendő igazságos ellenértéket. A 72. § (1) bekezdésben külön olvashatunk a szabályozott piacra bevezetett, illetve be nem vezetett részvények áráról, ami az irányelv ármeghatározásánál nem került elkülönítésre. A tőkepiaci törvény szabályozása a szabályozott piacra bevezetett,⁶⁴ illetve be

⁵⁹ Lásd EDWARDS, Vanessa, The Directive on Takeover Bids, European Company and Financial Law Review (2004/4) 433. old.; MENJUCQ, Michel, The European Regime on Takeovers, European Company and Financial Law Review (2006/2) 227.

⁶⁰ Lásd ENRIQUES, Luca, The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive, European Company and Financial Law Review (2004/4) 444.

⁶¹ 2004/25/EK irányelv 5. cikk (4)

⁶² 2004/25/EK irányelv 3. cikk (1) d)

⁶³ Lásd ENRIQUES, Luca, The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive: Harmonization Without Foundation?, European Company and Financial Law Review (2004/4) 446.

⁶⁴ Szabályozott piacra bevezetett értékpapír esetén az ellenérték az alábbiak közül a magasabb összeg a 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról 72. § (1) a) alapján:

- a vételi ajánlat Felügyelet részére történő benyújtását megelőző százyolcvan nap forgalommal súlyozott tőzsdei átlagára,
- az ajánlattevő, valamint a kapcsolt személyek által a vételi ajánlat benyújtását megelőző százyolcvan napon belül a céltársaság részvényeire ellenérték fejében kötött átruházási szerződés legmagasabb ára,
- amennyiben rendelkezésre áll, a vételi ajánlat Felügyelet részére történő benyújtását megelőző háromszázhatvan nap forgalommal súlyozott tőzsdei átlagára,
- az ajánlattevő, valamint a kapcsolt személyek által a vételi ajánlat benyújtását megelőző százyolcvan napon belül érvényesített vételi, visszavásárlási jog esetén a szerződésben meghatározott lehívási ár és díj együttes összege,
- az ajánlattevő, valamint a kapcsolt személyek által a vételi ajánlat benyújtását megelőző százyolcvan napon belül megkötött megállapodásban foglalt vételi, visszavásárlási jog esetén a szerződésben meghatározott lehívási ár és díj együttes összege,
- az ajánlattevő, valamint a kapcsolt személyek által a vételi ajánlat benyújtását megelőző százyolcvan napon belül megkötött megállapodás alapján a szavazati jog összehangolt gyakorlásáért kapott ellenérték, és
- az egy részvényre jutó saját tőke értéke.

nem vezetett részvények⁶⁵ tekintetében egyaránt nemcsak egyenértékű az uniós jog „legmagasabb fizetett ár” elvével, hanem azt tovább is pontosítja. A hazai szabályozás ennek során több releváns árat is tekintetbe vesz, melyek közül a legmagasabb lesz az irányelv által megkövetelt méltányos ár. Így releváns az ajánlat Felügyelethez történő benyújtását megelőző 180 nap forgalommal súlyozott (tőzsdei) átlagára,⁶⁶ illetve ebben az időszakban az ajánlattevő és a vele összhangban eljáró személyek által kifizetett legmagasabb ellenérték. A szabályozás szintén figyelembe veszi az ajánlattevő, valamint a kapcsolt személyek által az ajánlat benyújtását megelőző 180 napon belül megkötött vagy érvényesített vételi, visszavásárlási jog esetén a szerződésben meghatározott lehívási ár és díj együttes összegét. Amennyiben rendelkezésre áll, figyelemmel kell lenni a részvénynek az ajánlat benyújtását megelőző 360 nap forgalommal súlyozott (tőzsdei) átlagára.⁶⁷ A méltányos árra vonatkozó végső garanciája a tőkepiaci törvénynek, hogy tekintetbe veszi az egy részvényre jutó saját tőke értékét.

A részvényekért felajánlott ellenérték az irányelvben meghatározottak szerint lehet készpénz vagy értékpapír, vagy a kettő kombinációja.⁶⁸ Ha az ellenérték nem a szabályozott piacra bevezetett likvid értékpapírokból áll, akkor készpénzt is kell tartalmaznia az ajánlatnak.⁶⁹ Az azonban nem került szabályozásra, hogy milyen mértékben, hány százalékban. Készpénzt is fel kell ajánlani továbbá a részvényekért, ha a tagállam által megadott és a vételi ajánlat elfogadására nyitva álló időpont között az ajánlattevő készpénzért a céltársaság legalább 5%-os szavazati jogának megfelelő részvényt szerzett.⁷⁰ Az irányelv 5. cikk (5) bekezdésének utolsó mondata lehetőséget biztosít a tagállamok számára, hogy előírják, hogy alternatívaként készpénzes ellenértéket is fel kelljen ajánlani. A tőkepiaci törvény ez alapján lehetővé teszi az ajánlatot elfogadónak, hogy ha az ellenérték nem, vagy nem kizárólagosan készpénz, akkor az ajánlat elfogadásával egyidejűleg kérhesse az ellenérték készpénzben történő kifizetését.⁷¹

⁶⁵ Szabályozott piacra be nem vezetett részvények esetén az ellenérték az alábbiak közül a legmagasabb összeg a 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról 72. § (1) b) alapján:

- a vételi ajánlat Felügyelet részére történő benyújtását megelőző száznyolcvan nap forgalommal súlyozott átlagára,
- az ajánlattevő, valamint a kapcsolt személyek által a vételi ajánlat benyújtását megelőző száznyolcvan napon belül a céltársaság részvényeire ellenérték fejében kötött átruházási szerződés legmagasabb ára,
- az ajánlattevő, valamint a kapcsolt személyek által a vételi ajánlat benyújtását megelőző száznyolcvan napon belül érvényesített vételi, visszavásárlási jog esetén a szerződésben meghatározott lehívási ár és díj együttes összege,
- az ajánlattevő, valamint a kapcsolt személyek által a vételi ajánlat benyújtását megelőző száznyolcvan napon belül megkötött megállapodásban foglalt vételi, visszavásárlási jog esetén a szerződésben meghatározott lehívási ár és díj együttes összege,
- az ajánlattevő, valamint a kapcsolt személyek által a vételi ajánlat benyújtását megelőző száznyolcvan napon belül megkötött megállapodás alapján a szavazati jog összehangolt gyakorlásáért kapott ellenérték, és
- az egy részvényre jutó saját tőke értéke.

⁶⁶ Ezt a tőkepiaci törvény 72. § (2) értelmében nem kell tekintetbe venni, ha a kérdéses időszakban kevesebb, mint 36 ügyletre került sor.

⁶⁷ A 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról 72. § (3) bekezdése értelmében, ha a céltársaság részvényeit több szabályozott piacra is bevezették, akkor az egyes szabályozott piacokon külön-külön számított átlagárak közül a legmagasabbat kell figyelembe venni azzal, hogy a forintértékre történő átszámítás során az ügyletkötés napján érvényes, a Magyar Nemzeti Bank által alkalmazott hivatalos devizaárfolyamot kell figyelembe venni.

⁶⁸ 2004/25/EK irányelv 5. cikk (5)

⁶⁹ Lásd MENJUCQ, Michel, The European Regime on Takeovers, European Company and Financial Law Review (2006/2) 227. old.; ENRIQUES, Luca, The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive, European Company and Financial Law Review (2004/4) 444.

⁷⁰ Lásd EDWARDS, Vanessa, The Directive on Takeover Bids, European Company and Financial Law Review (2004/4) 433.

⁷¹ 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról 74. § (7)

A fenti szabályozás tükrében megállapítható, hogy az uniós, illetve hazai szabályozás megoldásai komoly garanciákat tartalmaznak a céltársaság részvényesei szempontjából. Ez pedig képes lehet megakadályozni, hogy a részvények árfolyamában bekövetkező átmeneti eseményeket kihasználják az ajánlattevők.

2.6. A magatartástudományi megközelítésből kiinduló elméletek

A fentiekben túlmenően szükségesnek tartjuk a vállalatfelvásárlások indokait vizsgáló további elméletek bemutatását is. Ezek azonban a vállalatfelvásárlásokat nem gazdasági hasznosságuk oldaláról közelítik meg (ugyanis ezen álláspontok szerint nem kifejezetten hordoznak gazdasági hasznot), hanem a menedzsment tevékenységét vizsgáló magatartástudományi szempontból. A magatartástudományi (*behaviorista*) megközelítésen alapuló úgynevezett „*birodalomépítő-elmélet*” különösen szkeptikus álláspontot fogalmaz meg a vállalatfelvásárlások előnyös hatásait illetően. Az elmélet úgy érvel, hogy a vállalatok vezetése helytelenül a társaság méretét törekszik maximalizálni, és nem az elérhető hozamot.⁷² A menedzserek azért követik ezt a célt (még ha ez a részvényesi érdekekkel szembe is megy), mert a nagyobb méretű vállalat még jelentősebb javadalmazást jelent számukra. Mivel az akvizíció jelentős előrelépési, előléptetési lehetőséget biztosíthat a vezető és középszintű menedzsment számára, ezért fontos szempont lehet, hogy a céltársaság egyes részlegei integrálhatóak legyenek az ajánlattevő már meglévő szervezeti felépítésébe.

Azon felül, a vállalatok nagyobb mérete nagyobb biztonságot jelent az ellenséges felvásárlásokkal szemben is, illetve nagyobb presztízst biztosít a vállalati vezetőknek. A vállalatfelvásárlás segítségével komoly piaci erő megszerzése is lehetséges. Ezen elmélet alapján az ajánlattevő által fizetett prémium kevésbé áll kapcsolatban a céltársaság eszközeivel elérhető látens hozammal, és sokkal inkább az ajánlattevő saját menedzsmenti képességeit érintő túlzottan optimista hozzáállásával. Így az álláspont szerint nem nagyobb hatékonyság valósul meg, hanem egyszerűen vagyoneletelődés történik az ajánlattevő oldaláról a céltársaság részvényesei felé.⁷³ Az elmélet a felvásárlás során kifizetett *kontroll-prémiumot* azzal magyarázza, hogy az ajánlattevő egyszerűen túlfizet. E nézőpont továbbá azt sugallja, hogy a vállalatfelvásárlások legnagyobb érdekkonfliktusa az ajánlattevő társaságon belül található, annak részvényesei és menedzserei között. Mivel ugyanakkor az elmélet csupán az ajánlattevő oldaláról közelíti meg a vállalatfelvásárlásokkal kapcsolatos problémakört, nem jelenthet teljes körű magyarázatot.⁷⁴

Éppen ezért az optimális vállalatfelvásárlási szabályozás kialakítása során felmerül a pusztán öncélú, a menedzsment érdekét szolgáló és hatékonysági érvekkel alá nem támasztható vállalatbirodalmak létrejöttének megakadályozása. Ezek létrehozatala érdekében a vállalatfelvásárlás során akár rendkívül magas prémium is kifizetésre kerülhet a céltársaság részvényeseinek.⁷⁵ E tranzakciók esetében ezzel párhuzamosan felmerülhet az ajánlattevő társaság részvényeseinek érdeksérelme. Éppen ezért helyes irányba mutat az a

⁷² Lásd NOTE, *The Conflict Between Managers and Shareholders in Diversifying Acquisitions: A Portfolio Theory Approach*, Yale Law Journal (1979/május) 1238, 1246-47.

⁷³ Lásd COFFEE, John C., *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, Columbia Law Review (1984/június) 1168-1169.

⁷⁴ Lásd COFFEE, John C., *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, Columbia Law Review (1984/június) 1168-1169.

⁷⁵ Ezzel kapcsolatban érdemes rámutatni, hogy John W. Byrd és Kent A. Hickman empirikus kutatása alapján azon vállalatok esetében, melyek igazgatótanácsaiban a független tagok többségben vannak, alacsonyabb kontroll-prémiumot ajánlanak fel. Lásd BLACK, Bernard, BHAGAT, Sanjai, *The Uncertain Relationship Between Board Composition and Firm Performance*, The Business Lawyer (1996/május) 928. old.; BYRD, John W., és HICKMAN, Kent A., *Do Outside Directors Monitor Managers? : Evidence From Tender Offer Bids*, Journal of Financial Economy (1992/2) 195, 207.

kezdeményezés, mely szerint lehetőséget kellene biztosítani az ajánlattevő részvényeseinek, hogy véleményt nyilváníthassanak az ajánlat vonatkozásában. Az esetleges túlzott árajánlatok megakadályozásában fontos lépést jelentene, ha beleegyezési jogot biztosítanánk az ajánlattevő társaság részvényeseinek az ajánlattal kapcsolatban. Így megvethetőzhatnának egy vállalatfelvásárlási ajánlatot. Ekkor az ajánlat bejelentését követően történhetne meg a részvényesi szavazás. A részvényeseknek ebben a modellben lehetőségük lenne a piaci reakciók megítélésére, ugyanis a piac ekkor már be tudná árazni az ajánlatot. Az intézményi befektetők pedig nyilvánvalóan arra törekednének, hogy megszervezzék a részvényesek ellenállását, hogy egy piac által nem kellően ígéretesnek ítélt vállalatfelvásárlást megakadályozzanak.⁷⁶ E lehetséges szabályozási modell alkalmazása ugyanakkor nehézségekbe ütközhet. Egy ajánlat ugyanis dinamikus, változhat (azaz növekedhet) ha versengő ajánlattevők lépnek fel. Így ha minden alkalommal részvényesi jóváhagyást kell kérnie az ajánlattevő társaság menedzsmentjének, az rendkívül nehézkesé tenné e folyamatot. Különösen igaz ez abban a vonatkozásban, hogy a késelem lehetőséget biztosíthat a céltársaság menedzsmentje számára a védekezés még hatékonyabb megszervezésére. Ezért például olyan megoldás képzelhető el, hogy a részvényesi hozzájárulás egy meghatározott keretek között történő ajánlattételre vonatkozik, vagy egyszerűen egy felső határt szabnak az ajánlati áraknak. E javaslat esetében ugyanakkor a közzétételre kerülő paraméterek nyilvánvalóan addig fogják fokozni a céltársaság ellenállását (ráadásul annak részvényeseit is e mellé állítva), amíg nem maximalizálják az elérhető hozamot. Így az ajánlattevőt arra ösztönzik, hogy az árplafont minél alacsonyabban állapítsa meg, hiszen egy magasabb ár tovább fokozhatná a céltársaság ellenállását. Ez a magatartás ugyanakkor potenciális előnyt jelenthet a versengő ajánlattevőknek.⁷⁷

Optimális szabályozási javaslat, hogy az ajánlattételről történő közgyűlési szavazás csupán akkor történjen meg, ha az ajánlattevő részvényeseinek bizonyos százaléka ellenvetést nyújt be az ajánlattal kapcsolatban, meghatározott időtartamon (pl. 10 napon) belül. Ellenvetéssel kapcsolatos kezdeményezést csak azok nyújthatnának be, akik már az ajánlattételt megelőzően is rendelkeztek az ajánlattevő társaság papírjaival. Ez annak megakadályozására szolgál, hogy a céltársaság ne próbálhassa meg részvénytulajdonosokkal elkerülni az ajánlatot, vagy e módon időt nyerni.

Richard Roll professzor megfigyelései is megerősítették, hogy a vállalatfelvásárlások során az ajánlattevők tendenciózusan hajlamosak túlzott árat fizetni a részvényekért.⁷⁸ Ezt az úgynevezett *hübrisz* (arrogancia, gög) elméletben fejtette ki. Bemutatta, hogyan vezethet a személyes egoizmus és a vállalati gög túlfizetéshez.⁷⁹ Természetesen álláspontunk szerint ez sem jelenthet alkalmas magyarázatot minden vállalatfelvásárlás esetében.

⁷⁶ Lásd COFFEE, John C., *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, *Columbia Law Review* (1984/5) 1269-1270.

⁷⁷ Lásd COFFEE, John C., *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, *Columbia Law Review* (1984/5) 1270-1271.

⁷⁸ Ilyen túlfizetésre lehet példa az Egyesült Államokból a Paramount Viacom általi felvásárlása. A piaci reakciókból ítélve arra a következtetésre lehet jutni, hogy a Viacom 1,5 milliárd dollárral túlfizetett, amikor 9,2 milliárd dollárért megvásárolta a Paramount-ot 1994 februárjában. Ez az eset alkalmas *Roll* professzor érvelésének alátámasztására. Lásd HIETALA, Pekka, KAPLAN, Steven N., és ROBINSON, David T., *What is the Price of Hubris? Using Takeover Battles to Infer Overpayments and Synergies*, 1., 31-32. old. Elérhető (2010. augusztus 12.): http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=242098.

⁷⁹ Lásd ROLL, Richard, *Empirical Evidence in Takeover Activity and Shareholder Wealth*, in *Knights, Raiders and Targets* (Szerk.: COFFEE, John C. Jr., LOWENSTEIN, Louis, ROSE-ACKERMAN, Susan, Oxford University Press, New York, 1988.) 249-250. old.; PRENTICE, Robert A., LANGMORE, John H., *Hostile Tender Offers and the Nancy Reagan Defense: May Target Boards Just Say No--Should They be Allowed To*, *Deleware Journal of Corporate Law* (1990/2) 457.

3. Konklúziók

Az imént felsorolt elméletek közötti fő különbséget abban ragadhatjuk meg, hogy egyesek szerint a vállalatfelvásárlás értéket teremt, más elméletek szerint viszont csak a már meglévő értéket allokálja újra. A fegyelmezési és a szinergia elmélet szerint a vállalatfelvásárlás értéket teremt, mely magasabb részvényárfolyamban nyilvánul meg, és e hozamon fognak osztozni a céltársaság és az ajánlattevő részvényesei. A másik két releváns elmélet viszont úgy tekint a vállalatfelvásárlásokra, hogy azok csupán a már meglévő értéket allokálják újra különböző csoportok között. Az elméleteket azonban egymással szoros összefüggésben érdemes szemlélni. Mindegyik érvényes lehet meghatározott esetekben, magyarázatot adhat egyes jelenségekre. Így azt a következtetést vonhatjuk le, hogy a vállalatfelvásárlás egyszer értéket teremthet, más alkalommal viszont lehetséges, hogy csak újra elosztja azt. A jogalkotó nézőpontjából célszerűnek tűnik támogatni az értékteremtést, emellett nagyobb részben ellenezni az érték-újraelosztást.⁸⁰

⁸⁰ Lásd COFFEE, John C., *Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance*, *Columbia Law Review* (1984/5) 1173-1174.