

# JOGI FÓRUM PUBLIKÁCIÓ

# **En garde?- a vállalatfelvásárlások és az azok elleni védekezési módszerek**

Szakdolgozat

Szerző:

**Szita Natasa**

Publikáció lezárásának helye, ideje:

Budapest, 2017. március 10.

## I. Bevezetés

A piacgazdaság viszonyai között teljesen szokványos, hogy egy magánszemély vagy jogi személy valamelyik cég részvényeiből<sup>1</sup> vásárol. Tőzsdén jegyzett részvénytársaságok részvényeit ma már különösebb jogi szabályozás nélkül, akár néhány kattintással az interneten meg lehet vásárolni.

A részényvásárlások háttérében húzóó gazdasági motiváció az esetek többségében közvetlen és könnyen érthető; a részényes a befektetése után hozamot, osztalékot remél, illetve arra számít, hogy a részényeket majd magasabb árfolyamon tudja értékesíteni, de a részvénytársaság mindennapi irányításába nem kíván beleszólni.

Ettől eltérően, a részényvásárlások egy részében a mögöttük álló gazdasági érdek összetettebb és nehezebben feltárható: a vásárló jogalany (legtöbb esetben egy másik vállalkozás) elsődlegesen befolyást<sup>2</sup> - lehetőleg meghatározó befolyást - akar szerezni a részvénytársaság döntéshozatalára, és pénzügyi nyereséget már a saját részvételével meghozott döntések alapján remél.

A fent említett meghatározó befolyást eredményező részénycsomag vásárlásra - szemben a kisérsvényes szerzésével - már részletes jogi szabályozás vonatkozik. Ennek több oka is van. Egyrészt a valódi piacgazdaság alapvető feltétele, hogy a verseny fennmaradjon a piacon, az ehhez fűzőó közösségi, társadalmi érdek kerül veszélybe, ha egy vállalkozás döntő befolyást szerez egy másikban. Másrészt a cég ügyeiben valódi befolyással nem rendelkező kisérsvényesek érdekei sérülhetnek<sup>3</sup> az új „nagy részényes” megjelenésével; a kisérsvényeseket védő jogi szabályozás feltétlenül szükséges ahhoz, hogy az egyszerű polgárok részényeket vásároljanak és a vállalkozások finanszírozásának ezen módja fennmaradjon.

A verseny fennmaradását és a kisérsvényesek érdekeit azonban természetesen nemcsak egy meghatározó befolyású részényes veszélyeztetheti, hanem ugyanez lehet a következménye annak is, ha két vagy több a korábbiakban független vállalkozás egyesül, egy céggé válik.

---

<sup>1</sup> Harsányi Gyöngyi: Magyar értékpapírjog és jogszabálygyűjtemény. Miskolc, Novotni, 2000. 33. A részény tulajdonosát vagyoni és tagsági jogok illetik meg.

<sup>2</sup> Kisfaludi András: Társasági jog. Budapest, Complex Kiadó, 2007. 686.

<sup>3</sup> Richard Wish: Versenyjog. Budapest, HVG-Orac Kiadó, 2010. 803.

Dolgozatomban a gazdasági folyamatoknak a jogi szabályozását kívánom bemutatni, arra is figyelemmel, hogy a már említett - közösségi, nagy-és kisorvényesi - érdekek mellett a vállalatok menedzserei is önálló érdekű csoportot képezhetnek.

Azonban már most érdemes megjegyezni, hogy a tudományos és műszaki fejlődés következményeként az új termékek előállításának (pl: élelmiszerek, gyógyszerek) és a világpiacon való jelenlét kereskedelmi és marketing költségek megköveteli, a nagy és tőkeerős, globális szinten is meghatározó vállalatok, vállalatcsoportok létrejöttét, és fennmaradását.

Tehát a jogi szabályozásnak és az azon alapuló jogalkalmazásnak úgy kell elérnie a verseny fennmaradását és a kisorvényesek védelmét, hogy közben ne akadályozza a technikai fejlődést, az adott cégek versenyképességének javulását.

## **1. A vállalatfelvásárlás fogalma, fajtái**

A vállalatfelvásárlás (*takeover*) egy részvényfelvásárlási ügylet, amely során az ajánlattevő vállalat megszerzi a céltársaság feletti kontrolljogot a tőzsdére bevezetett részvények felvásárlása útján.<sup>4</sup> Az ilyen ügyleteknek két fajtáját különböztethetjük meg: barátinak tekinthető (non-hostile), ha az ajánlat megtevésekor az ajánlattevő rendelkezik a céltársaság menedzsmentjének támogatásával, ha nem, akkor az ajánlat ellenséges (hostile). Fontos megemlíteni, hogy sokszor a részvényesek és a menedzsment érdekei eltérőek lehetnek, ami az egyiknek előnyös, az a másiknak hátrányos.<sup>5</sup> A felvásárlás tehát akkor tekinthető ellenségesnek, ha a céltársaság menedzsmentje ellenzi a támadást, azonban ez nem feltétlenül jelenti azt, hogy a részvényesek és egyéb érdekelték számára is negatív lenne az esetlegesen létrejövő felvásárlás. Gyakran előfordul, hogy az igazgatótanács azért nem támogatja a felvásárlást, mert a felvásárlás sikeressége esetén nagy valószínűséggel leváltják az igazgatótanácsot.<sup>6</sup> Mindeközben a részvényesek érdeke pedig az lenne, hogy a részvényeik értéke minél nagyobb legyen és, ha az akvizítor (az ajánlatot tevő) egy számukra előnyös ajánlatot tesz, akkor ők támogatni fogják a felvásárlást. A vállalatfelvásárlás elleni védekezési módok (ahogy azt a későbbiekben látni fogjuk) nem csak akkor alkalmazandóak, ha ki akarják védeni a felvásárlást. Akkor

---

<sup>4</sup> Miskolczi Bodnár Péter: Európai társasági jog. Budapest, Kjk-Kerszöv, 2004. 118.

<sup>5</sup> Halász Vendel-Kecskés András: Döntsenek a befektetők?. Európai Jog, 2010/5. 13-14.

<sup>6</sup> John Armour-HENRY Hansmann-REINIER Kraakman: AGENCY PROBLEMS, LEGAL STRATEGIES AND ENFORCEMENT. The Harvard John M. Olin Discussion Paper Series, 7/2009. 2.

is hatékonyak lehetnek, ha csak a vállalkozás értékét akarják növelni a céltársaságban. Éppen emiatt sokszor a kezdetben ellenségesnek minősülő ajánlattételből a többedik ajánlat megtétele után már barátságos felvásárlásnak fog minősülni, mivel a céltársaság számára is elfogadható árat adnának az értékpapírokért.

## II. A vállalatfelvásárlások szabályozásának kialakulása

A vállalatfelvásárlás szabályozása az Egyesült Államokban jóval korábban megjelent (1890-ben a Sherman Act - versenytörvény elfogadásával), mint Európában (kivételem Egyesült Királyság), ugyanis Európa országaiban ez a jelenség olyannyira nem volt elterjedt, hogy önálló szabályozásra sem volt szükség. Ennek oka, hogy a két térség cégeinek tulajdonosi szerkezete között jellemző eltérés volt. Amerikában és Angliában ugyanis szórt (plurális) a részvényesi struktúra, tehát magas a köztulajdoni hányad, a részvények általában nem egy kézben összpontosulnak, hanem több aránylag kisebb részesedéssel rendelkező részvényesnél.<sup>7</sup> A részvényesek csak tőkét adnak a vállalatok létrehozásához, működéséhez, az irányítást azonban szakképzett vezetőkre bízzák, akik nem rendelkeznek magas tulajdoni részesedéssel. Tehát a menedzserek javára „lemondanak” a mindennapi ügyekbe való befolyásról és az ellenőrzésről bízva abban, hogy a társaságuk értéke növekedni fog. Ez azonban igen költséges, hiszen egy szakképzett személyekből álló csoport irányítja a társaságot, valamint gyakori a már említett megbízó-megbízott probléma,<sup>8</sup> amely akkor alakulhat ki, ha a menedzsment a saját érdekét helyezi előtérbe a részvényesével szemben.

Európában a fentitől eltérően koncentrált a tulajdonosi struktúra, a részvények meghatározó százaléka egy kézben van, ilyen tipikusan családi vállalkozásnál fordul elő. Előnye, hogy könnyebb a menedzsment munkáját nyomon követni, kevésbé költségigényes, hiszen a tulajdonos maga is részt vesz az irányításban, így ez a rendszer csökkenti a megbízó és a megbízott közti esetleges konfliktusok kialakulását.

Az amerikai társasági jog tagállami szinten szabályozott. Az államok törekszenek arra, hogy minél több társaság legyen bejegyezve az adott államban. Jelenleg ebben a versenyben Delaware állam áll

---

<sup>7</sup> Kecskés András - Halász Vendel: Ellenséges vállalatfelvásárlások az Egyesült Államokban. JURA, 2011/2. 163.

<sup>8</sup> Halász Vendel - Kecskés András: Társaságok a tőzsdén. Budapest, Hvg-Orac, 2011. 339.

az első helyen, ugyanis itt rendelkeznek a társaságok igazgatótanácsai a legnagyobb szabadsággal, főként az ellenséges felvásárlások elleni védekezési módok alkalmazásánál. A fent említett államban az igazgatótanács felhatalmazással rendelkezik arra vonatkozóan, hogy figyelmen kívül hagyhatja a részvényesek javaslatát egy esetleges felvásárlásra. Nagy-Britanniában azonban - hasonlóan az Európai Unió szabályozáshoz - a U.K. City Code szerint az igazgatótanácsnak tilos akadályozni a felvásárlást, sőt a részvényeseknek biztosítja azt a jogot, hogy az igazgatótanácstól függetlenül dönthetnek a felvásárlási ajánlat elfogadásáról.<sup>9</sup>

Az Európai Unió - ellentétben az USA-val - nem tekinthető föderalista berendezkedésűnek,<sup>10</sup> önálló országok alkotják azt, ahol az Unió célja a társasági jog harmonizációja, azaz a tagállamok társasági jogainak összeegyeztethetősége. Ennek keretében az Európai Unió a jogalkotása során alapelveket szándékozott lefektetni, amelyek mentén a tagállamok kialakíthatják a saját szabályozásukat. Az irányelv lényege, hogy az ott megfogalmazott célokat a tagállamoknak a saját szabályozásukkal kell megvalósítaniuk.<sup>11</sup> Az Unióban nem versenyeznek egymással olyan mértékben a tagállami szabályozások, mint az Egyesült Államokban, azonban mivel a jogharmonizáció közel sem teljes ezen a területen, és lényeges eltérések vannak a szabályozások között, így egyes tagállamok vonzóbbak a vállalatok számára.<sup>12</sup>

## **2. Az amerikai szabályozás**

A vállalatfelvásárlások szabályozását az USA-ban a szövetségi és a tagállami törvények, valamint a bírósági döntések határozzák meg.

### **2.1. Szövetségi törvényhozás**

Szövetségi szinten a szabályozás 1934-ben kezdődött, amikor megalkották a tőkepiaci törvényt, a Securities and Exchange Actet. Létrehozását a Securities and Exchange Commission (Tőzsdei Felügyeleti és Szabályozó Hatóság, SEC) szorgalmazta. Úgy találták, hogy azon tranzakciók, amelyek

---

<sup>9</sup> Lucian Bebchuck: The case for increasing shareholder power. The Harvard John M. Olin Discussion Paper Series, 12/2004.

<sup>10</sup> Szabó Marcel-Láncos Petra Lea-gyenyey Laura: Uniói szakpolitikák. Budapest, Szent István Társulat, 2015. 8.

<sup>11</sup> Szabó Marcel-Láncos Petra Lea-gyenyey Laura: Az európai unió jogi fundamentumai. Budapest, Szent István Társulat, 2015. 71.

<sup>12</sup> Erre példa a C-212/97 sz. ügy: Centros Ltd v. Erhvervs-og Selskabsstyrelsen, amelyben a letelepedés szabadságát kihasználva éltek a törzstökére vonatkozó lazább, angol szabályozással.

lehetővé teszik a vállalatok feletti irányítás átvételét, általában titokban valósultak meg.<sup>13</sup> A törvény kiegészítésének tekinthető az 1968-as nyilvános vételi ajánlatot szabályozó Williams Act.

A szabályozás két fő területre terjed ki, az ajánlattevő közzétételi kötelezettségére és a vállalatfelvásárlások lebonyolításának eljárási szabályaira.<sup>14</sup>

A Williams Act 13 (d) szakasza azon személyek vagy csoportok<sup>15</sup> számára ír elő közzétételi kötelezettséget a törvényben meghatározott adatokról, akik a nyilvánosan működő részvénytársaságban a részvények 5%-ánál többhöz jutnak hozzá. A törvény értelmében nyilvánosságra kell hozni a részvénytulajdonos személyazonosságát, tulajdonosi háttérét, a részesedés nagyságát, a célokat, és az esetlegesen felmerülő változásokat. A Securities and Exchange Act 14 (d) szakasza eljárási szabályokat tartalmaz. A 14 (d)(1) szakasz kötelezi az ajánlattevőt nyilatkozat benyújtására a Securities Exchange Commissionnek abban az esetben, ha az ajánlattevő hozzájut a vállalat bármely részvényosztályának 5 %-ához.

A részvényeseknek, akik a vételi ajánlatot elfogadták és letétbe helyezték értékpapírjaikat, az ajánlat nyilvánosságra hozatalától számítva 7 nap áll rendelkezésükre a nyilatkozatuk visszavonására.<sup>16</sup> Így lehetőség nyílik az ajánlatok versengésére.

## *2.2. Tagállami szintű szabályozás*

A tagállamok törvényei az adott államban székhellyel rendelkező nyilvános részvénytársaságoknak igyekeznek védelmet biztosítani. Az államok szabályozása közt nagy különbségeket lehet felfedezni, de abban egységesek, hogy elsődleges céljuk vállalataik megóvása egy esetleges ellenséges ajánlattevővel szemben.

---

<sup>13</sup> Jill E. Fish, *Imprudent Power: Reconsidering US. Regulation of Foreign Tender Offers*. Northwestern University Law Review. 1992-1993/2. 523., 525-526.

<sup>14</sup> William Magnuson: *Takeover Regulation in the United States and Europe: an Institutional Approach*. Pace International Law Review, 2009/1. 213.

<sup>15</sup> Egy csoport akkor jön létre, ha két vagy több személy megegyezik, hogy közösen szerzik meg, birtokolják a részvényeket, együtt gyakorolják szavazati jogukat, illetve intézkednek az értékpapírokkal kapcsolatban.

<sup>16</sup> 14(d)(5) szakasz

Erre jó példa egy pennsylvaniai szabály, melynek értelmében annak a részvényesnek, aki a vállalat értékpapírjainak több mint 20%-ával rendelkezik, a felvásárlást követő 18 hónapos időszakban kapott osztalékot vissza kell szolgáltatnia a társaságnak.<sup>17</sup>

### 2.2.1. Delaware állam bírósági határozatai

A vállalatfelvásárlások szabályozásával kapcsolatban nem lehet figyelmen kívül hagyni a tagállami bíróságok munkáját. Ahogy a tagállami szabályozás, úgy az államok bíróságainak gyakorlata is nagy eltéréseket mutat.

A keleti parton fekvő Delaware az USA egyik legkisebb területű állama, mely sem iparilag, sem mezőgazdaságilag nem kiemelkedő jelentőségű. Mégis a vállalatok számára előnyös jogi szabályozás miatt az Egyesült Államokban működő nyilvános társaságok közel 50%-a, míg a Fortune 500 (USA legnagyobb vállalatai) 64%-a oda van bejegyezve.<sup>18</sup>

A tagállamok bíróságai az elé kerülő ügyek kapcsán hoztak elvi jelentőségű döntéseket az igazgatótanács hatáskörét illetően. Amerikában az átlagos vállalatirányítási kérdésekről való döntéseknél az igazgatóságot a business judgement rule széleskörűen védi, annak érdekében, hogy ne kelljen a jogi következményektől tartaniuk és a megfelelő döntést hozzák a vállalat számára. A fent említett szabály lényege, hogy az igazgatóság mindaddig mentesül a felelősség alól a döntésükkel kapcsolatban - amely kárt okozott a vállalatnak -, amíg az megalapozott volt, jóhiszeműen jártak el, és őszinte meggyőződésük szerint a legjobb döntést hozták a vállalat érdekében.<sup>19</sup> Felvásárlások esetén azonban az igazgatótanácsnak magasabb követelményeknek kell megfelelniük a döntésükkel kapcsolatos felülvizsgálat során. Az egyik legfontosabb döntéssel - mely az *Unocal v. Mesa Petroleum*<sup>20</sup> ügy kapcsán született - a bíróság két részből álló teszt elvégzésére kötelezte az igazgatótanácsot. A teszt első felében megalapozott indokot kell találnia az igazgatótanácsnak arra, hogy az akvizíció veszélyt jelent a céltársaság hatékonyságára és az addig kialakult taktikájára. A második feltétel

---

<sup>17</sup> Pennsylvania Consolidated Statutes: SUBCHAPTER H, 2571-2576. § 2575.§ Ownership by corporation of profits resulting from certain transactions Elérhető: [goo.gl/UrAayB](http://goo.gl/UrAayB)

<sup>18</sup> About agency: Elérhető: <http://corp.delaware.gov/aboutagency.shtml>

<sup>19</sup> Business Judgement Rule: Elérhető: [https://www.law.cornell.edu/wex/business\\_judgment\\_rule](https://www.law.cornell.edu/wex/business_judgment_rule)

<sup>20</sup> Ügyszám: 493.A.2d946. Del.1985



szerint az alkalmazandó védekezési módszernek meg kell felelnie az ésszerűség mércéjének, a felvásárlás miatt fennálló veszélyhez képest.<sup>21</sup>

Tehát a business judgement rule szélesebbé vált, hiszen azt is vizsgálni kell, hogy a védekezési módszer alkalmazása megalapozott volt továbbá, hogy arányos volt-e a fenyegetés mértékéhez képest. (Unocal duties). Minderre azért van szükség, mert érdekellentét alakulhat ki az akvizíció szükségességét illetően, hiszen az ügylet megvalósulásával gyakran új vezetőséget választanak. A Delaware Supreme Court a Smith v. Van Gorkom<sup>22</sup> ügyben kifejtette, hogy az az igazgató, aki nem megalapozott (nem tájékozódott megfelelően) döntést hoz, nem élvez védelmet a business judgement rule alapján, tehát személyesen felel az okozott kárért.<sup>23</sup>

A bíróság egy későbbi döntésében (Revlon ügy, 506 A.2d 173 Del.1985) úgy határozott, hogy amikor már biztossá válik a felvásárlás végbemenetele, az igazgatótanács kötelessége, hogy a lehető legmagasabb árat kapják a részvényesek a felvásárolt társaságban lévő részvényekért. (Revlon duties).

Megállapítható, hogy az angolszász vállalati szabályozásra jellemzően az igazgatótanács széleskörű döntési szabadsággal rendelkezik, így a részvényesek helyett ők döntenek.

### **III. Szabályozás az Európai Unióban és Magyarországon**

#### **3. A 2004/25/EK irányelv**

Az Európai Unióban az egységes piac kialakítása során fény derült a vállalatfelvásárlás szabályozásának különbözőségeire az egyes tagállamokban.<sup>24</sup>

---

<sup>21</sup> Klaus J. Hopt - Eddy Wymeersch: Capital Markets and Company Law. Oxford University Press, 2003. 242.

András Kecskés - Vendel Halász: Stock Corporations. Budapest, HVG-ORAC, 2013. 424-425.

<sup>22</sup> Smith vs. Van Gorkom 488 A.2d 858 (Del. 1985) Elérhető: <https://casetext.com/case/smith-v-van-gorkom>

<sup>23</sup> Stephen M. Bainbridge: Smith v. Van Gorkom. Law and Economics Review, 2008. 1.

<sup>24</sup> Halász - Kecskés (2011) i.m. 400.

A társasági jog harmonizációjára egyre nagyobb szükség volt a belső piacon. A ma is hatályban lévő 2004/25/EK irányelv (13. társasági jogi irányelv) - amely a vállalatfelvásárlásról szól - létrejöttéhez hosszú út vezetett.

Első kiemelkedő dokumentum az 1985-ös Fehér Könyv volt, mely a nyilvános ajánlattételi szabályozás fejlesztését tűzte ki célul, a nemzeti szabályozások különbözősége miatt.<sup>25</sup>

Az 1989-es - döntően az angol szabályozáson alapuló (*City Code on Takeovers and Mergers*) - javaslat, Anglia és Németország ellenkezése miatt megbukott. 1996-ban a Bizottság egy új javaslatot dolgozott ki, amit hosszú egyeztetések után, szavazategyenlőség miatt nem fogadtak el. Ezt követően a Bizottság felkérte a holland Jaap Winter professzor vezette szakmai csoportot (*High Level Group of Company Law Experts*),<sup>26</sup> hogy a vállalatfelvásárlási irányelvvel kapcsolatos észrevételeikkel, javaslataikkal segítsék munkájukat.

A Winter-jelentés<sup>27</sup> kevesebb mint egy év alatt készült el, 2002. január 10-én tették közzé. A legnagyobb hangsúly a 'level playing field' elvén volt, ami az egyenlő feltételek biztosítását jelentette. Kiemelték, hogy a részvényeseknek elsődleges szerepet kell játszaniuk az ajánlatról való döntésben. Szorgalmazták a neutralitási szabály és az áttörési klauzula bevezetését (a későbbiekben ezekre részletesebben is kitérek). Ezt követően a Bizottság 2002 októberében újabb javaslatot készített, melynek fontosabb elemei az egyenlőség megteremtése, a méltányos ár megállapítása, valamint a többségi részvényes kizorítási joga volt.<sup>28</sup>

Hosszú tárgyalások és jelentős kompromisszumok árán, végül 2004. április 21-én került elfogadásra a 2004/25/EK irányelv.

Az új szabályozást megelőzően minden államban külön jóvá kellett hagyni a határokon átívelő ajánlatokat, továbbá a közzétételi kötelezettségeknek való megfelelést minden érintett államban

---

<sup>25</sup> White paper from the commission of the european council  
[http://europa.eu/documents/comm/white\\_papers/pdf/com1985\\_0310\\_f\\_en.pdf](http://europa.eu/documents/comm/white_papers/pdf/com1985_0310_f_en.pdf)

<sup>26</sup> Testület további tagjai: Jan Schans Christensen, José Maria Garrido Garcia, Klaus J. Hopt, Jonathan Rickford, Guido Rossi, Joelle Simon

<sup>27</sup> Report of the high level group of company law experts on a modern regulatory framework for company law in euro,  
[http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/modern/report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/modern/report_en.pdf)

<sup>28</sup> Halász-Kecskés (2011) i.m. 405. A kizorítási jog értelmében a többségi részesedést (90-95%) szerző részvényes egy méltányos áron megveheti a kisebbségi részvényesek értékpapírjait.

vizsgálták. Ezt váltotta fel a *home state* szabály, aminek értelmében vagy a céltársaság székhelye, vagy a bejegyzés helye szerinti állam joga alapján kell az ajánlatot megítélni.<sup>29</sup>

Magyarországon a vállalatfelvásárlásokkal kapcsolatos szabályozás nem tekint vissza hosszú múltra, hiszen az ezzel kapcsolatos jogszabály, az 1996.évi CXI. értékpapírtőzsdéről szóló törvény volt. Manapság a tőkepiacról szóló 2001.évi CXX. törvényben találjuk az erre vonatkozó szabályokat.

### 3.1. A kötelező ajánlattétel szabályozása a 13. társasági jogi irányelvben és Magyarországon

A kötelező ajánlattételről az irányelv 5. cikke rendelkezik. Kötelező ajánlatot tennie annak a természetes vagy jogi személynek, aki a céltársaságban egyedül vagy más személyekkel együtt, közvetlenül vagy közvetve annyi szavazati jogot biztosító értékpapírt birtokol, amely lehetővé teszi számára a társaság irányítását.<sup>30</sup> A tagállamoknak kell megállapítaniuk azt a küszöbértéket - és annak kiszámítási módszerét - melynek elérésétől kötelező vételi ajánlatot tenni. Ebből kifolyólag eltérők a tagállamok szabályozásai. Az unió országaiban leginkább a szavazati jogot megtestesítő részvények harmadának megszerzése a kötelező ajánlattétel határa (pl.: Belgium, Németország).<sup>31</sup>

Hazánkban nyilvános vételi ajánlatot kell tenni, 25%-nál nagyobb befolyásszerzéshez, ha a befolyást megszerző részvényesen kívül senki nem rendelkezik 10%-ot meghaladó részesedéssel, vagy a 33%-os befolyásszerzéshez.<sup>32</sup>

Az irányelv preambuluma 11. pontjának megfelelően csak azokra a részvényekre terjed ki a kötelező vételi ajánlat, amelyek a közgyűlésben (a részvénytársaság legfőbb szerve)<sup>33</sup> szavazati jogot biztosítanak.

Lényeges különbség van a Tpt. és az irányelv szabályozása közt abban, hogy az uniós jog szerint a már megszerzett befolyás következménye az ajánlattétel, míg Magyarországon - a négy esetet leszámítva - épp fordítva, a szerzés előfeltétele az ajánlattétel. A magyar szabályozás négy esetben az

<sup>29</sup> Halász -Kecskés: *Döntsenek a befektetők?*- Az ellenséges felvásárlás európai jogi háttéréről. *Európai Jog*, 2010/5. 18.

<sup>30</sup> Miskolczi Bodnár Péter (2004) i.m. 133.

<sup>31</sup> Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids 13-14. [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report_en.pdf)

<sup>32</sup> Tpt. 68.§ (1) bek.

<sup>33</sup> Csehi Zoltán: *A jogi személy*. Lex Praxis, Budapest, 2014. 121.

általánostól eltérően szabályozza az ajánlattétel időpontját. A Tpt.68.§ (2) „ha az (1) bekezdésben meghatározott mértéket meghaladó befolyás megszerzésére a) nem a befolyást szerző közvetlenül erre irányuló magatartása következtében,

b) vételi jog, visszavásárlási jog érvényesítése, illetőleg határidős vételi megállapodás teljesítése alapján,

c) állami vagyonkezelő szervezet által lefolytatott, törvényben szabályozott eljárás keretében, vagy

d) összehangoltan eljáró személyek együttműködése eredményeképpen került sor,

akkor a vételi ajánlatot legkésőbb az 55. § (2) bekezdésében meghatározott közzétételtől számított tizenöt napon belül kell megtenni”.

Ebben a négy esetben a befolyásszerzés, mely az eljárás lefolytatásához szükséges már létrejött, azonban az ajánlattétel még nem.<sup>34</sup>

Az egymással összehangoltan eljáró személyek befolyásszerzése esetén egyénenként kötelesek ajánlatot tenni, kivéve, ha megegyeznek egy ajánlattevőben.<sup>35</sup>

A tagállamokat kötelezi az irányelv, hogy méltányos árat kapjanak a részvényesek. Azaz legalább annyi legyen, mint amennyit az ajánlattevő vagy a vele együtt eljáró személy az ajánlatot megelőző minimum 6 és maximum 12 hónapban ugyanazokért az értékpapírokért fizetett.<sup>36</sup>

Az irányelv 7. cikke az ajánlat elfogadására rendelkezésre álló időszakot a közzétételtől számított 2-10 hétben állapítja meg. A tagállamok ezen határokon belül szabadon alakíthatják önálló szabályozásukat. Magyarországon a jogalkotó a vételi ajánlat elfogadásának időszakát 30 - 65 napban határozza meg.

---

<sup>34</sup> Halász-Kecskés (2010/5.) i.m. 19.

<sup>35</sup> Tpt. 68.§ (3) bek.

<sup>36</sup> Miskolczi Bodnár(2004) i.m.134.

### 3.2. *A közzétételi kötelezettségek a 13. társasági jogi irányelvben és a tőkepiaci törvényben (Tpt.)*

Az irányelv kiemelten foglalkozik a vételi ajánlatokkal és az ajánlatot tévő részvénytársaságok adataira vonatkozó közzétételi kötelezettségekkel.

A 6. cikk az ajánlattevő kötelezettségeit, továbbá az ajánlat szükségszerű tartalmi elemeit foglalja magába.<sup>37</sup> Az ezzel összefüggő hazai szabályozás a Tpt. 69.§ (1) bekezdésében található. Eszerint az ajánlat közzététele a felügyelet jóváhagyásához kötött.

A hazai szabályozás az irányelvnek megfelelően előírja, hogy az ajánlatot tévő társaságok meghatározott információkat - az éves beszámolóban - hozzanak nyilvánosságra, így a tőkeszerkezetre, az értékpapír átruházását befolyásoló korlátozásokra, a különleges értékpapírok birtokosainak adataira, vagy a szavazati jogok bármilyen korlátozására vonatkozó adatokat.<sup>38</sup>

A védekező vállalat számára a közzétételi követelmények lehetővé teszik, hogy előálljanak valamilyen védekezési módszerrel a tényleges ajánlattal szemben. Éppen ezért a közzétételi kötelezettség feltétlenül szükséges ahhoz, hogy a céltársaság megfelelő védekezést tudjon alkalmazni.

### 3.3. *Semlegességi (neutralitási) szabály*

A semlegességi szabály azt jelenti, hogy a vállalatok igazgatótanácsának minden a vállalatfelvásárlásokkal kapcsolatos intézkedéshez a közgyűlés felhatalmazása szükséges (kivéve az ajánlatok keresését). Ezzel a felhatalmazással az ajánlattételről való tudomásszerzéstől az ajánlat lezárása (vagy hatálytalanná válása) közti időszakban rendelkezni kell.<sup>39</sup>

Az Akvizíciós irányelv 9. cikke szól a semlegességi szabályról, amely az ajánlattétel utáni védekezési módok közé tartozik. A felvásárolni kívánt vállalkozás igazgatótanácsa köteles az ajánlattételi időszak alatt beszerezni a közgyűlés jóváhagyását, felhatalmazását, mielőtt bármi olyat tenne, ami

---

<sup>37</sup> Az Európai Parlament és a Tanács 2004/25/EK irányelve (2004. április 21.) a nyilvános vételi ajánlatról 2004/25/EK irányelv, 6. cikk (3), a továbbiakban: Akviz. irányelv

<sup>38</sup> Akviz. irányelv 10. cikk

<sup>39</sup> Akviz. irányelv 9. cikk

meghiúsíthatja az ajánlatot. Felhatalmazással kell rendelkeznie az igazgató szervnek a céltársaságban attól az időponttól fogva, hogy tudomást szereztek az ajánlattételről szóló döntésről.<sup>40</sup> Ez a szabály felgyorsíthatja a felvásárlás folyamatát azáltal, hogy behatárolódik az igazgatótanács hatásköre az alkalmazható védekezési módokkal kapcsolatban. A szabály nem tiltja a védekezési módok elfogadását, csak a közgyűlés (részvényesek) döntésétől teszi függővé.<sup>41</sup>

Azonban a szabályozás igen megengedő, az Akvizíciós irányelv 12. cikke szerint a tagállamok nem kötelesek a semlegességi szabályt alkalmazni, mentesíthetik magukat az átvételtől. Amennyiben az államok élnek ezzel a lehetőséggel a területükön székhellyel rendelkező társaságok számára biztosítaniuk kell, - függetlenül az adott tagállamtól - hogy alkalmazhassák a fent említett szabályt. Mivel így jelentős különbségek alakulhatnak ki az egyes tagállami szabályozások között, és ez esetlegesen a mentesítéssel nem élő tagállamban székhellyel rendelkező társaságot hátrányosan érinti, a nemzeti szabályozásokban lehetővé kell tenni, hogy ha olyan társaság tesz vételi ajánlatot, ahol nem alkalmazzák a semlegességi szabályt a céltársaság is eltérhessen attól.

A semlegességi szabálynak akkor lehet igazán fontos szerepe, amikor a társaság tulajdonosi szerkezete megosztott, nem egy többségi irányítással rendelkező tulajdonos van. A kontinensen hagyományosan - ellentétben az Egyesült Királysággal és az Egyesült Államokkal - nem szórt a tulajdonosi szerkezete a vállalatoknak, ez azonban kezd változni, éppen ezért van szükség a semlegességi szabályra.<sup>42</sup>

A semlegességi szabályt az Európai Unió tagországainak többsége elfogadta, bár a legtöbb országban nem volt új az ehhez hasonló szabály.<sup>43</sup>

Magyarországon a Tpt. 73/A bekezdése - mivel az ország elutasította a szabály átvételét - úgy rendelkezik, hogy a vállalkozások az alapszabályukban kiköthetik a semlegességi szabály alkalmazását. Ez a szabály azonban nem zárja ki, hogy a céltársaság igazgatósága ellenajánlat tételét segítse elő, továbbá a közgyűlés által - még az ajánlattételi szándékról hozott döntést megelőzően -

---

<sup>40</sup> Akviz. irányelv 9.cikk (2). Felhatalmazás szükséges legfőképp a részvénykibocsátás előtt.

<sup>41</sup> Federico M. MUCCIARELLI: 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.

<sup>42</sup> The takeover bids directive assessment report, továbbiakban (2012):Takeover Study i.m.191.

<sup>43</sup> Tobias Whitlock: Hostile Takeovers and Hostile Defenses:A Comparative Look at U.S. Board Deference and the European Effort at Harmonization. Durham Thesis, Durham University, 2014. 13. Elérhető: [http://etheses.dur.ac.uk/10933/1/Toby\\_Mjur\\_thesis\\_final\\_draft.pdf?DDD19](http://etheses.dur.ac.uk/10933/1/Toby_Mjur_thesis_final_draft.pdf?DDD19)+ Nem fogadta el többek között: Németország, Belgium, Hollandia, Dánia, Magyarország.

jóváhagyott határozat végrehajtása érdekében hozott döntés, ha ez a céltársaság szokásos üzleti tevékenységébe tartozik.<sup>44</sup>

### 3.4. Az áttörési szabály

Az áttörési szabályt az Irányelv 11. cikke taglalja. Eszerint az ajánlat elfogadására nyitva álló időben nem alkalmazhatóak a céltársaság részvényesei között azok a korlátozások az értékpapír átruházásával kapcsolatban, amelyeket a céltársaság alapszabálya tartalmaz, továbbá hatálytalannak tekinti a szavazati jogot korlátozó szabályokat azon a közgyűlésen, amelyen védekezési módokat fogadnának el.<sup>45</sup>

Amennyiben az ajánlattevő a szavazati jogokat megtestesítő tőke legalább 75%-át megszerzi, az előbbieken említett különleges jogokkal nem lehet élni, *„a többszörös szavazati jogokat megtestesítő értékpapírok egyenként egy szavazatot érnek az ajánlattételi eljárás lezárását követő első közgyűlésen, amelyet az ajánlattevő az alapszabály módosítása, vagy az ügyvezető szervtagjainak kinevezése vagy elmozdítása céljából hív össze.”*<sup>46</sup>

A fentiekből következik, hogy az áttörési szabály semlegesítheti az ajánlattétel előtt megtett védekezési módokat a felvásárlás közben. Lehetővé teszi az ajánlattevő számára, hogy könnyebben leváltsa a hivatalban lévő igazgató vagy ügyviteli tanácsot. Mivel a szabály érvényesíti az arányosság elvét a tőke és a befolyás között - más néven one share, one vote szabály - felülírja az alapszabályban lefektetett korlátozó rendelkezéseket a többszörös szavazati jogot megtestesítő értékpapírokra vonatkozóan az ajánlattételt követően összehívott közgyűlésen,<sup>47</sup> megkönnyítve ezzel a felvásárlást. Nagyon kevés tagállam implementálta ezt a szabályt (pl. Litvánia, Lettország és Észtország). Az irányelv csak úgy, mint a semlegességi szabálynál az áttörési szabály esetén is választhatóvá teszi az alkalmazását. Amelyik tagország nem vette át az áttörési szabály alkalmazását, ott a társaságok szabadon dönthetnek a szabály alkalmazásáról.

---

<sup>44</sup>Tpt. 73/A (2) bek.

<sup>45</sup> Akviz. irányelv 11. cikk (2)-(3) bek.

<sup>46</sup> Akviz. irányelv 11. cikk (4) bek.

<sup>47</sup> Takeover Study (2012) i.m. 195.

Annak ellenére, hogy Magyarország nem ültette át az áttörési szabályt, az itt székhellyel rendelkező társaságok számára megvan a lehetőség, hogy az alapszabályukban ezt magukra nézve kötelezővé tegyék.<sup>48</sup>

Ahhoz, hogy egy társaság ezt a szabályt alkalmazza, szükség lenne a részvényesek beleegyezésére, abba hogy a fent meghatározott esetekben a megszerzett különleges jogaik csorbuljanak.

Egy felmérés szerint azonban nem volt még olyan társaság, amely élt volna ezzel a lehetőséggel.<sup>49</sup> Mivel nagyon alacsony az elfogadása a tagországok részéről az áttörési szabálynak, valamint a társaságok sem élnek az alkalmazás lehetőségével, teljesen hatástalannak mondható a szabály.<sup>50</sup>

### 3.5. Az opciós modell

A 13. társasági jogi irányelv 12. cikke a választható szabályozásról szól. Ennek értelmében a tagállamoknak biztosítani kell területükön a létesítő okiratban szereplő székhellyel rendelkező társaságoknak a mentességet a 9. cikk (2)-(3) bekezdése és/vagy a 11. cikk alkalmazása alól. Tehát a neutralitási és az áttörési szabály kiküszöbölhetővé vált. Hátrány, hogy így nem garantálható az egyenlő esélyeket biztosító szabályozás.

A tőkepiaci törvény 76/A. illetve B.§-a feljogosítja a társaságokat, hogy alapszabályukban döntsenek az áttörési és semlegességi szabályok bevezetéséről. Az Unió államainak többségének jogrendszerében megtalálható a kölcsönösségi szabály. A kölcsönösségi szabályt az Irányelv 12. cikk (3) bekezdése tartalmazza. E szerint a semlegességi szabályt (9. cikk) valamint az áttörési szabályt (11. cikk) alkalmazó társaságokat a tagállamok mentesíthetik a fenti szabályoknak megfelelő eljárás alól, amennyiben olyan társaság intéz hozzájuk ajánlatot, amely nem alkalmazza az említett két szabályt. Számos tagállam nem vette át a semlegességi szabályt, többek között Németország, Franciaország, Lengyelország, Belgium, Luxemburg és Magyarország.<sup>51</sup>

---

<sup>48</sup> Tpt. 76/A. §

<sup>49</sup> Takeover Study (2012) i.m.195.

<sup>50</sup> Takeover Sstudy (2012) i.m. 195.

<sup>51</sup> Tobias James Withlock (2014) i.m. 43.



Ennek köszönhetően nem kerülnek hátrányba - egy esetleges akvizíció esetén - azok a társaságok, amelyek elfogadták a fent említett két szabályt, azokkal szemben, akik nem így cselekedtek. Alkalmazza a kölcsönösség szabályát Magyarország, Franciaország, Németország, Görögország, Portugália, Spanyolország, Olaszország, Hollandia, Belgium, Dánia, Luxemburg és Lengyelország.<sup>52</sup>

A kölcsönösségi szabály alkalmazásával kapcsolatban két különböző mód létezik. Az egyik az, amikor a tagállamok nem ültették át a semlegességi szabályt, de a társaságok attól még alkalmazhatják azt. Ilyen esetekben csak akkor van relevanciája a kölcsönösségi szabálynak, ha a társaság, amelyik elfogadta a semlegességi szabályt a kölcsönösségi szabálynak is aláveti magát. Ez fordulhat elő Belgiumban, Dániában, Németországban, Magyarországon, Hollandiában, Luxemburgban és Lengyelországban.

A másik esetben a tagország implementálta mind a semlegességi, mind pedig a kölcsönösségi szabályt is. A kölcsönösségi szabály így a jog erejénél fogva alkalmazandó, nincs szükség további szabályozásra a társaságok alapszabályában.<sup>53</sup>

Természetesen a kölcsönösségi szabály a magyar jogban is megjelenik, a semlegességi szabály és az áttörési szabály esetében is. Mivel Magyarország elutasította mindkét szabály átvételét, annak alkalmazása a társaságok döntésétől függ, így a kölcsönösségi szabály is. A Tpt. a 73/A. § (7) és a 76/A. § (3) bekezdésekben úgy fogalmaz, hogy sem a semlegességre vonatkozó, sem pedig az áttörésre vonatkozó szabályokat nem kell alkalmaznia az adott társaságnak, ha „*a) olyan társaság tette az ajánlatot, amely céltársaságként hasonló rendelkezéseket saját magára nézve nem alkalmaz, vagy b) az a) pontban meghatározott társaság közvetlen vagy közvetett befolyása alatt álló társaság tette.*”<sup>54</sup>

Az Európai Unió kívül is majdnem minden ország szabályozásában valamilyen formában megjelenik a semlegességi szabály, vagy azzal egyenértékű rendelkezés. Találkozhatunk ilyennel többek között az ausztrál, japán, kanadai és svájci jogban is. Az Egyesült Államok felvásárlási jogában egyáltalán nem található meg az igazgatótanács semlegességére utaló szabály.<sup>55</sup>

---

<sup>52</sup> Takeover Study (2012) i.m. 192.

<sup>53</sup> Takeover Study (2012) i.m.193.

<sup>54</sup> Tpt. 73/A.§ (7) és 76/A.§ (3) bek.

<sup>55</sup> Takeover Study (2012) i.m. 199-202.

### 3.6. *A squeeze-out (kiszorítási jog) és a sell-out (eladási jog)*

A *squeeze-out* szabály értelmében az a részvényes, aki az értékpapírok legalább 90%-át birtokolja, (illetve a felvásárlás során megszerzi) méltányos áron megvásárolhatja a kisebbségi részvényesek papírjait. A tagállam a 90%-os határt 95%-ig felemelheti.<sup>56</sup>

Ennek fordítottja a 16. cikkben a kisebbségi részvényeseknek is biztosítva van, ugyanis a legalább 90%-os részesedéssel rendelkező - vételi ajánlatot tett - részvényestől követelhetik értékpapírjaik megvásárlását, vagyis vételi kötelezettség terheli az ajánlattevőt.

Magyarországon három feltételhez van kötve a kiszorítási jog gyakorlása: az ajánlattevőnek jeleznie kell, hogy élni kíván ezzel a lehetőséggel; a sikeres ajánlat lezárásától számított három hónapon belül legalább a 90%-ot elérő befolyáshoz kell jutnia; harmadik pedig, hogy a szerző megfelelő fedezettel rendelkezzen.<sup>57</sup>

A Tpt. 76/D.§ (6) bekezdése a 10%-ot el nem érő kisebbségben maradó részvényeseknek biztosítja azt, hogy a többségi tulajdonostól a részvények megvásárlását követelje a befolyásszerzéstől számított 90 napon belül ugyanezen § (4) bekezdésében meghatározott áron.

## **IV. A felvásárlás elleni védekezési módszerek**

### **4. A védekezési módszerek kategorizálása**

A védekezési módszerek egyrészt alkalmasak arra, hogy visszaverjenek egy a céltársaság által nem támogatott felvásárlást, másrészt pedig növelhetik az ajánlati árat, valamint újabb licitálók is versenybe szállhatnak a céltársaságért,<sup>58</sup> vagy csak lehetőséget biztosítson a megtámadott vállalkozásnak, hogy tárgyaljon az árról.

---

<sup>56</sup> Akviz. irányelv 15.cikk

<sup>57</sup> Tpt. 76/D. §

<sup>58</sup> Takeover Study (2012) i.m. 185.

A védekezési taktikák két csoportra oszthatóak: a vételi ajánlat megtételét megelőzően alkalmazandók (pre-bid vagy pre-active defenses), valamint az ajánlat megtételét követően (post-bid or reactive defenses). Az első típusba tartozó célja, hogy minél kevésbé tegyék vonzóvá a céltársaságot a támadó számára, ilyen a méregpirula stb. A másodikba a vételi ajánlat megtételét követően alkalmazzák, rövid távú cél, hogy visszaverjék a már tényleges fenyegetést.<sup>59</sup>

Az előbbi a vállalat részvényeinek felvásárlása elé gördít akadályokat az olyan szabállyal, mint például, hogy a társaság alapszabályában korlátozzák a részvények átruházását, vagy akadályozza a vállalat feletti kontroll átvételét a közgyűlésen (pl: különleges részvénytörzsi lehetőséggel, többszörös szavazati jogot megtestesítő részvények).

Az utóbbi csoportba tartozó módszereket akkor alkalmazzák, amikor a vállalkozás már ki van téve az ellenséges felvásárlásnak, az ajánlattétel megtörtént.<sup>60</sup>

Erre példa a white knight megkeresése, white squire megkeresése, részvények visszavásárlása, a vagyon eladása (ide tartozik a crown jewel is), vagy a pack-man stratégia is.

A már említett Winter-jelentés szerint a szabályozás lényege, hogy megkönnyítse az ajánlattételt, de ezzel együtt lehetőséget kell biztosítani a részvényeseknek a megfelelő ellenőrzés meglétéhez, amikor az ajánlat értékéről döntenek. További okok a védekezési módok szabályozására, hogy a védekezési módszerek alkalmazása lehetőséget teremthet egy magasabb árban való megegyezéshez, fontos szerepük van a részvényesek és más érdekeltek érdekeinek megóvásában.<sup>61</sup>

Mivel a tagállamok különböző álláspontot képviselnek a védekezési módokkal kapcsolatban ezért az irányelv elfogadásához kompromisszumos megoldásra volt szükség, ezt testesíti meg a semlegességi szabály valamint az áttörési szabály, ugyanakkor ezen szabályok- ahogy már a korábbiakban említettem - elfogadásáról vagy nem elfogadásáról szabadon dönthetnek a tagállamok.

---

<sup>59</sup> John A. Pierce II - Richard B. Robinson, Jr.: Hostile takeover defenses that maximize shareholder wealth (2004), 5. Elérhető: [https://www.researchgate.net/publication/4885142\\_Hostile\\_takeover\\_defenses\\_that\\_maximize\\_shareholder\\_wealth](https://www.researchgate.net/publication/4885142_Hostile_takeover_defenses_that_maximize_shareholder_wealth)

<sup>60</sup> Takeover Study (2012) i.m. 185-187.

<sup>61</sup> Takeover Study (2012) i.m. 188.

#### 4.1. Preventív védekezési módszerek

##### 4.1.1. *Blowfish* - avagy a felfújódott hal

Ez - az állatvilágból jól ismert jelenséghez hasonló - védekezési stratégia olyan módszereket takar, amelynek lényege, hogy a céltársaság értéke nőjön, míg a likvid tőkéje csökkenjen, vagyis a cég nagyoknak és erősnek tűnjön. Ezt például vagyontárgyak megvételével lehet elérni. Mivel nő a céltársaság értéke, ezért az esetleges felvásárlás is többbe kerülne a támadónak, és ez eltántoríthatja a felvásárlást fontolgató vállalkozást.<sup>62</sup>

##### 4.1.2. *Poison Pills* - avagy a méregpirula

A méregpirula olyan védekezési stratégia, amelynek lényege, hogy a vállalat felvásárlása esetén a korábbi részvényesek olyan kedvezményhez, lehetőséghez jutnak (pl: alacsony áron vásárolhatnak vagy magas áron adhatnak el részvényeket), amelyek eredményeként a felvásárló veszítene a befektetésén, tehát már nem érné meg neki az akvizíció.

A méregpirulák típusainak csoportosítása nem egységes, a következőkben a *flip-in*, a *flip-over* és a *back-end* kerül bemutatásra.

Az első kettő a céltársaság részvényeseinek teszi lehetővé, hogy részvényeket vegyenek meg, ha egy részvényes vagy vele összhangban eljáró személy egy meghatározott értéknél nagyobb részesedést szerez (általában 10%-20%, de volt példa 4,99%-ra<sup>63</sup> is). Lényeges különbség a két típus közt, hogy a *flip-in* esetén a védekező társaság jogokat juttat a részvényeseinek, amelynek értelmében alacsony áron juthatnak a felvásárlás sikeressége esetén részvényekhez a saját cégben. A *flip-over*nél szintén részvényvásárlási opciót szereznek meg a céltársaság részvényesei, azonban az elsőtől képest lényeges különbség, hogy a felvásárlást követően létrejövő új társaság értékpapírjaihoz juthatnak a részvényesek.<sup>64</sup> Ezek a jogok akkor válnak végrehajthatóvá, ha a felvásárlás már végbement, ilyenkor

---

<sup>62</sup> Markus Johansson - Martin Torstensson: Hostile Takeovers The Power of the Prey. Master Thesis, Jönköping University, 2008. 12.

<sup>63</sup> Henry R. Chalmers: Delaware Supreme Court Approves Poison Pill Trigger Below 5 Percent. American Bar Association Litigation News, 2011/2. 8.

<sup>64</sup> John A. Pierce-Richard Jr. Robinson im. 18-19. Elérhető:

[https://www.researchgate.net/publication/4885142\\_Hostile\\_takeover\\_defenses\\_that\\_maximize\\_shareholder\\_wealth](https://www.researchgate.net/publication/4885142_Hostile_takeover_defenses_that_maximize_shareholder_wealth)

kötelező a részvények eladása, amely a céltársaság részvényesei nagyarányú részvénytulajdonlásához vezet az új társaságban.<sup>65</sup>

A *back-end pill* kibocsátása arra szolgál, hogy az azt birtokló részvényes a nála lévő törzsrészvényeket eladhassa a társaságnak, ha egy csoport vagy személy meghatározott százalékát megszerzi a céltársaság részvényeinek. Mivel ilyenkor a részvényes egy előre meghatározott (magasabb) áron értékesíti papírjait, ez az eszköz a részvényesek érdekeit védi.<sup>66</sup>

A fentiekből egyértelműen következik, hogy ez csökkenti a felvásárlás iránti kedvet. A méregpirulák egyik előnye lehet a részvényesek számára, hogy alkalmazásuk hozzájárulhat az ajánlati ár növeléséhez.<sup>67</sup>

Amellett, hogy a méregpirula az egyik leghatékonyabb felvásárlás elleni védekezési módszer; hátránya azonban, hogy alkalmazásának bejelentése után a társaság részvényei értékében csökkenés tapasztalható.<sup>68</sup>

A poison pills talán a legelterjedtebb védekezési módszer az Egyesült Államokban. Az USA-ban az alkalmazásához nem szükséges a céltársaság részvényeseinek beleegyezése, ezért az igazgatótanács által gyorsan „bevethető”. Úgy gondolom, hogy a méregpirulák alkalmazására az Európai Unióban is van lehetőség - még akkor is, ha a semlegességi szabályt is alkalmazzák - a részvényesek beleegyezésével, hiszen az alapszabály módosításához szükséges a közgyűlés beleegyezése. Természetesen ez hosszabb időbe telik, mintha kizárólag az igazgatótanács döntene az elfogadásról.

#### 4.1.3. *Staggered board* - avagy a lépcsőzetes igazgatótanács

A felvásárlást megcélzó társaság számára a felvásárlást nagyban elősegítő lépés, ha a céltársaság feletti irányítást megszerzi, ennek módja, hogy befolyást szereznek a céltársaság igazgatótanácsában.

---

65 Investopedia: What is the difference between a "flip-in" and "flip-over" poison pill? ELÉRHETŐ: <http://www.investopedia.com/ask/answers/040215/what-difference-between-flipin-and-flipover-poison-pill.asp>

66 Halász Vendel: Beveszik-e az amerikai méregpirulát az Európai Unióban? *EURÓPAI JOG*, 2012/1. 8.

67 Stanley Fuchs: Hostile Corporate Takeovers: Is the Poison Pill Good Medicine? *Business Forum*, 1990. 8.

68 John A. PIERCE-Richard Jr. *Robinson* i.m.18.

Egy példa a lépcsőzetes igazgatótanács működésére. Ha 15 tagból<sup>69</sup> áll a céltársaság igazgatótanácsa, akkor 3 fős csoportokba lehet rendezni a tagokat. Évente nem az egész igazgatótanácsot váltják le, hanem mindig csak egy csoportot, tehát mindössze 3 főt. Így az igazgatótanács teljes kicserélődéséhez 5 évre van szüksége az akvizítoroknak. Azonban általában az irányításhoz szükséges döntések elfogadásához elég az egyszerű többség, amit 3 év alatt meg tudnak szerezni.<sup>70</sup> A lépcsőzetes igazgatótanácsnak az 1980-as években kezdett el nőni a jelentősége, amely a poison pills (méregpirula) elterjedéséhez köthető.

Ugyanis, ha a céltársaság igazgatótanácsa méregpirulát alkalmaz a támadás visszaverésére, a támadó csak úgy tudja véghezvinni a felvásárlást, ha a céltársaság igazgatótanácsába vele szimpatizáló tagokat juttat, akik nem folytatják tovább a védekezési mód alkalmazását. A staggered board alkalmazása azonban rendkívül hatékony akadály az irányítás megszerzése ellen. Egyrészt, mert jelentősen megnöveli a várakozási időt, amíg befolyást tudnak szerezni a céltársaság vezetőségében - az igazgatótanács számától függ, de legalább egy év -, másrészt a támadónak legalább két egymástól független választást meg kell nyernie ahhoz, hogy hatalmába kerítse az igazgatótanácsot.<sup>71</sup> Ez a védekezési módszer olyannyira elterjedt az Egyesült Államokban, hogy egy 2002-es kutatás szerint a részvénytársaságok közel 60%-ának volt ez a lépcsőzetes igazgatótanácsa, és a Standard & Poor's 500-as listáján mintegy a felének.<sup>72</sup>

Mindezekből kitűnik, hogy ezzel a módszerrel megakadályozható, hogy az ellenséges felvásárló egy számára szimpatikus igazgatótanácsot telepítsen a felvásárolni kívánt társaságba azzal a céllal, hogy előmozdítsa az akvizíció utáni stratégiaváltozásokat.<sup>73</sup> Azonban önmagában nem tekinthető végleges megoldásnak, ugyanis attól nem tudja eltántorítani a felvásárlást szándékozót, hogy nagy mennyiségű részvényt vásároljon, ezért kell, ahogy fent már utaltam rá más védekezési módszerrel - például méregpirulával - együtt alkalmazni.

---

<sup>69</sup> A magyar 2013. évi V. törvény a Polgári Törvénykönyvről legalább 5 tagot határoz meg.

<sup>70</sup> Lucian Bebchuck- John Coates IV-and Guhan Subramanian:

The powerful antitakeover force of staggered theory, evidence, and policy. *Stanford Law Review*, 2002/dec. 5.

<sup>71</sup> Lucian Bebchuck- John Coates IV-and Guhan Subramanian: (2002) i.m.1.

<sup>72</sup> Samim Zarin- Eric Yang: Mergers & Acquisitions: Hostile takeovers and defense strategies against them, 2011. 15. ELÉRHETŐ: <https://core.ac.uk/download/pdf/16332305.pdf>

<sup>73</sup> John A. Pierce-Richard Jr. Robinson i.m. 19.

#### 4.1.4. *Golden parachutes - avagy az arany ejtőernyő*

A golden parachutes védekezési módszer lényege, hogy a célvállalat felvásárlásakor - a cég részvényei meghatározott százalékának megszerzése esetén<sup>74</sup> - az igazgatótanács tagjai egyösszegű juttatásban részesülnek. Ezáltal jóval drágábbá válik maga a felvásárlás.

Ennek a védekezési módszernek a fő célja, hogy az igazgatótanács és a részvényesek (illetve egyéb a cégben érdekeltek) érdekeit közös nevezőre hozzák. Az igazgatótanács és a részvényesek érdekei eltérhetnek, hiszen a felvásárlás bekövetkezte gyakran az igazgatótanács leváltásával jár, egyidejűleg a részvények értékének növelésével, ezért az igazgatótanács a munkája megtartása érdekében szembeszegül az ajánlattal. Így ennek a módszernek az alkalmazásával közelíthető a két különböző érdek egymáshoz, hiszen a kompenzációs összeg miatt, nem olyan negatív a felvásárlás ténye az igazgatótanács számára. Ugyanakkor hátránya lehet, hogy a nagy összeg reményében az igazgatótanács tagjai nem lépnek fel elég erélyesen a támadással szemben, ami szintén ellentétben állhat a részvényesek akaratával.

A golden parachutes alkalmazása elbizonytalaníthatja a támadó céget és költségesebbé teszi a felvásárlást, de ez nem jelent teljes garanciát a támadás kivédésére. Ugyan megdrágítja az akvizíciót az ilyen jellegű juttatás, azonban a tényleges költségekhez képest, ami egy felvásárlás során felmerül nem tekinthető számottevőnek.<sup>75</sup>

#### 4.2. *Az ajánlattételre reagáló védekezési módszerek*

##### 4.2.1. *Attack the logic of the bid - avagy az ajánlat értelmének megkérdőjelezése*

A felvásárlási ajánlat értelme megkérdőjelezésének lényege azt jelenti, hogy az igazgatótanács megpróbálja lebeszélni a részvényeseket, arról, hogy eladják részvényeiket az akvizítornak. Az érvek között szerepelhet, hogy a felvásárlás negatív hatással lenne a vállalatra, túl alacsony az ajánlati ár, vagy a két vállalat teljesen más iparágban működik és a felvásárlás előreláthatatlan

---

<sup>74</sup> Lambert és Lacker 1985-ös kutatása alapján ez az érték átlagosan 26,6%.

<sup>75</sup> Samim Zarin- Eric Yang (2011) i.m.19.

következményekkel járna. Az igazgatótanács továbbá úgy találhatja, hogy a felvásárló nem hozzáértő és csak a céltársaság vagyonát kívánja megszerezni.<sup>76</sup>

Hátránya ennek a módszernek, hogy a céltársaság részvényesei hihetik azt, hogy az igazgatótanács azért ellenzi a felvásárlást, hogy a saját pozícióját biztosíthassa. Azonban a menedzsment a belső információit felhasználhatja arra is, hogy élénkítse az ajánlati versenyt és meggyőzze a részvényeseket, hogy várjanak jobb ajánlatokra.

Elmondható, hogy ez a defenzív stratégia rendkívül költséghatékony, valamint nem igényel különösebb erőfeszítéseket.

#### 4.2.2. *White knight és white squire - avagy a fehér lovag és fehér fegyverhordozó*

A white knight vagy white squire alkalmazásához nemcsak a támadó és a céltársaságokra van szükség, hanem egy külső, harmadik vállalatra is. Az előbbi esetén a céltársaság keres egy olyan barátságos vállalatot, amely részesedést szerez a céltársaságban. Így a céltársaság igazgatótanácsa olyan befektetőkkel köthet üzletet, akiknek nem céljuk sem a vállalat felvásárlása sem pedig az igazgatótanács leváltása, annak érdekében, hogy a saját befolyásukat növeljék a társaságban. Többféle oka lehet ennek a stratégiai lépésnek, például a baráti szándék, a két vállalat közötti jó kapcsolat megőrzése, a két társaság közötti együttműködés lehetősége, valamint, hogy ne kelljen elbocsátani az alkalmazottakat. Továbbá mivel a többségi részesedés egy barátságos társasághoz kerül, a céltársaság független maradhat, és alkalmas arra, hogy a két felvásárlást szándékozó társaság között licitháború alakuljon ki, és magasabb árat kapjanak a részvényekért. Ugyanakkor igen gyakori kimenetele a fehér lovag alkalmazásának, hogy az veszi át az irányítást a céltársaság felett, azonban ez még mindig kisebb átszervezéssel járna, mintha egy ellenséges cég vásárolná fel.<sup>77</sup> Hátránya ennek a módszernek, hogy nehéz barátságos társaságot találni, amely vállalná a fehér lovag szerepét.

A white knight-hoz hasonló a white squire is egy harmadik fél bevonásával jár, azonban itt a barátságos fél nem szerez többséget a céltársaságban, csak kevesebbet, azonban ez elegendő a felvásárlás

---

<sup>76</sup> Markus Johansson - Martin Torstensson (2008) i.m. 14.

<sup>77</sup> Samim Zarin- Eric Yang (2011) i.m. 20.



megakadályozásához és a támadás kivédekezéséhez. Nem mindig szükséges, hogy egy társaság legyen a white squire, sok esetben elegendő egy pénzintézet is, vagy más befektető, akik elegendő mennyiségű tőkével rendelkeznek.<sup>78</sup>

A vállalatfelvásárlási irányelv értelmében a céltársaság igazgatótanácsa szabadon kereshet előnyösebb versengő ajánlatot,<sup>79</sup> így ez az eszköz teljes mértékben megfelel az európai szabályozásnak.

#### 4.2.3. *Greenmail - avagy a búcsúcsók taktika*

A greenmail vagy búcsúcsók nevezetű védekezési módszer részvény visszavásárlást jelent az ellenséges felvásárlással fenyegetett társaság részéről a támadó részvényestől.<sup>80</sup> Ez természetesen akkor működik hatékonyan, ha a támadónak csupán rövidtávú, profitszerzésre törekvő célja van a felvásárlással. Mivel ilyenkor a részvények tényleges értékénél jóval magasabb áron veszi meg a céltársaság az értékpapírokat, ezért igencsak költséges védekezésről van szó. A nyereségért cserébe a támadó és védekező megállapodást kötnek, amelynek értelmében az ajánlattevő a kikötött időben nem juthat több részvényhez, ezt az időt általában legalább 5 évben határozzák meg.<sup>81</sup> Egy ilyen szerződés részvény visszavásárlás nélkül is köthető, azonban a részvény visszavásárlás ilyen szerződési kikötés hiányában csak időhúzás lenne, ugyanis újabb támadás bármikor intézhető a vállalat ellen.<sup>82</sup>

Azok az akvizíciók, amelyeket így lehetne kivédeni, nem a célvállalat hatékonyságának növelésére irányulnak, hanem a befektető csak gyors nyereségszerzésre törekszik.<sup>83</sup>

A greenmail tehát csak azokkal a felvásárlókkal szemben hatékony, akiknek elsődleges célja nem a többségi tulajdon megszerzése, hanem a profitszerzés. Akik a hosszú távú együttműködést célozzák meg, nem fogják eladni a részvényeiket, így a fenti módszer velük szemben nem alkalmazható.

---

<sup>78</sup> Samim Zarin- Eric Yang (2011) i.m. 21.

<sup>79</sup> Akviz. irányelv 9.cikk (2) bek.

<sup>80</sup> B. Espen Eckbo: Valuation Effects of Greenmail Prohibitions. Journal of Financial and Quantitative Analysis. 1990/January. 1.

<sup>81</sup> Samim ZARIN - Eric YANG (2011) i.m. 21.

<sup>82</sup> Markus Johansson - Martin Torstensson (2008) i.m. 16.

<sup>83</sup> Ronald J. Gilson: Drafting on Effective Greenmail Prohibition, Columbia Law Review, 1988/2. 331.

Hátránya továbbá, hogy nagyon költséges lehet a céltársaságnak és nő az eladósodás kockázata.

#### 4.2.4. *Crown jewel - avagy a koronaékszer stratégia*

A crown jewel taktika értelmében a céltársaság azért, hogy kivédje a felvásárlási kísérletet eladja a legértékesebb vagyontárgyait - csökkentve ezzel a céltársaság értékét<sup>84</sup> -, amelyek a felvásárló számára is nagy vonzerőt jelentenek. Mindezt annak érdekében, hogy a támadó számára minél kevésbé legyen vonzó a céltársaság, és visszavonják a már megtett vételi ajánlatot.

A crown jewel megvalósítható úgy is, hogy a céltársaság bevon egy barátságos felet és neki adja el „ékszerét”, amit később - amikor már visszavonták az ajánlatot - egy előre kikötött áron visszavásárol.

Azonban ez a módszer korántsem veszélytelen. Ha a céltársaság a korona ékszer eladása mellett dönt, biztosítania kell, hogy később vissza tudja majd vásárolni az eladott javakat. Továbbá visszaüthet a stratégia, ugyanis az eladással nagy mennyiségű likvid tőkéhez jut, ami szintén vonzóvá teheti egy esetleges felvásárlásra.<sup>85</sup>

Európában a társaság eszközeinek értékesítéséről a menedzsment a közgyűlés jóváhagyása nélkül döntést hozhat, kivéve, ha az ajánlattétel már megtörtént.<sup>86</sup>

Magyarországon azonban a 2007.évi CXVI. tv 1.§ (2) bekezdése<sup>87</sup> ezzel ellentétes szabályozást fogalmaz meg, ugyanis főszabály szerint az alapvető eszközök átruházásához a legfőbb szerv hozzájárulása szükséges.

#### 4.2.5. *Pac-man - avagy a kiscigány stratégia*

Talán a kiscigány stratégia a legagresszívabb védekezési módszer a bemutatottak közül. Ennek értelmében a céltársaság visszatámad és elkezd felvásárolni az ajánlatot tevő társaság részvényeit. A céltársaság elérheti, hogy visszavonják az ajánlatot. Ugyanakkor nagyon költségigényes is, mindkét

---

<sup>84</sup> Markus Johansson - Martin Torstensson (2008) i.m. 19.

<sup>85</sup> Samim Zarin- Eric Yang (2011) i.m. 22.

<sup>86</sup> Halász (2012) i.m. 11.

<sup>87</sup> A közellátás biztonsága szempontjából kiemelkedő jelentőségű vállalkozásokat érintő egyes törvények módosításáról szól.

fél számára, hiszen gyakran kölcsönökből fedezi a részvények felvásárlását. Így a végül győztesen kikerülő társaság mindkét részről felhalmozott adóssággal szembesül, ami megterhelő a számára. A nagy anyagi ráfordítás miatt akkor igazán hatékony az alkalmazó céltársaság számára, ha az nagyobb, mint az ajánlatot tevő társaság.<sup>88</sup>

## V. Néhány példa a fent bemutatott védekezési módok alkalmazására

### 5.1. *Air Products and Chemical's vs. Airgas*

2010 februárjában az amerikai Air Products and Chemical's ajánlatot tett az Airgas részvényeinek jó részének a felvásárlására. Több elutasított ajánlat után a támadó megtette az utolsó ajánlatát, miszerint 70 dollárt fizetne részvényenként. Az Airgas igazgatótanácsa egyhangúlag kijelentette, hogy a vállalat részvényei legalább 78 dollárt érnek.

Az ügyben a céltársaság a lépcsőzetes (staggered) igazgatótanácsa mellett - ami már önmagában egy védekezési módszer - elfogadott egy poison pillt is 15 %-os határértékkel.<sup>89</sup>

Ez azonban nem riasztotta vissza az Air Productsot attól, hogy folytassa a támadást. Az Airgas igazgatótanácsába három tagot is jelöltetett, akik a 2010-es éves gyűlésen be is kerültek, továbbá elfogadtatott módosításokat a társasági alapszabályra vonatkozóan. Ilyen volt, hogy az éves közgyűlések és ezzel együtt az igazgatótanácsi választások mindig év elején, januárban legyenek.

Végül ezen év decemberében az Airgas igazgatótanácsa szintén egyöntetűen - beleértve azt a három tagot, akiket az ellenséges felvásárló jelölt - elutasították a már korábbi ajánlatot.<sup>90</sup>

Mindezt követően az Air Products bíróság elé vitte az ügyet, amelyben a méregpirula védekezési stratégia hatálytalanítását kérték.<sup>91</sup>

---

<sup>88</sup> Markus Johansson - Martin Torstensson (2008) i.m. 16-17.

<sup>89</sup> David Bernstein: Protecting the Pill. *International Financial Law Review (IFLR)* 2011/June, 48.

<sup>90</sup> Air Products & Chemicals, Inc. v. Airgas, Inc. Elérhető: [https://www.skadden.com/newsletters/Air\\_Products\\_Chemicals\\_Inc\\_v\\_Airgas\\_Inc.pdf](https://www.skadden.com/newsletters/Air_Products_Chemicals_Inc_v_Airgas_Inc.pdf)

<sup>91</sup> Airgas, Inc. v. Air Prods. & Chems., Inc., 8 A.3d 1182 (Del. 2010) Elérhető: <http://courts.delaware.gov/opinions/download.aspx?ID=150850> 10.

A bíróság az ítéletében megállapította, hogy a céltársaság igazgatótanácsa az Unocal tesztnek megfelelően járt el, azaz jóhiszemű volt és megfelelően informálódott, szakértőket vett igénybe annak érdekében, hogy a vállalat tényleges értékét megállapíthassák.

A bíróság mindezeket figyelembe véve elutasította a felperes keresetét.<sup>92</sup>

Az ítélet kihirdetését követően az Air Products visszavonta a felvásárlási ajánlatot.<sup>93</sup>

A veszély elmúltát követően az Airgas azért, hogy kielégítse a részvényesei igényeit 300 millió dollár értékben vásárolt vissza részvényeket, valamint egy egyedülálló üzleti tervet követett. Ezeknek és a válság után újra erőre kapó gazdaságnak köszönhetően 2015-ben a francia Air Liquide - kétszer annyiért, mint az öt évvel korábbi ajánlat - felvásárolta az Airgast. Az összeolvadással ez a cég vált a legnagyobb az ipari gázokkal foglalkozó vállalatok közül a világon.<sup>94</sup>

## 5.2. Mylan vs. Perrigo

2015-ben minden idők legnagyobb értékű felvásárlása jöhetett volna létre, ha a Mylan gyógyszergyártó cégnek sikerült volna felvásárolnia a szintén a gyógyszeriparban utazó Perrigot.

A Mylan 2015 áprilisában tett először egy 26 milliárd dolláros ajánlatot a Perrigonak. Az ajánlat szerint a Perrigo részvényeiért 75 dollárt, valamint további 2,3 Mylan részvényt fizettek volna, amely így összesen 174,36 dollár lett volna. Ezt az ajánlatot a Perrigo méltánytalannak találta. Habár mindkét vállalat eredetileg amerikai, a kedvezőbb adózás miatt már Európában vannak bejegyezve. A Mylan Hollandiában, míg a Perrigo Írországban.<sup>95</sup> Az ellenséges felvásárló közvetlenül a részvényeseket kereste meg, melyre reagálva a céltársaság igazgatótanácsa azt javasolta a számukra, hogy utasítsák el az ajánlatot, mivel az nem tükrözi a vállalat tényleges értékét.<sup>96</sup> A védekező számításai

---

<sup>92</sup> Airgas, Inc. v. Air Prods. & Chems., Inc., 8 A.3d 1182 (Del. 2010) 3.

<sup>93</sup> Gina Chon: Poison pill lives s Airgas wins case. *Wall Street Journal*, 2011.02.16. Elérhető: <http://www.wsj.com/articles/SB10001424052748704343404576146821120717658>

<sup>94</sup> Antoine gara: Up in the air: How Airgas more than doubled by fighting a takeover. *Forbes*, 2015.11.17. Elérhető: <http://www.forbes.com/sites/antoinegara/2015/11/17/up-in-the-air-how-airgas-more-than-doubled-by-fighting-a-takeover/#52c83c5a23a4>

<sup>95</sup> CNBC: Perrigo's shareholder reject Mylan takeover bid. 2015.11.13. Elérhető: <http://www.cnbc.com/2015/11/13/perrigos-shareholders-reject-mylan-takeover-bid.html>

<sup>96</sup> Chad Bray: Perrigo urges shareholders to reject Mylan's hostile bid. *New York Times*, 2015.09.17. Elérhető: <http://www.nytimes.com/2015/09/18/business/dealbook/perrigo-urges-shareholders-to-reject-mylans-hostile-bid.html>

igazolódta, mégpedig hogy a részvényeseik nem adtak el annyi részvényt, hogy az elegendő legyen a Mylan számára a többség megszerzéséhez.<sup>97</sup>

### 5.3. 2015 egyik legnagyobb értékű felvásárlása

A következő jogesetben megjelenő felvásárlás barátságosnak tekinthető, mivel mindkét vállalat igazgatótanácsa támogatta az összeolvadást. Mégis azért emelném ki, mert szépen látszik, hogy egy jól megválasztott felvásárlás számos előnyt jelenthet mindegyik fél számára és, hogy egy összeolvadásra nem kell feltétlenül negatívumként gondolni.

2015 áprilisában, az év addigi legnagyobb felvásárlása vette kezdetét, melynek következményeként az Egyesült Államok harmadik legnagyobb élelmiszeripari vállalata jön létre.

A leginkább ketchupjáról híres H.J. Heinz<sup>98</sup> - amely 2013 óta a 3G Capital és a Berkshire Hathaway tulajdonában van - gyakorlatilag bekebelezi a sajtkészítményeket gyártó Kraft Foodot.<sup>99</sup>

A felvásárlás barátságosnak mondható, hiszen mindkét vállalat igazgatótanácsa egyhangúlag hagyta jóvá az ügyletet.<sup>100</sup>

Az egyesülés következtében a Heinz részvényeseié lesz a részvények 51%-a, a Kraft Food részvényeseié pedig a maradék 49%. A Kraft Food részvényeiből Kraft Heinz részvény lesz és minden egyes értékpapír után a Heinz még 16,5 dollár osztalékot is fizet, ami összesen 10 milliárd dollárt tesz ki.<sup>101</sup>

Az üzlet nagyságát körülbelül 46 milliárd dollárra becsülik, ugyanis a Kraft Food értéke 36 milliárd dollár volt a hír közzlése előtt és ehhez hozzá jön még a 10 milliárd dolláros bónusz is. A felvásárlás pozitív hatását mutatja, hogy a Kraft Food részvényeinek árfolyama a bejelentést követően 83 dollár

---

97 CynthiaKoons: Mylan's hostile bid for perrigo fails. 2015.11.13 Elérhető: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-11-13/mylan-s-hostile-bid-for-perrigo-fails-as-40-of-shares-tendered>

98 A vállalatot 1869-ben alapította a német származású vállalkozó, Henry John Heinz a pennsylvaniai Pittsburghben. A vállalat a ketchup mellett különböző szószoikat, készételeket, félkész árukat és bébi ételeket is gyárt.

99 A szintén német gyökerekkel rendelkező James L. Kraft üzleti tevékenységét 1903-ban kezdte meg Chicagóban. A Kraft értékesít italokat, sajtót, készételeket, szószoikat és olajos magvakat.

100 KERESZTES Imre: Ketchup a sajtra. HVG, 2015/14

101 Investor Presentations 6. Elérhető: [http://www.heinz.com/data/pdf/Kraft\\_Heinz\\_Investor\\_Presentation\\_2015-03-25.pdf](http://www.heinz.com/data/pdf/Kraft_Heinz_Investor_Presentation_2015-03-25.pdf)

főlé emelkedett, ami majdnem 36%-os javulást jelent.<sup>102</sup> Egy 2015-ös felmérés szerint a Kraft Food a 4. a Heinz pedig a 11. legnagyobb bevétellel rendelkező élelmiszeripari cég Észak-Amerikában.<sup>103</sup>

A Kraft Food számára nagy előnyt jelent, hogy az egyesüléssel növelheti termékeinek kivitelét az Egyesült Államokból. A Kraft Food eddig 98%-ban Észak-Amerikában árulta készítményeit, és mindössze csak 2%-ban szállít külföldre. A Heinz ezzel szemben portékái közel 60%-át exportálja.

A Kraft-Heinz várható éves jövedelme közel 30 milliárd dollárt fog kitenni, a Kraft eddigi bevétele 18, a Heinzé pedig 10 milliárd dollár volt.<sup>104</sup>

Előreláthatóan a 3G Capital - csak úgy, mint a Heinz megvásárlásakor, amikor is 7000 munkahelyet szüntettek meg, hat gyárat pedig bezártak - komoly változásokat fog eszközölni a Krafton. Úgy számolnak, hogy 2017-ig 1,5 milliárd dollárt tudnak megtakarítani a tevékenységek racionalizálásával, összehangolásával, valamint luxusjuttatások eltörlésével (pl. magánrepülő használat csökkentése).<sup>105</sup>

Ebben az esetben a felvásárló azonos, illetve hasonló területen tevékenykedő céget szerzett meg, amiből számos előny származhat, többek közt hasznosítani lehet az adott vállalatnál már bevált know-howt, az ügyfélkör ismerete sem elhanyagolható. Egy 2001-es kutatás kimutatta, hogy a rokon területek közti felvásárlás a részvények értékének emelkedésével járnak (ami itt is megvalósult), míg nem rokon területeké ennek épp az ellenkezőjét eredményezi.<sup>106</sup>

A két cég szállítási területei kiegészítik egymást, tehát az említett előnyöket ki lehet aknázni. További cél lehet az új vállalat számára, hogy igazodjanak azokhoz az igényekhez, amelyek az egészségesebb táplálkozást részesítik előnyben. A 2013-as adatok szerint ugyanis kiderül, hogy az organikus ételek eladása 11,5%-kal nőtt, 35,1 milliárd dollárra az előző évhez képest az Egyesült Államokban.<sup>107</sup> Hiszen, eddig - annak ellenére, hogy két meghatározó cégről van szó az élelmiszeriparban - egyik sem ért el kiemelkedő eredményeket az organikus ételek piacán.<sup>108</sup>

---

<sup>102</sup> Keresztes i.m

<sup>103</sup> Investors Presentation. 2015. márc. 25. 14. Elérhető: [http://files.shareholder.com/downloads/ABEA-3QV600/3363138355x0x817729/F232E16C-6B2F-4526-8920-EE2B1C252555/Kraft\\_Heinz\\_Investor\\_Presentation\\_2015-03-25.pdf](http://files.shareholder.com/downloads/ABEA-3QV600/3363138355x0x817729/F232E16C-6B2F-4526-8920-EE2B1C252555/Kraft_Heinz_Investor_Presentation_2015-03-25.pdf)

<sup>104</sup> Investors Presentation (2015) i.m. 29.

<sup>105</sup> Keresztes Imre i.m.

<sup>106</sup> Bruce Nolop: A vállalat felvásárlás szabályai. *Harvard Business Review*, 2007 szeptember

<sup>107</sup> Organic market analysis. Elérhető: <https://www.ota.com/what-ota-does/market-analysis>

<sup>108</sup> keresztes i.m

## VI. A vállalatok tulajdonosi struktúrájának sajátosságai

Európa többi országára jellemző módon a hazai cégekre is a koncentrált tulajdonosi szerkezet a jellemző. Egy 2003-as kutatás eredménye szerint - amelyben 150 vállalatot vettek górcső alá - a cégek egy harmada hazai, két harmada pedig külföldi tulajdonban volt. Mind a hazai, mind a külföldi kézben lévő vállalatoknál a befektetők 70-80%-ban többségi vagy kizárólagos tulajdonosok voltak.<sup>109</sup>

Ezt a szerkezeti struktúrát mutatja a következő táblázat:<sup>110</sup>

Tulajdonos Felügyelet	Szórt	Koncentrált
Erős vezetés	Egyesült Államok	Japán, Hong Kong
Erős részvényesek	Nagy-Britannia	Kontinentális Európa

A magyar vállalatokra jellemző, hogy nagy részük zártkörűen működik („*részvényei az alapítás során nem kerülnek nyilvános forgalomba*”<sup>111</sup>), így esetükben fel sem merül a tőzsdén keresztül történő tulajdonszerzés lehetősége. Éppen ezért a zárt részvénytársaságok esetében nem lehet figyelemmel követni az ügyletek részleteit, például azt, hogyan alakultak a részvényárfolyamok a felvásárlást megelőzően, majd utána. A koncentrált tulajdonosi szerkezetből fakad, hogy - az angolszász országokkal ellentétben - az ügyletekben ellenséges felvásárlás jellemzően nem jön létre, csak baráti vagy esetleg semleges. A többségi tulajdonos hozzájárulása nem kerülhető ki, mert nem lehet az irányítás átvételéhez szükséges tulajdoni hányadot mástól megszerezni, ugyanis a kisebbségben levő részvények aránya ehhez nem lenne elegendő.

### 6. Egy kivétel Magyarországon: a MOL ellenséges felvásárlásának kísérlete

Az előző részben említettek miatt hazánkban egy példa van, amikor is ellenséges akvizícióval próbáltak irányítást szerezni.

<sup>109</sup> Vince (2009) i.m. 71.

<sup>110</sup> Takeover Study (2012) i.m. 35.

<sup>111</sup> Farkas Csaba - Jenovai Petra - Nótári Tamás - Papp Tekla: Társasági jog. Szeged, Lectum Kiadó, 2009. 394.

Ez 2007-ben történt, amikor is az osztrák OMV az akkor még szórt tulajdonosi szerkezetű MOL Nyrt.-t kísérelte meg felvásárolni a hazai cég vezetése ellenére. Az ügy nagy port kavart nemzetközi szinten, az Európai Bizottság is vizsgálta.

Az OMV 2007 szeptemberében 20,2%-os részesedéssel rendelkezett a MOL-ban és nyilvánosságra hozta azt az árfolyamot, amelyen ajánlatot tett volna a többi részvényesnek. Az osztrák vállalat hajlandó lett volna 32000 Ft-ot fizetni részvényenként, ez az árfolyam a másfélszerese volt a részvények akkori értékének.<sup>112</sup>

A MOL vezetői ellenségesnek nyilvánították és elutasították az OMV közeledését, valamint a többi részvényesnek is ezt javasolta.

A hazai cég továbbá válaszul a saját részvényeit vásárolta fel a piacon és baráti cégeknek adta el vagy kölcsönözte, így közel 40%-ra nőtt azoknak a részvényeknek a száma, amelyek a MOL-hoz - ténylegesen vagy barátokon keresztül - kötődtek. Tehát fehér lovagot vagy fehér fegyverhordozót alkalmazott a MOL védekezési módszerként.

Ezzel a lépéssel jócskán csökkent annak az esélye, hogy az irányítást a felvásárlást fontolgató OMV képes legyen megszerezni.<sup>113</sup>

Nemcsak a MOL ellenezte a felvásárlást, hanem a magyar állam is. A kormány gyorsan cselekedett és elfogadta a Lex MOL-ként elhíresült törvényt (2007. évi CXVI. tv a közellátás biztonsága szempontjából kiemelkedő jelentőségű vállalkozásokat érintő egyes törvények módosításáról). A törvény a közellátás biztonsága szempontjából kiemelkedő jelentőségű vállalkozások felvásárlását nehezítette meg.

A kormány célja a fent említett törvény elfogadásával egyértelműen az volt, hogy a közellátás szempontjából jelentős vállalkozásokat fokozottabban védjék a nyilvános vételi ajánlatokkal szemben, valamint, hogy a semlegességi és az áttörési szabály alkalmazását megszüntessék azoknál a céltársaságoknál, ahol a magyar államnak elsőbbségi részvénye van.<sup>114</sup>

---

<sup>112</sup> Dudás Gergely: Miért verekszik az OMV és a Mol? Index.hu, 2007. Elérhető: <http://index.hu/gazdasag/magyar/momv071003/>

<sup>113</sup> Vince (2009) i.m. 75.

<sup>114</sup> Tpt. 76/B.§ (6) bek.



Erre azért volt lehetőség, mert az uniós jogalkotás nem teszi kötelezővé az áttörési, illetve a neutralitási szabály átvételét a tagországok számára.<sup>115</sup> Szakértők szerint az ilyen védekezés nem számított újdonságnak, de a szabályozás szigorú volta nem feltétlenül indokolt, „hiszen a vállalatok e nélkül is meg tudták volna védeni magukat az ellenséges felvásárlással szemben”.<sup>116</sup>

Az Európai Bizottság vizsgálat alá vonta a MOL felvásárlásának terveit, ugyanis attól tartottak, hogy ha létrejönne az ügylet, akkor az OMV-MOL csoport monopolhelyzetbe kerülne és ennek jelentős piactorzító hatása lenne.

Az OMV még a Bizottság döntése előtt visszavonta szándéknyilatkozatát, mivel valószínűsíthető volt, hogy az csak olyan feltételekkel járult volna hozzá a felvásárláshoz, amelyek nem szolgálták volna az osztrák cég érdekeit (például egy kőolaj-finomítótól való megváltás).<sup>117</sup>

Úgy gondolom ahhoz, hogy a szabad piacon emelkedjen a felvásárlások száma ösztönözni kell a szabályozással a cégeket. Minden esetben egyedi mérlegelés alá kell esnie annak, hogy az adott ügylet végbemenetele milyen hatással lehet a piaci viszonyokra, valamint, hogy milyen mértékben avatkozzanak be egy ügylet megakadályozásába. Jelen esetben elegendő lett volna a Bizottság véleményére hagyatkozni, nem kellett volna az államnak ilyen szigorú szabályt létrehoznia. Főleg olyan esetben, amikor nagy esély van arra, hogy a célvállalat ki tudja védeni a támadást.

## VII. Fúziókontroll Magyarországon és az Európai Unióban

A fúziók ellenőrzésének lényege, a korábban egymástól „független vállalkozások között létrejövő strukturális (irányítási) kapcsolatokból és ezáltal a piaci koncentráció növekedéséből eredő esetleges káros versenyhatások kiszűrése.”<sup>118</sup>

---

<sup>115</sup> Akviz. irányelv 12. cikk:(1) A tagállamok jogosultak arra, hogy az 1. cikk (1) bekezdésében említett társaságokat, amelyeknek létesítő okirat szerinti székhelye a területükön van, mentesítsék a 9. cikk (2) és (3) bekezdése és/vagy a 11. cikk alkalmazása alól.

<sup>116</sup> HVG: Lex Mol: szigorú, de nem kirívó eset

Elérhető: [http://hvg.hu/gazdasag/20071009\\_lex\\_Mol\\_omv\\_oGY\\_torveny](http://hvg.hu/gazdasag/20071009_lex_Mol_omv_oGY_torveny)

<sup>117</sup> Vince (2009) i.m.76.

<sup>118</sup> Hegymegi-Barakonyi Zoltán -Horányi Márton - Baki Julianna: A magyar fúziókontroll fejlődésének egyes kérdései. PPKE-JÁK, 2011. 157.

## 7. Az ellenőrzés Magyarországon

A koncentrációk ellenőrzésének célja, hogy az illetékes hatóságok szabályozni tudják a piacon végbemenő változásokat abban az esetben, ha két vagy több vállalat összefonódik.<sup>119</sup>

Magyarországon az összefonódások ellenőrzését a Gazdasági Versenyhivatal (a továbbiakban: GVH) végzi. A GVH-nak jogában áll megtagadni az összefonódások engedélyezését, amennyiben az - a versenyhatás teszt alapján - jelentős mértékben csökkentené a versenyt az adott piacon.

Vizsgálni kell többek között a felvásárlással érintett piacok szerkezetét, a beszerzési és értékesítési lehetőségeket, a már fennálló versenyt, a piacra lépés költségeit, kockázatait, műszaki, gazdasági és jogi feltételeket.<sup>120</sup>

A GVH továbbá előzetes vagy utólagos feltételt, illetve kötelezettséget is megállapíthat annak érdekében, hogy csökkentse az összefonódás negatív hatásait (például: vállalkozásrészek, vagyontárgyak elidegenítésének tilalma, vagy valamely közvetett résztvevő felett gyakorolt irányítás megszüntetése).<sup>121</sup>

Azonban nem minden összefonódást kell a Versenyhivatalnak bejelenteni. A versenytörvény 24.§-a feltételeket, valamint küszöbértéket állapít meg, amelyek megvalósulása esetén a vállalatoknak a GVH-hoz kell fordulni.

Ezen feltételek a következők:

*„A vállalkozások összefonódását a Gazdasági Versenyhivatalnak be kell jelenteni, ha valamennyi érintett vállalkozáscsoport, valamint az érintett vállalkozáscsoportok tagjai és más vállalkozások által közösen irányított vállalkozások előző üzleti évben elért nettó árbevétele együttesen a tizenötmilliárd forintot meghaladja, és az érintett vállalkozáscsoportok között van legalább két olyan vállalkozáscsoport, melynek az előző évi nettó árbevétele a vállalkozáscsoport tagjai és más*

---

<sup>119</sup> Alison Jones-Brenda Sufrin: EU Competition Law. OUP, Oxford, 2011. 855.

<sup>120</sup> Tpv. 30.§

<sup>121</sup> GVH Fúziók: Elérhető: [http://www.gvh.hu/szakmai\\_felhasznaloknak/osszefonodasok\\_-\\_fuziok](http://www.gvh.hu/szakmai_felhasznaloknak/osszefonodasok_-_fuziok)

*vállalkozások által közösen irányított vállalkozások előző évi nettó árbevételével együtt egymilliárd forint felett van.*"<sup>122</sup>

2016. október 28-án nyújtották be a versenytörvény módosítását.<sup>123</sup> A decemberben elfogadott új szabályok 2017. január 15-én léptek hatályba, amelyek jelentős változásokat hoztak vállalkozások összefonódásának ellenőrzésére vonatkozóan.

A korábbi szabályozás szerint a versenyhivataltól engedélyt kellett kérni az összefonódáshoz, amennyiben az a törvényben meghatározott küszöbértéket meghaladta. A fentiekben meghatározott küszöbérték annyiban változott, hogy korábban az érintett vállalkozásokcsoportok közül legalább kettőnek az összefonódást megelőző évi nettó árbevétele együtt 500 millió forintot kellett meghaladnia.<sup>124</sup>

Új szabály a törvényben, hogy azon fúziókat, amelyek nem érik el a fenti küszöbértéket, azonban a tervezett összefonódásban résztvevő vállalatcsoportok előző évi árbevétele az öt milliárd forintot meghaladja és nem nyilvánvaló, hogy az összefonódás nem csökkenti jelentős mértékben a piaci versenyt (különösen gazdasági erőfölény létrehozásával vagy megerősítésével) szintén be kell jelenteni a Versenyhivatalhoz. Ez azt eredményezheti, hogy a főszabály szerinti küszöbértéket meg nem haladó bevétellel rendelkező vállalkozásoknak is részletes piaci elemzéseket kell végezniük.<sup>125</sup>

A törvény a befektetési szolgáltatók és biztosító intézetek összefonódására eltérő szabályokat állapít meg.<sup>126</sup>

Szintén fontos szabály, hogy a Kormány a GVH hatásköréből kivehet olyan összefonódásokat, amelyeket közérdekből nemzetstratégiai jelentőségűnek nyilvánít, ilyen esetben a korábban említett bejelentésre nincs szükség.

---

<sup>122</sup> Tpvt. 24.§ (1) bek.

<sup>123</sup> T/12718. számú törvényjavaslat a tisztességtelen piaci magatartás és a versenykorlátozás tilalmáról szóló 1996. évi LVII. törvény, valamint a fogyasztókkal szembeni tisztességtelen kereskedelmi gyakorlat tilalmáról szóló 2008. évi XLVII. törvény módosításáról 2.

<sup>124</sup> A Tpvt. módosulás előtti 24. § (1) bek.

<sup>125</sup> Jogászvilág: Meglepheti a cégeket az új versenyjogi szabályozás. 2017. 01. 11. (internetes cikk)

Elérhető: <https://jogaszvilag.hu/meglepheti-a-cegeket-az-uj-versenyjogi-szabalyozas/>

<sup>126</sup> Tpvt. 24.§ (3) bek.

Az összefonódás bejelentésének a hivatalhoz történő megérkezését - ha az 1 millió forintos igazgatási szolgáltatási díj befizetése későbbi, akkor ezt - követő 8 napon belül vizsgálatot indítanak, vagy ha a vizsgálatra nincsen szükség, akkor hatósági bizonyítványt ad ki, vagy visszautasítják a bejelentést.<sup>127</sup>

#### 7.1. Az összefonódások elbírálása az Európai Unióban

Azokat az összefonódásokat, amelyek közösségi léptékűek nem a GVH - azaz nem állami szinten - vizsgálja és minősíti, hanem a 139/2004/EK rendelet (továbbiakban az összefonódások ellenőrzéséről szóló rendelet, vagy rendelet) szabálya szerint az Európai Bizottsághoz kell a vállalkozásoknak az összefonódásra irányuló szándékukat bejelenteni és azt a Bizottság bírálja el.<sup>128</sup>

Egy összefonódás közösségi léptékűnek számít, az összefonódások ellenőrzéséről szóló rendelet 1. cikkelye szerint, ha az összes érintett vállalkozás összevont teljes világméretű forgalma meghaladja az 5 milliárd eurót és az érintett vállalkozások közül legalább két vállalkozás mindegyikének teljes közösségi szintű forgalma meghaladja a 250 millió eurót.<sup>129</sup>

Az összefonódások értékelése során figyelembe kell venni a hatékony verseny fenntartásának és fejlesztésének szükségességét, ehhez kapcsolódóan az érintett piac szerkezetét.<sup>130</sup> Az összefonódás fogalmát meghatározza a rendelet. E szerint vállalkozások összefonódása jön létre:

- a) ha két vagy több független vállalkozás vagy vállalkozásrész összeolvad, továbbá
- b) irányításszerzéssel egy vagy több vállalkozás egésze vagy része felett,

szintén a b) pont szerinti fúzióknak minősül egy önálló gazdasági egység összes funkcióját tartósan ellátó közös vállalat létrehozása<sup>131</sup>.

Ahogy a fentiekből már kiderült az Európai Unióban a fúziókontrollt az Európai Bizottság végzi. A Bizottság vizsgálata több fázisból áll: a bejelentés vizsgálatából és a bejelentett összefonódás

---

<sup>127</sup> Tpv. 43/N. §

<sup>128</sup> Mark Furse: Competition Law of the EC and UK. Oxford University Press, 2008. 386.

<sup>129</sup> 139/2004/EK rendelet 1. cikk (A TANÁCS 139/2004/EK RENDELETE a vállalkozások közötti összefonódások ellenőrzéséről)

<sup>130</sup> 139/2004/EK rendelet 2.cikk

<sup>131</sup> 139/2004/EK rendelet 3.cikk (1),(4) bek.

értékeléséből.<sup>132</sup> A tervezett közösségi léptékű fúziókat be kell jelenteni a Bizottsághoz, amely megvizsgálja a bejelentést. A bejelentés alapján a Bizottság döntése lehet az ügy áttétele, megállapíthatja, hogy a fúzió nem tartozik a rendelet alá,<sup>133</sup> valamint a fúzió rendelet hatálya alá tartozását.

Amennyiben a Bizottság úgy határoz, hogy létezik egy elkülönült piac, és erre az összefonódásnak jelentős hatása lehet, az ügy egy részét vagy az egészet átteheti a tagállam hatáskörrel rendelkező hatóságához.<sup>134</sup>

A tervezett összefonódásról való bejelentést annak kézhezvétele után a Bizottság azonnal megvizsgálja.<sup>135</sup> Főszabály szerint 25 nap áll a Bizottság rendelkezésére határozata meghozatalára. Ha ez idő alatt nem hoz határozatot, akkor úgy kell tekinteni, hogy az összefonódás összeegyeztethető a belső piaccal.

Abban az esetben, ha a Bizottság megállapította, hogy a bejelentett felvásárlás a rendelet hatálya alá tartozik, azt közzéteszi.<sup>136</sup>

Amennyiben a Bizottság úgy állapítja, hogy - a rendelet hatálya alá tartozó - összefonódás nem támaszt komoly aggályokat a közös piaccal való összeegyeztethetőséget illetően, akkor kinyilvánítja az összeegyeztethetőségét a közös piaccal.<sup>137</sup> A bejelentés megvizsgálásának ideje alatt bármelyik fél - mind a Bizottság, mind pedig az érintett vállalkozások - szabadon javasolhatnak megoldásokat annak elkerülésére, hogy a Bizottság elutasítsa az összefonódásra irányuló szándékukat. A Bizottság csak olyan kötelezettségvállalásokat fogad el, amelyek hosszantartó, különleges és megfelelő megoldásokat nyújtanak bármilyen felmerülő problémára a tervezett összefonódással kapcsolatban, nem elegendő az ígéret az erőfölénnyel való visszaéléstől való tartózkodásra.<sup>138</sup> A Bizottság ebben az esetben feltételeket és kötelezettségeket határozhat meg annak biztosítása érdekében, hogy az érintett vállalkozások által tett kötelezettségvállalások teljesüljenek.<sup>139</sup>

---

<sup>132</sup> Christa Tobler-Jacques Beglinger-Wessel Geursen: Az EU versenyjogának szemléltető összefoglalása. Budapest, HVG-ORAC Kiadó, 2011. 58.

<sup>133</sup> 139/2004/EK rendelet 6.cikk (1) a)

<sup>134</sup> 139/2004/EK rendelet 4.cikk (4) bek.

<sup>135</sup> 139/2004/EK rendelet 6.cikk (1) bek.

<sup>136</sup> 139/2004/EK rendelet 4.cikk (3) bek.

<sup>137</sup> 139/2004/EK rendelet 6.cikk (1) b)

<sup>138</sup> Alina Kaczorowska: European Union Law. London, Routledge Kiadó, 2011. 917.

<sup>139</sup> 139/2004/EK rendelet 6.cikk (2) bek.

Előfordul, hogy a bejelentésben olyan fúzióról van szó, amely ugyancsak a rendelet hatálya alá tartozik, azonban az összeegyeztethetőséget illetően komoly kétségek merülnek fel, ezért a Bizottság az eljárást megindítja.<sup>140</sup>

A fent említett második fázisra - a bejelentett összefonódás bizottsági értékelésére - akkor kerül sor, ha komolyabb aggályok merülnek fel és ezért egy részletesebb vizsgálatra van szükség. Ilyen esetben elvben 90 nap alatt kell meghozni a határozatot.<sup>141</sup>

A Bizottság dönthet úgy, hogy az összefonódás a rendelet 8. cikk (1) bekezdésének megfelelően összeegyeztethető a piaccal.

Szintén megfelelhet a szabályoknak egy összefonódás, azonban csak feltételekkel és kötelezettségek fűzésével az érintett vállalkozásoknak (8. cikk (2)). Ezek a feltételek általában azt hivatottak biztosítani, hogy a versenytársak is hozzájuthassanak az összefonódásban résztvevők fontos eszközeihez.<sup>142</sup> A Bizottság a Nestlé és a Perrier vállalatok fúziója kapcsán kötelezte a Nestlét<sup>143</sup> bizonyos módosítások végrehajtására, többek között arra, hogy meghatározott forrásvíz márkáit el kell adnia egy olyan versenytársnak,<sup>144</sup> aki képes 3000 millió liter kapacitás kihasználására. Ilyen kötelezettség lehet például egy másik piaci szereplő számára technológiai licenciát biztosítani.<sup>145</sup>

Amennyiben az összefonódás már létrejött, és a közös piaccal összeegyeztethetetlennek bizonyult a Bizottság vizsgálata alapján vagy egy a határozathoz fűzött feltétel megsértésével valósult meg, a Bizottság többek között elrendelheti az összefonódás megszüntetését, pénzbírságot szabhat ki.<sup>146</sup>

---

<sup>140</sup> 139/2004/EK rendelet 6.cikk (1) c)

<sup>141</sup> Christa Tobler-Jacques Beglinger-Wessel Geursen (2011) i.m.58.

<sup>142</sup> Massimo Motta: Versenypolitika elmélet és gyakorlat. Budapest, Gazdasági Versenyhivatal Versenykultúra Központ, 2007. 287.

<sup>143</sup> 92/553/EGK Bizottsági határozat, 1., TÓTH Tihamér: Az Európai Unió versenyjoga. Budapest, Complex Kiadó, 2014 472-473.,

<sup>144</sup> Joanna Goyder - Albertina Albors-Llorens: Goyder's EC Competitive Law. Oxford University Press, 2009. 421. A Volvic márkát a BSN vásárolta meg.

<sup>145</sup> Fúziók: [http://ec.europa.eu/competition/consumers/merger\\_control\\_hu.html](http://ec.europa.eu/competition/consumers/merger_control_hu.html)

<sup>146</sup> 139/2004/EK rendelet 8.cikk (4), 14.cikk (2) bek.

A Bizottságot széles körű jogosítványok illetik meg annak érdekében, hogy e rendeletből fakadó feladatait el tudja látni, így információt kérhet az összefonódással érintett személyektől vagy vállalkozásoktól.<sup>147</sup>

A Bizottság az általa hozott határozatokat az Európai Unió Hivatalos Lapjában teszi közzé, amelyben fel kell tüntetni a felek nevét és a határozat tartalmának lényegét, természetesen ez nem sértheti az üzleti titok védelmét.<sup>148</sup>

#### 7.1.1. A fúziós teszt

A jelenleg hatályos - fent bemutatott - rendelet egyik újdonsága, hogy új fúziós tesztet vezetett be. Ez a SIEC- teszt (significant impediment to effective competition,<sup>149</sup> a hatékony verseny jelentős akadályozását vizsgáló teszt), amely az 1990 óta használt erőfölény (másnéven dominancia) tesztet váltotta fel.

A korábbi szabályozás a rendelet 2.cikk (2)-(3) bekezdésében az alábbiak szerint határozta meg a fúziós tesztet:

*„Valamely összefonódást, amely nem hoz létre, vagy nem erősít meg olyan erőfölényt, amelynek következményeként a közös piacon vagy annak egy jelentős részén a hatékony verseny jelentősen korlátozódna, a közös piaccal összeegyeztethetőnek kell nyilvánítani.”* *„Valamely összefonódást, amely olyan erőfölényt hoz létre vagy erősít meg, amelynek következményeként a közös piacon vagy annak egy jelentős részén a hatékony verseny jelentősen korlátozódna, a közös piaccal összeegyeztethetetlennek kell nyilvánítani.”*

---

<sup>147</sup> 139/2004/EK rendelet 11.cikk (1) bek.

<sup>148</sup> 139/2004/EK rendelet 20. (1)-(2) bek.

<sup>149</sup> Frank Maier -Rigaud - Kay Parpliese: Merger Control Five Years After The Introduction Of The SIEC Test: What Explains the Drop in Enforcement Activity? European Competition Law Review (ECLR) 2009. 576.

A most hatályos SIEC-teszt pedig így szól:

*„Azt az összefonódást, amely különösen erőfölény létrehozása vagy megerősítése következményeként a közös piacon vagy annak egy jelentős részén a hatékony versenyt nem akadályozná jelentősen, a közös piaccal összeegyeztethetőnek kell nyilvánítani.”*

*„Azt az összefonódást, amely különösen erőfölény létrehozása vagy megerősítése következményeként a közös piacon vagy annak egy jelentős részén a hatékony versenyt jelentősen akadályozná, a közös piaccal összeegyeztethetetlennek kell nyilvánítani.”<sup>150</sup>*

A két szabályozás közti különbség az, hogy a korábbi megfogalmazásban nélkülözhetetlen elem a gazdasági erőfölény kialakulása a verseny hatékony akadályozásához, az új rendeletben viszont csak különös feltétel.<sup>151</sup> A SIEC-teszt egy megdönthetetlen vélelmet állít fel, miszerint a gazdasági erőfölény létrejötte vagy megerősítése a piaci versenyt jelentősen gátolja, a dominancia tesztnél viszont még gazdasági erőfölényes helyzet esetében is lehet bizonyítani, hogy egyéb tényezők figyelembevételével (pl: hatékonyságjavulás) a vállalkozások közötti összefonódás a fogyasztó számára pozitívum.<sup>152</sup> Szigorúbb szabályozást tesz lehetővé az új teszt, ugyanis azokat az összefonódásokat is tilalmazza, amelyek nem gazdasági erőfölény létrehozásával akadályozzák a piaci versenyt.<sup>153</sup>

A Bizottság a 2004-ben kiadott közleményében megfogalmazta azokat az elemeket, amelyeket értékel az összefonódások engedélyezésének vizsgálata során, így *„az érintett termék- és földrajzi piacok meghatározását és az összefonódás versenyszempontú értékelését”*. A Bizottság az eljárása során figyelmet fordít a piaci részesedésre, arra, hogy esetleges kiegyenlítő tényezők nélkül milyen hatásokkal lenne a piacra az összefonódás, a piacra lépés lehetőségét, vagy a vevői erő kompenzációs, kiegyenlítő hatását.<sup>154</sup>

---

<sup>150</sup> 139/2004/EK Rendelet 2.cikk (2)-(3) bek.

<sup>151</sup> Szilágyi Pál: Új teszt az európai fúziókontroll során? *Jogi Fórum*, 2006.

<sup>152</sup> Szilágyi Pál: Fúziókontroll Magyarországon - *alapvetések*. In: A magyar versenyjog múltja és jövője: Jubileumi kötet a modern magyar versenyjog 20 éves fennállására. Budapest, PPKE-JÁK, 2011 154.

<sup>153</sup> Szilágyi Pál: Az összefonódások egyoldalú hatásainak megítélése az Európai Unió versenyjogában 2011. 10. Elérhető: [https://jak.ppke.hu/uploads/articles/12332/file/Szil%C3%A1gyi%20P%C3%A1l%20tezesek\\_hu.pdf](https://jak.ppke.hu/uploads/articles/12332/file/Szil%C3%A1gyi%20P%C3%A1l%20tezesek_hu.pdf)

<sup>154</sup> Iránymutatás a vállalkozások közötti összefonódások ellenőrzéséről szóló tanácsi rendelet szerint a horizontális összefonódások értékeléséről (2004/C 31/03) 4.



## VIII. Konklúzió

A világ meghatározó és kiemelkedő piaci szereplője az Amerikai Egyesült Államok és az Európai Unió. Mindkét területen számos nagyvállalat működik, amelyek célja, hogy minél nagyobb befolyást szerezzenek a piacon. Éppen emiatt a felvásárlások, összeolvadások szabályozásának kiemelt szerepet kell kapnia, amely mind az USA-ban, mind pedig az Európai Unió területén megvalósul. Azonban két teljesen különböző megközelítés figyelhető meg. Míg az Amerikai Egyesült Államokban a társasági jogi szabályozás - ezzel együtt a felvásárlásoké - elsősorban tagállami jogkörbe tartozik, az Európai Unióban a társasági jog egységesítésére törekszenek. Az Európai Unióban a 13. Társasági jogi irányelv létrehozásával a vállalati akvizíciókat érintő számos területen - közzétételi kötelezettség, méltányos ár fogalma, eljárási szabályok, kötelező ajánlattétel - igyekeztek véghezvinni a jogharmonizációt. Ennek értelmében Magyarországon a szabályozás megfelel az irányelvnek, a Tpt. hatálybalépése pozitív hatással volt a vállalatfelvásárlásokra.<sup>155</sup>

Az kétségtelen, hogy az irányelv előrelépést jelent a vállalatfelvásárlások szabályozását illetően, azonban a rengeteg kompromisszum miatt nagy áttörés nem mehetett végbe. Az irányelv kísérletet tesz arra, hogy csökkentse a vállalatok igazgatótanácsának hatalmát, miközben a részvényesek befolyása nő. Ennek érvényesítése érdekében került be az irányelvbe a semlegességi szabály, amely a vállalatfelvásárlás elleni védekezési módokról való döntést az igazgatótanács helyett a részvényeseknek delegálja. Azonban nem fogadta el minden tagállam és a kölcsönösségi szabály alkalmazása miatt, az sem köteles alkalmazni éles helyzetben, amelyik implementálta, így ez a szabály elveszíti a hatékonyságát. Ugyanez vonatkozik az áttörési szabályra is. Azt még a semlegességi szabálynál is kevesebben ültették át saját jogukba, így gyakorlatilag teljesen jelentéktelen.

Összehasonlítva az amerikai és az európai modellt, lényeges különbségeket figyelhetünk meg. Az akvizíciós irányelvben kiemelt szerepe van a kötelező vételi ajánlatnak, melynek a céltársaság minden szavazati jogot megtestesítő részvényére ki kell terjednie, Amerikában azonban nincs ilyen szabály. Szintén kiemelkedő jelentőséggel bír a kisebbségi részvényesek helyzete. Mind az irányelv, mind már

---

<sup>155</sup> Miskolczi (2004) i.m. 143.

a Williams Act azonos árat ír elő valamennyi részvényért, védve ezzel a kisebbségben lévő részvényeseket.<sup>156</sup>

A legfőbb eltérés - amely talán egyelőre mégsem olyan szembeütköző - az az igazgatótanács függetlensége. Mint már említettem a kontinensen az igazgatótanácsnak jóval kisebb függetlenséget szánnak, mint az Egyesült Államokban. Igyekeznek kevésbé kiszolgáltatottá tenni a részvényeseket, ezzel is növelve a piacon a kiszámíthatóságot. Ennek a felfogásnak nagy előnye lehet, hogy sokkal kisebb esély van az érdekek összeütközésére a vállalat menedzsmentje és a részvényesek (egyéb érdekeltek) között. Ugyanis, ha az akvizíció sikeresen végbemegy várható, hogy a céltársaság igazgatótanácsát az új tulajdonos leváltja, és elveszítik az állásukat. Ebből kifolyólag az igazgatótanács nem a részvényesek érdekeit tartja szem előtt és ellenezni fogja azt a felvásárlást, amelyik egyébként a részvények értékét növelné. Persze a védekezési módszerek nem csak akkor alkalmazandók, ha a cél a támadás visszaverése. Nagyon fontos funkciója a védekezésnek az új ajánlatok keresése és ezzel együtt az ajánlati ár minél magasabb kicsikarása a támadóból. Egyértelmű, hogy ilyen esetben a védekezési módszer alkalmazása a részvényeseknek is előnyös.

A korábbiakban részletesen bemutatott klasszikus védekezési módszerek az Egyesült Államokban alakultak ki, ezért felmerül az alkalmazhatóság kérdése egy teljesen más felfogású jogrendszerben. Véleményem szerint, éppen a nem egységesített uniós szabályozás miatt az alkalmazhatóságban sincs nagy eltérés. Természetesen a tagállami szabályozásokban, valamint a társaságok alapszabályában lefektettek miatt lehetnek eltérések.

A fent bemutatott jogesetektől is látszik, milyen hatékony lehet egy jól megválasztott stratégia egy ellenséges felvásárlással szemben valamint, hogy ez nem feltétlenül költséges. A Mylan vs. Perrigo esetben a céltársaság igazgatótanácsa az ajánlat értelmét kérdőjelezte meg - ami a legköltséghatékonyabb védekezések egyike - és ez elég is volt a támadás visszaveréséhez. Az Air Products vs. Airgas ügyből egyértelműen kiderül, hogy a staggered board és a poison pills együtt milyen komoly gátat jelenthet egy felvásárlásnál. Természetesen az is előnyös - a fent leírtak miatt - , ha a menedzserek és a részvényesek egy oldalon állnak, nincs komolyabb érdekütközés.

---

<sup>156</sup> Halász -Kecskés (2011) i.m. 454.

Az Európai Unió államai önálló szabályozásukkal a területükön székhellyel rendelkező vállalatokat igyekeznek megóvni, azonban az ebből származó különbségek a belső piac egységesítését akadályozzák, ami viszont elengedhetetlen a vállalatfelvásárlások, illetve a kísérletek számának növekedéséhez. Mivel a koncentrált tulajdonosi szerkezet változása figyelhető meg az Európai Unióban, várható, hogy ez a felvásárlások számának növekedéséhez fog vezetni, ami szintén egy érv lehet a szabályozás fejlesztésére.

Mindenképpen szükséges lenne már csak a jogbiztonság és az egyenlő feltételek biztosítása érdekében egy egységesen alkalmazható, értelmezhető és kiszámítható szabályozás elfogadása, amely a részvényesek - azon belül is a kisebbségi részvényesek - védelmének jogi eszközökkel való kikényszerítését is lehetővé tenné. Véleményem szerint ez megoldható lenne egy kevésbé megengedő irányelv elfogadásával vagy egy rendelettel, amely közvetlenül alkalmazható lenne az összes tagállamban. Ehhez elengedhetetlen, hogy az államok lemondjanak az önálló jogalkotásról ezen a jogterületen és az Európai Unióra bízzák annak kidolgozását.

## Hivatkozott irodalom

- ARMOUR, John-HANSMANN, Henry- KRAAKMAN, Reinier: AGENCY PROBLEMS, LEGAL STRATEGIES AND ENFORCEMENT. *The Harvard John M. Olin Discussion Paper Series*, 7/2009.
- Airgas, Inc. v. Air Prods. & Chems., Inc., 8 A.3d 1182 (Del. 2010)
- Skadden.com (Law firm): Air Products & Chemicals, Inc. v. Airgas, Inc. 2011.02.16.
- BAINBRIDGE, Stephen M.: Smith v. Van Gorkom. *Law and Economics Review*, 2008. 1.
- BEBCHUK, Lucian - COATES IV John - SUBRAMANIAN, Guhan: The powerful antitakeover force of staggered theory, evidence, and policy. *Stanford Law Review*, 2002/dec.
- BEBCHUK, Lucian: THE CASE FOR INCREASING SHAREHOLDER POWER *The Harvard John M. Olin Discussion Paper Series*, 9/2014.
- BERNSTEIN, David: Protecting the Pill. *International Financial Law Review (IFLR)* 2011/June
- BRAY, Chad: Perrigo urges shareholders to reject Mylan's hostile bid, 2015.09.17. *The New York Times* (online)
- C-212/97 sz. ügy: Centros Ltd v. Erhvervs-og Selskabsstyrelsen,
- CHALMERS, Henry R.: Delaware Supreme Court Approves Poison Pill Trigger Below 5 Percent. *American Bar Association Litigation News*, 2011/2.
- CHON, Gina: Poison Pill Lives As Airgas Wins Case, 2011.02.16. (*The Wall Street Journal*)
- ECKBO, B. Espen: Valuation Effects of Greenmail Prohibitions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 1990/January.
- Evidence from a natural experiment. *Journal of Financial Economics*, 2013/3.
- CNBC: Perrigo's shareholder reject Mylan takeover bid, 2015.11.13.
- CSEHI Zoltán: A jogi személy. Budapest, Lex Praxis, 2014.
- DUDÁS, Gergely: Miért verekszik az OMV és a Mol? 2007.10.08.
- FARKAS Csaba-JENOVAI Petra - NÓTÁRI Tamás - PAPP Tekla: *Társasági jog*. Szeged, Lectum Kiadó, 2009.
- FISH, Jill.E., Imprudent Power: Reconsidering US. Regulation of Foreign Tender Offers, *Northwestern University Law Review*, 1992-1993/2
- FUCHS, Stanley: Is the poison pill godd medecine? *Business Forum*, 1990.
- FURSE, Mark: *Competition Law of the EC and UK*. Oxford University Press, 2008

- FÚZIÓK (GVH tájékoztató): [http://www.gvh.hu/szakmai\\_felhasznaloknak/osszefonodasok\\_-\\_fuziok](http://www.gvh.hu/szakmai_felhasznaloknak/osszefonodasok_-_fuziok)
- GARA, Antoine: Up in the air: How airgas more than doubled by fighting a takeover, 2015.11.17 (Forbes)
- GILSON, Ronald J.: Drafting on Effective Greenmail Prohibition, *Columbia Law Review*, 1988/2
- GOYDER, Joanna - ALBORS-LLORENS, Albertina: Goyder's EC Competitive Law. Oxford University Press, 2009.
- HALÁSZ Vendel: Beveszik-e az amerikai méregpirulát az Európai Unióban? *EURÓPAI JOG*, 2012/1.
- HALÁSZ Vendel - KECSKÉS András: Döntsenek a befektetők? *Európai Jog* 2010/5.
- HEGYMEGI-BARAKONYI, ZOLTÁN-HORÁNYI, MÁRTON-BAKI: A magyar fúziókontroll fejlődésének egyes kérdései PPKE-JÁK, Budapest, 2011
- HALÁSZ Vendel - KECSKÉS András: *Társaságok a tőzsdén*, Budapest, HVG-ORAC, 2011
- HARSÁNYI Gyöngyi: Magyar értékpapírjog és jogszabálygyűjtemény. Novotni, Miskolc, 2000.
- HOPT, J. Klaus: European takeover reform 2012/2013 148.o.
- HVG: Lex Mol: szigorú, de nem kirívó eset, 2007.10.09. [hvg.hu](http://hvg.hu)
- INVESTOPEDIA: What is the difference between a "flip-in" and "flip-over" poison pill? 2015. április
- Investors Presentation (2015) (KRAFT HEINZ)
- Iránymutatás a vállalkozások közötti összefonódások ellenőrzéséről szóló tanácsi rendelet szerint a horizontális összefonódások értékeléséről (2004/C 31/03)
- JOGÁSZVILÁG: Meglepheti a cégeket az új versenyjogi szabályozás. 2017. 01. 11. (internetes cikk)
- JOHANSSON, Markus- TORSTENSSON Martin: Hostile takeovers the power of the prey. Master Thesis, Jönköping University, 2008.
- JONES, Alison-SUFRIN, Brenda: EU Competition Law. OUP, Oxford, 2011.
- KACZOROWSKA, Alina: European Union Law Routledge Kiadó, London, 2011
- KECSKÉS András - HALÁSZ Vendel: Ellenséges vállalatfelvásárlások az Egyesült Államokban, *JURA*, 2011/2.
- KECSKÉS, András -HALÁSZ, Vendel: STOCK CORPORATIONS, Budapest, HVG-ORAC, 2013
- KERESZTES Imre: Ketchup a sajtra, HVG 2015/14

- KISFALUDI András: Társasági jog. Budapest, Complex Kiadó, 2007.
- KOONS, Cynthia: Mylan's hostile bid for Perrigo fails, 2015.11.13 Bloomberg
- MAGNUSON, William: Takeover Regulation in the United States and Europe: an Institutional Approach, Pace International Law Review, 2009/1.
- MAIER-RIGAUD, Frank - PARPLIESEU, Kay: Merger Control Five Years After The Introduction Of The SIEC Test: What Explains the Drop in Enforcement Activity? European Competition Law Review (ECLR) 2009.
- MISKOLCZI BODNÁR Péter: *EURÓPAI TÁRSASÁGI JOG*, Budapest, KJK-KERSZÖV,
- 2004
- MOTTA, Massimo: Versenypolitika elmélet és gyakorlat. Gazdasági versenyhivatal Versenykultúra Központ, Budapest, 2007.
- 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.
- NOLOP, Bruce: A vállalat felvásárlás szabályai, Harvard Business Review, 2007. szeptemberi szám
- PEARCE, John A. II- ROBINSON, Richard B., Jr.: Hostile takeover defenses that maximize shareholder wealth. Business Horizons 2004. 47/5.
- Revlon, Inc.v.MacAndrews & Forbes Holdings, Inc 506 A.2d 173 (Del.1985)
- Smith v. Van Gorkom 488 A.2d 858 (Del. 1985)
- SZABÓ Marcel-LÁNCOS Petra Lea-GYENEY Laura: Az Európai Unió jogi fundamentumai, Szent István Társulat Budapest 2015.
- SZABÓ Marcel-LÁNCOS Petra Lea-GYENEY Laura: Uniós szakpolitikák. Szent István Társulat, Budapest, 2015.
- SZILÁGYI Pál: Az összefonódások egyoldalú hatásainak megítélése az Európai Unió versenyjogában 2011.
- SZILÁGYI Pál: Fúziókontroll Magyarországon- alapvetések 2011, A magyar versenyjog múltja és jövője
- SZILÁGYI Pál: Új teszt az európai fúziókontroll során? Jogi Fórum 2006.

- T/12718. számú törvényjavaslat a tisztességtelen piaci magatartás és a versenykorlátozás tilalmáról szóló 1996. évi LVII. törvény, valamint a fogyasztókkal szembeni tisztességtelen kereskedelmi gyakorlat tilalmáról szóló 2008. évi XLVII. törvény módosításáról
- THE TAKEOVER BIDS DIRECTIVE ASSESSMENT REPORT (2012)
- TOBLER, Christa-BEGLINGER, Jacques-GEURSEN, Wessel: Az EU versenyjogának szemléltető összefoglalása HVG-ORAC Kiadó, Budapest 2011,
- TÓTH Tihamér: Az Európai Unió versenyjoga 2014, Budapest Complex Kiadó
- Unocal v. Mesa Petroleum 493.A.2D946. DEL.1985
- VINCE Péter: Vállalatfelvásárlások egy kialakuló piacon, Közgazdasági Szemle, LVI. évf., 2009. január
- WISH, Richard: Versenyjog. HVG-Orac Kiadó, Budapest. 2010.
- WHITKOCK, Tobias J.: The Board Neutrality and Breakthrough Rules in the European Union - A Case for Reform 2014
- ZARIN, Samim-YANG, Erik: Mergers & Acquisitions: Hostile takeovers and defense strategies against them, 2011.

#### Egyéb felhasznált irodalom

- Commission of the Communities: Report on the implementation of the Directive Bids 2007. Elérhető: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report_en.pdf)
- BEBCHUCK, Lucian - JACKSON, Robert J.: Toward A Constitutional Review Of The Poison Pill. Columbia Law Review, 2004/6.
- CHIKÁN Attila: Vállalat-gazdaságtan. Budapest, Aula Kiadó, 2008.
- COHEN, Alma - WANG, Charles C.Y.: How do staggered boards affect shareholder value?
- CYRAN, Robert: Mylan's hostile bid for Perrigo has shortcomings 2015.09.08. (The New York Times) <http://www.nytimes.com/2015/09/09/business/dealbook/mylans-hostile-bid-for-perrigo-has-shortcomings.html>
- FERRARINE, Guido-MILLER P., Geffroy: A Simple Theory of Takeover Regulation in the United States and Europe 2010.

- HARSÁNYI Gyöngyi: Az értékpapírok és értékpapírügyletek joga. Protestáns Jogi Oktatásért Alapítvány, Budapest, 2009.
- RAINEY, Robin Antoinette: State Regulation of Tender Offers Reexamined. Tulsa Law Review, 1983/2.
- SZÉCHÉNYI László: Értékpapírjog. Dialóg Campus, Budapest - Pécs, 2002.
- The Kraft Heinz company announces completion of the merger between Kraft Foods Group and H.J. Heinz holding corporation, 2015.07.02. Elérhető: <http://news.heinz.com/press-release/finance/kraft-heinz-company-announces-successful-completion-merger-between-kraft-foods>
- THEOBALD, Tyler: Hostile Takeovers and Hostile Defenses: A Comparative Look at U.S. Board Deference and the European Effort at Harmonization <http://law.bepress.com/cgi/viewcontent.cgi?article=8759&context=expresso> 2006.

#### Hivatkozott jogszabályok

- Pennsylvania Consolidated Statutes
- 1934. évi Securities and Exchange (48 Stat. 881, 15 U.S.C. §§ 78a et seq.)
- 1968. évi Williams Act
- A Tanács 4064/89/EGK rendelete a vállalkozások közötti összefonódások ellenőrzéséről
- 1996. évi LVII. törvény a tisztességtelen piaci magatartás és a versenykorlátozás tilalmáról
- 1996. évi CXI. törvény az értékpapírok forgalomba hozataláról, a befektetési szolgáltatásokról és az értékpapír-tőzsdéről
- 2001. évi CXX. törvény a tőkepiacról
- Az Európai Parlament és a Tanács 2004/25/EK irányelve a nyilvános vételi ajánlatról
- 2007. évi CXVI. tv a közellátás biztonsága szempontjából kiemelkedő jelentőségű vállalkozásokat érintő egyes törvények módosításáról
- A Tanács 139/2004/EK rendelete a vállalkozások közötti összefonódások ellenőrzéséről
- 2013. évi V. törvény a Polgári Törvénykönyvről
- A dolgozatban található összes internetes hivatkozás letöltési ideje egységesen: 2017. március 1.