

## LEGJOBB VÉDEKEZÉS A TÁMADÁS?

*Avagy milyen védekezési módszerek állnak rendelkezésre  
a célvállalkozásnak egy esetleges felvásárlással szemben?*

SZITA Natasa  
PhD-hallgató (PPKE JÁK)

### 1. Bevezetés

2020. június 18-án és augusztus 18-án lezárult<sup>1</sup> az a két tranzakció, melynek eredményeként először a Mathias Corvinus Collegium Alapítvány<sup>2</sup>, majd a Budapesti Corvinus Egyetem alapítványa, a Maecenas Universitatis Corvini Alapítvány megszerezte a korábban állami tulajdonban lévő Richter Gedeon Vegyészeti Gyár Nyilvánosan Működő Részvénytársaság 10-10%-os részvénytársaságját.

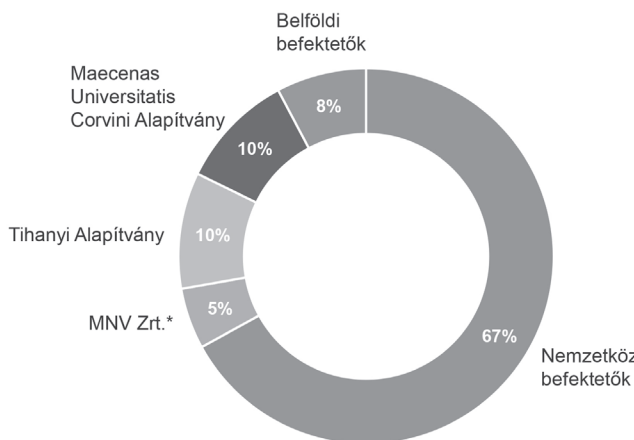
2020. május 21-én lépett hatályba ugyanis a Mathias Corvinus Collegium tehetőség gondozási programjának és a Maecenas Universitatis Corvini Alapítvány oktatási tevékenységének támogatásáról szóló 2020. évi XXVI. törvény (a továbbiakban: „2020-as Vagyonjuttatási törvény”), melynek 3. § és 6. §-ai rendelkeztek az alapítványok részére történő vagyonjuttatásról.

Ezen lépést előzte meg, hogy 2019-ben hatályba lépett a Maecenas Universitatis Corvini Alapítványról, a Maecenas Universitatis Corvini Alapítvány és a Budapesti Corvinus Egyetem részére történő vagyonjuttatásról szóló 2019. évi XXX. törvény, amelynek értelmében a Maecenas Universitatis Corvini Alapítvány bizalmi vagyonkezelésébe került 18.637.486 darab Richter Gedeon Nyrt. részvény. Annak ellenére, hogy az állam közvetlen befolyása csökkent ezen bizalmi vagyonkezelésbe adással, a részvényhez kapcsolódó szavazati jogot még mindig együtt kellett gyakorolni a vagyonkezelőnek és a magyar államnak, így a magyar állam 25,25%-nyi szavazati jog felett rendelkezett.

<sup>1</sup> Richter Gedeon Nyrt. tájékoztató. Elérhető: <https://www.bet.hu/newkibdata/128451362/RCH200819ER01H.pdf>; <https://www.bet.hu/newkibdata/128425894/RCH200618ER01H.pdf>

<sup>2</sup> Névváltoztatás előtt Tihanyi Alapítvány.

A 2020 nyári részvényátruházási ügylet következményeként azonban az alapítványok a bizalmi vagyonekezelés helyett önálló szavazati joggal rendelkező tulajdonosai lettek a részvényeknek, az állam 25,25%-os részesedése 5,25%-ra csökkent a Richter Gedeon Nyrt.-ben. A részvénytársaság tulajdonosi szerkezete tehát lényegesen megváltozott. A magyar államnak már nincsen meg a blokkoló kisebbséget biztosító részvénytársaságja,<sup>3</sup> így egy esetleges ellenséges akvizíció esetén egyedüli részvényesként nem tudja megakadályozni a Richter felvásárlását.



*Forrás: Richter Gedeon Nyrt.<sup>4</sup>*

A 2020-as Vagyonjuttatási törvénybe ugyan bekerült, hogy ha az alapítványok a tulajdonukba került vagyonelemet el kívánják idegeníteni, akkor az állam felé ajánlati nyilatkozatot kell tenniük, melyre tekintettel az államnak vételi joga van. Amennyiben azonban az állam úgy dönt, hogy nem él ezzel a jogával, vagy a nyilatkozat közzétételétől számított 90 napon belül nem tesz nyilatkozatot, akkor a vételi jog megszűnik.<sup>5</sup>

Ebben az esetben az alapítványok a tulajdonukba került részvényeket szabadon eladhatják, melynek eredményeképp a Richter Nyrt. jóval kiszolgáltatottabbá válna egy ellenséges felvásárlással szemben.

Felmerül tehát a kérdés, hogy egy felvásárlásra irányuló támadás esetén a megtámadott vállalkozásnak milyen lehetőségei vannak a védekezésre az uniós és a magyar szabályozás alapján?

<sup>3</sup> NAGY Viktor; Bogsch Erik: Megnyílhat az út, hogy a Richter felvásárlás áldozatává váljon. <https://www.portfolio.hu/uzlet/20200512/bogsch-erik-megnyilhat-az-ut-hogy-a-richter-felvasarlas-aldozatavajlon-431236>

<sup>4</sup> A Richter Csoport 2020. I. félévi jelentése – prezentáció. [https://www.richter.hu/hu-HU/Befektetok/prezentaciok/Prezentaciok/RICHTER-2020-H1\\_HU\\_v%C3%A9gleges\\_OK.pdf](https://www.richter.hu/hu-HU/Befektetok/prezentaciok/Prezentaciok/RICHTER-2020-H1_HU_v%C3%A9gleges_OK.pdf)

<sup>5</sup> 2020. évi XXVI. törvény 3. § (4) bek. és 7. § (4) bek.

## 2. A vállalatfelvásárlások szabályozása az Európai Unióban és Magyarországon

A vállalatfelvásárlás (magyar terminológiában befolyásszerzés) egy részvényfelvásárlási ügylet, amely során az ajánlattevő vállalat megszerzi a céltársaság feletti kontrolljogot a tőzsdére bevezetett részvények felvásárlása útján.<sup>6</sup> A különböző érdekek és érdekellentétek alapján ezen ügyletek lehetnek barátiak, ha az ajánlat megtételekor az ajánlattevő rendelkezik a céltársaság menedzsmentjének támogatásával, ha viszont nem, akkor az ajánlat ellenségesként definiálható.<sup>7</sup>

Érdemes kiemelni, hogy gyakran a részvényesek és a menedzsment érdekei ellentétesek, ugyanis sok esetben az igazgatótanács azért nem támogatja a felvásárlást, mert annak sikeressége esetén nagy valószínűséggel leváltanák az igazgatótanácsot.<sup>8</sup> Ezzel szemben a részvényesek érdeke, hogy a részvényeik minél többet érjenek így, ha a felvásárló vagy az irányítást megszerző (akvizítor) számukra előnyös ajánlatot tesz, ők támogatni fogják a felvásárlást.

További érdekütközés lehet a részvényesek és az igazgatótanács között, ha valamilyen gazdasági, vagy esetleg nemzetgazdasági érdek miatt ellenzi az igazgatótanács a felvásárlást.<sup>9</sup>

Ha a szabályozás történeti előzményeit vizsgáljuk, a vállalatfelvásárlásra vonatkozó rendelkezések az Amerikai Egyesült Államokban korábban megjelentek, mint – Nagy-Britanniát leszámítva – Európában. Ennek alapvető oka a két térség vállalkozásainak tulajdonosi szerkezeteiben fellelhető különbségek. Amerikában és Angliában ugyanis jellemzően szórt (plurális) a részvényesi struktúra, tehát magas a közkezen lévő tulajdoni hányad, a részvények általában nem egy kézben összpontosulnak, hanem több aránylag kisebb részesedéssel rendelkező részvényes van.<sup>10</sup>

Európában ezzel szemben koncentrált tulajdonosi struktúra a jellemző, a részvények meghatározó százaléka egy kézben van, amely jellemzően családi vállalkozásnál fordul elő.

A következőkben az Európai Unió és a magyar szabályozást ismertetem részletebben.

Az Európai Unió egységes belső piacának kialakítása elengedhetlenné tette a tagállamok eltérő társasági jogi – és azon belül a vállalatfelvásárlásra vonatkozó – szabályozásának harmonizációját.

Az Európai Parlament és a Tanács nyilvános vételi ajánlatról szóló 2004/25/EK (2004. április 21.) irányelvét (továbbiakban: 13. társasági jogi irányelv, vagy irányelv) – amely a vállalatfelvásárlásról rendelkezik – hosszú egyeztetéseket követően fogadták el. Évtizedekig tartó küzdelmek után az uniós jogalkotók a társasági jogra vonatkozóan

<sup>6</sup> MISKOLCZI BODNÁR Péter: *Európai társasági jog*. Budapest, Kjk-Kerszöv, 2004. 118.

<sup>7</sup> HALÁSZ Vendel – KECSKÉS András: Döntsenek a befektetők? *Európai Jog*, 2010/5. 13–14.

<sup>8</sup> John ARMOUR – Henry HANSMANN – Reinier KRAAKMAN: Agency Problems, Legal Strategies And Enforcement. *The Harvard John M. Olin Discussion Paper Series*, 7/2009. 2.

<sup>9</sup> Ilyen volt például Magyarországon a MOL Nyrt. OMV általi megtámadása is.

<sup>10</sup> KECSKÉS András – HALÁSZ Vendel: Ellenséges vállalatfelvásárlások az Egyesült Államokban. *Jura*, 2011/2. 163.

minimum harmonizációban tudtak csak megállapodni. Az egyik legfontosabb kérdés vonatkozásában, amely a később ismertető neutralitási szabály, az opcionális (nem kötelező) szabályozás a jellemző, tehát a tagállamok dönthetnek az alkalmazásukról.<sup>11</sup>

Látni fogjuk, hogy ez a szabályozási módszer végigvonul a 13. társasági jogi irányelvben is, vagyis több rendelkezés bevezetését a tagállamok diszkréciójára bízta.

Magyarországon – a 13. társasági jogi irányelvre tekintettel is meghozott – a tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvényben (továbbiakban Tpt.) találjuk a vállalatfelvásárlásokra vonatkozó szabályokat, így a kötelező ajánlattételre, a közzétételi kötelezettségekre, a neutralitási és áttörési szabályra, az opciós modell, valamint a kiszorítási és eladási jogra vonatkozó rendelkezéseket.

## 2.1. A kötelező ajánlattétel

A kötelező ajánlattételről az irányelv 5. cikke rendelkezik. Ez alapján 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>12</sup> A tagállamoknak kell megállapítaniuk azt a küszöbértéket – és annak kiszámítási módszerét –, melynek elérésétől kötelező vételi ajánlatot tenni. Így eltérőek a tagállamok erre vonatkozó szabályozásai. Az unió országaiban leginkább a szavazati jogot megtestesítő részvények harmadának megszerzése a kötelező ajánlattétel határa (pl. Belgium, Németország).<sup>13</sup>

Hazánkban nyilvános vételi ajánlatot kell tenni a 25%-nál nagyobb befolyásszerzéshez, ha a befolyást megszerző részvényesen kívül senki nem rendelkezik 10%-ot meghaladó részesedéssel, vagy a 33%-os befolyásszerzéshez.<sup>14</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>15</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 ajánlattételi kötelezettség, míg Magyarországon épp fordítva, a szerzés előfeltétele az ajánlattétel.

A magyar szabályozás azonban négy esetben az általánostól eltérően rendelkezik az ajánlattétel időpontjáról: ha a befolyásszerzésre nem a befolyást szerző közvetlenül erre irányuló magatartása következtében; vételi jog, visszavásárlási jog érvényesítése, illetőleg határidős vételi megállapodás teljesítése alapján; *állami vagyongazdálkodó szervezet által lefolytatott, törvényben szabályozott eljárás keretében*; vagy összehangolt eljárás

<sup>11</sup> Jonathan MUKWIRI: The End of History for the Board Neutrality Rule in the EU. *European Business Organization Law Review*, 2019. november 12. 3–4.

<sup>12</sup> MISKOLCZI BODNÁR i. m. 133.

<sup>13</sup> Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids. [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) 13–14.

<sup>14</sup> Tpt. 68.§ (1) bek.

<sup>15</sup> CSEHI Zoltán: *A jogi személy*. Budapest, Lex Praxis, 2014. 121.

ró személyek együttműködése eredményeképpen került sor.<sup>16</sup> Ezekben az esetekben a befolyásszerzésről szóló rendkívüli tájékoztató közzétételétől számított 15 napon belül kell a vételi ajánlatot megtenni.<sup>17</sup>

Az egymással összehangoltan eljáró személyek befolyásszerzése esetén együttesen kötelesek ajánlatot tenni, kivéve, ha megegyeznek egy ajánlattevőben.<sup>18</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>19</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.

A fenti kötelező ajánlattételre vonatkozó szabályok célja tehát, ahogyan azt az Európai Parlament egy 2013-as határozatában is hangsúlyozta, hogy a kisebbségi részvényesek védelme érdekében lehetővé tegyék, hogy a lehető legmagasabb áron adják el a részvényeiket.<sup>20</sup>

## 2.2. A közzétételi kötelezettségek

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>21</sup> Az ezzel összefüggő hazai szabályozás a Tpt. 69.§ (1) bekezdésében található. Eszerint az ajánlat közzététele a felügyelet – amely jelenleg a Magyar Nemzeti Bank – jóváhagyásához kötött.

A magyar 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>22</sup>

A védekező vállalat számára a közzétételi követelmények lehetővé teszik, hogy előálljanak valamilyen védekezési módszerrel a tényleges ajánlattal szemben. Éppen ezért

<sup>16</sup> Tpt. 68.§ (2) bek.

<sup>17</sup> HALÁSZ–KECSKÉS (2010) i. m. 19.; Tpt. 68. § (2) bek., 55. § (2) bek. 61. §.

<sup>18</sup> Tpt. 68.§ (3) bek.

<sup>19</sup> MISKOLCZI BODNÁR (2004) i. m.134.

<sup>20</sup> European Parliament resolution of 21 May 2013 on the application of Directive 2004/25/EC on takeover bids (2012/2262(INI)) 3. Elérhető: <https://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+TA+P7-TA-2013-0198+0+DOC+PDF+V0//EN>

<sup>21</sup> 13. társasági jogi irányelv 6. cikk (3) bek.

<sup>22</sup> 13. társasági jogi irányelv 10. cikk

a közzétételi kötelezettség feltétlenül szükséges ahhoz, hogy a céltársaság megfelelő védekezést tudjon alkalmazni.

### 2.3. Neutralitási szabály

A 13. társasági jogi irányelv 9. cikkében megfogalmazott szabály lényege az, hogy a céltársaság igazgatóságának a felvásárlási ajánlathoz semlegesen kell viszonyulnia, és a társaság közgyűlésének erre vonatkozó határozata nélkül – más ajánlatok keresését kivéve – nem hozhat olyan döntést, mely a felvásárlás megakadályozására irányul.

Tehát a rendelkezés érvényesülése esetén a társaság legfőbb szerve, a közgyűlés jogosult dönteni arról, hogy „ellenséges-e” a felvásárlási ajánlat, és ezért indokolt-e védekezni ellene. Másként megfogalmazva azt jelenti a semlegességi szabály, hogy a céltársaság igazgatóságának a felvásárlással kapcsolatos, azt akadályozni, megghiúsítani akaró minden intézkedéséhez a közgyűlés felhatalmazása szükséges az ajánlat-tételtől való tudomásszerzéstől az ajánlat lezárásáig (vagy hatálytalanná válásáig).<sup>23</sup> Természetesen segítheti, felgyorsíthatja a felvásárlás folyamatát, ha a közgyűlés nem ad felhatalmazást az igazgatóságnak, és az semlegesen, bármiféle intézkedés nélkül kénytelen kezelni a vételi ajánlatot.

A szabály nem tiltja a védekezési módok elfogadását, csak a közgyűlés (részvényesek) döntésétől teszi függővé.<sup>24</sup>

Az uniós szabályozás azonban igen megengedő, a 13. társasági jogi 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, hogy a belső szabályozásukban 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, akkor 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. Az európai kontinensen hagyományosan – ellentétben az Egyesült Királysággal és az Egyesült Államokkal – a vállalatok tulajdonosi szerkezete nem szórt; ez azonban kezd változni, éppen ezért egyre nagyobb a semlegességi szabály jelentősége a kontinensen.<sup>25</sup>

<sup>23</sup> 13. társasági jogi irányelv 9.cikk (2). Felhatalmazás szükséges legfőképp a részvénykibocsátás előtt.

<sup>24</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>25</sup> *The Takeover Bids Directive assessment report*. Publications Office of the EU, 2012. [a továbbiakban: Takeover Study (2012)] 191.

A semlegességi szabályt az Európai Unió tagországainak többsége elfogadta, bár a legtöbb országban már volt ehhez hasonló előírás.<sup>26</sup>

Magyarországon a Tpt. 73/A. § (1) bekezdése – elutasítva a szabály kötelező alkalmazását – úgy rendelkezik, hogy a vállalkozások az alapszabályukban kiköthetik a semlegességi szabályt. Ez azonban nem zárja ki, hogy a céltársaság igazgatósága ellenajánlat tételét segítse elő, továbbá a közgyűlés által – még az ajánlattételi szándékról hozott döntést megelőzően – jóváhagyott határozat végrehajtása érdekében hozzon döntést, ha ez a céltársaság szokásos üzleti tevékenységébe tartozik.<sup>27</sup>

Lényeges hangsúlyozni, hogy ilyen alapszabályi rendelkezés hiányában a magyar jog hatálya alatt álló társaság igazgatóságának nem kell semlegesen viszonyulnia a felvásárlási ajánlathoz, hanem hozhat olyan – például a saját részvény megszerzésére irányuló – döntéseket, melyek alkalmasak a befolyásszerzés megzavarására.

Az Európai Unión 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 azonban egyáltalán nem található meg az igazgatótanács semlegességére utaló szabály.<sup>28</sup>

#### 2.4. Az áttörési szabály

Az áttörési szabályt a 13. társasági jogi 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>29</sup>

Amennyiben az ajánlattevő a szavazati jogokat megtestesítő tőke legalább 75%-át megszerzi, az előbbieken említett rendelkezéseket nem lehet alkalmazni.

Az áttörési szabály így 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>30</sup> megkönnyítve ezzel a felvásárlást. Nagyon kevés tagállam implementálta ezt a szabályt (pl. Litvánia, Lettország és Észtország). Az irányelv csak

<sup>26</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.

<sup>27</sup> Tpt. 73/A (2) bek.

<sup>28</sup> Takeover Study (2012) i. m. 199–202.

<sup>29</sup> 13. társasági jogi irányelv 11. cikk (2)–(3) bek.

<sup>30</sup> Takeover Study (2012) i. m. 195.

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.

Annak ellenére, hogy Magyarország nem tette kötelezővé az áttörési szabályt, az itt székhellyel rendelkező társaságok számára megvan a lehetőség, hogy az alapszabályaikban ezt magukra nézve kötelezővé tegyék.<sup>31</sup>

Akkor, ha egy társaság ezt a szabályt alkalmazza, szükség lenne a részvényesek beleegyezésére ahhoz, 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>32</sup> Mivel nagyon alacsony az elfogadása a tagországok részéről az áttörési szabálynak, valamint a társaságok sem élnek az alkalmazás lehetőségével, teljesen hatástalannak mondható ez az uniós rendelkezés.<sup>33</sup>

## 2.5. 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 73/A. §, 76/A. § illetve B. §-a – amint már említettem – feljogosítja a társaságokat, hogy alapszabályaikban döntsenek az áttörési és semlegességi szabályok bevezetéséről. Az Unió államai többségének jogrendszerében megtalálható a kölcsönösségi szabály, melyet az Irányelv 12. cikk (3) bekezdése tartalmaz. 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>34</sup>

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>35</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 alapszabályaik alapján alkalmazhatják azt. Ilyen esetekben csak akkor van rele-

<sup>31</sup> Tpt. 76/A. §.

<sup>32</sup> Takeover Study (2012) i. m. 195.

<sup>33</sup> Takeover Study (2012) i. m. 195.

<sup>34</sup> WHITLOCK (2014) i. m. 43.

<sup>35</sup> Takeover Study (2012) i. m. 192.



vanciája 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>36</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, azok és a kölcsönösségi szabály alkalmazása is a társaságok döntésétől függ. A Tpt. a 73/A. § (7) bekezdése 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>37</sup>

## 2.6. A kiszorítási és eladási jog

A kiszorítási jogra (*squeeze-out*) vonatkozó 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>38</sup>

Ennek fordítottja, az eladási jog (*sell-out*) a 16. cikkben a kisebbségi részvényeseknek is biztosított, 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>39</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.

<sup>36</sup> Uo. 193.

<sup>37</sup> Tpt. 73/A.§ (7) és 76/A.§ (3) bek.

<sup>38</sup> 13. társasági jogi irányelv 15. cikk.

<sup>39</sup> Tpt. 76/D. §.

### 3. A vállalatfelvásárlás elleni védekezési módszerek

A vállalatfelvásárlás elleni védekezési módszereknek több funkciója van: 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>40</sup> vagy csak lehetőséget biztosít a megtámadott vállalkozásnak, hogy tárgyaljon az árról.

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 csoportba tartozók célja, hogy minél kevésbé tegyék vonzóvá a céltársaságot a támadó számára, ilyen többek között a méregpirula. A másodikba tartozókat a vételi ajánlat megtételét követően alkalmazzák, rövid távú cél, hogy visszaverjék a már tényleges fenyegetést.<sup>41</sup>

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

Az utóbbi csoportba tartozó módszereket akkor alkalmazzák, amikor a vállalkozás már ki van téve az ellenséges felvásárlásnak, az ajánlattétel megtörtént.<sup>42</sup>

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

Az uniós szabályozás lényege, hogy megkönnyítse az ajánlattételt, de ezzel együtt lehetőséget is biztosítson a részvényeseknek a megfelelő ellenőrzéshez, amikor az ajánlat értékéről döntenek. Emellett a védekezési módszerek alkalmazása lehetőséget teremthet a magasabb árban való megegyezéshez, fontos szerepük van a részvényesek és más érdekeltek érdekeinek megóvásában.<sup>43</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, melyek elfogadásáról – ahogy már a korábbiakban említettem – szabadon dönthetnek a tagállamok.

<sup>40</sup> Takeover Study (2012) i. m. 185.

<sup>41</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>42</sup> Takeover Study (2012) i. m. 185–187.

<sup>43</sup> Takeover Study (2012) i. m. 188.

### 3.1. A preventív védekezési módszerek áttekintése

#### 3.1.1. Felfújódott hal (*Blowfish*)

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 nagynak és erősnek tűnjön. Ezt például vagyontárgyak megvételével lehet elérni. Mivel nő a céltársaság értéke, ezért az esetleges felvásárlás is többre kerülne a támadónak, és ez eltántoríthatja a felvásárlást fontolgató vállalkozást.<sup>44</sup>

#### 3.1.2. Méregpirula (*Poison pills*)

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 befektetésen, 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>45</sup> is). Lényeges különbség a két típus közt, hogy a *flip-in* esetén a védekező társaság jogot 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 elsőhöz képest lényeges különbség, hogy a felvásárlást követően létrejövő új társaság értékpapírjaihoz juthatnak a részvényesek.<sup>46</sup> Ezek a jogok akkor válnak érvényesíthetővé, ha a felvásárlás már végbement; ilyenkor kötelező a részvények eladása, amely a céltársaság részvényesei nagyarányú részvénytulajdonlásához vezet.<sup>47</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>48</sup>

<sup>44</sup> Markus JOHANSSON – Martin TORSTENSSON: *Hostile Takeovers The Power of the Prey*. Master Thesis. Jönköping University, 2008. 12.

<sup>45</sup> Henry R. CHALMERS: Delaware Supreme Court Approves Poison Pill Trigger Below 5 Percent. *American Bar Association Litigation News*, 2011/2. 8.

<sup>46</sup> PIERCE-ROBINSON i. m. 18–19.

<sup>47</sup> 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>

<sup>48</sup> HALÁSZ Vendel: Beveszik-e az amerikai méregpirulát az Európai Unióban? *Európai Jog*, 2012/1. 8.

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>49</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>50</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 – a semlegességi szabály alkalmazása esetén – a részvényesek beleegyezésével, hiszen az alapszabály módosításához szükséges a közgyűlés döntése. Természetesen ez hosszabb időbe telik, mintha kizárólag az igazgatótanács döntene az elfogadásról.

### 3.1.3. Lépcsőzetes igazgatótanács (*Staggered board*)

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

Egy példa a lépcsőzetes igazgatótanács működésére. Ha 15 tagból<sup>51</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>52</sup> A lépcsőzetes igazgatótanácsnak az 1980-as években kezdett el nőni a jelentősége, amely a méregpirula taktika 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 hatékonyan akadályozza az irányítás megszerzését. 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>53</sup> Ez a védekezési módszer olyannyira elterjedt az Egyesült Államokban, hogy egy

<sup>49</sup> Stanley FUCHS: Hostile Corporate Takeovers: Is the Poison Pill Good Medicine? *Business Forum*, 1990. 8.

<sup>50</sup> PIERCE- ROBINSON i. m.18.

<sup>51</sup> A magyar Polgári Törvénykönyvről szóló 2013. évi V. törvény legalább 5 tagot határoz meg.

<sup>52</sup> Lucian BEBCHUK – John COATES IV – Guhan SUBRAMANIAN: The powerful antitakeover force of staggered theory, evidence, and policy. *Stanford Law Review*, 2002/dec. 5.

<sup>53</sup> BEBCHUK – COATES IV – SUBRAMANIAN (2002) i. m. 1.

2002-es kutatás szerint a részvénytársaságok közel 60%-ának volt ilyen lépcsőzetes igazgatótanácsa, és a Standard & Poor's 500-as listáján mintegy a felének.<sup>54</sup>

Mindezekből kitűnik, hogy ezzel a módszerrel megakadályozható, hogy az ellenséges felvásárló azonnal egy számára szimpatikus igazgatótanácsot telepítsen a felvásárolni kívánt társaságba azzal a céllal, hogy előmozdítsa az akvizíció utáni stratégiaváltozásokat.<sup>55</sup> Azonban önmagában nem tekinthető hatékony megoldásnak, ugyanis attól nem tudja eltántorítani a felvásárlást szándékozót, hogy nagy mennyiségű részvényt vásároljon. Éppen ezért kell, ahogy fent már utaltam rá más védekezési módszerrel – például méregpirulával – együtt alkalmazni.

#### 3.1.4. Arany ejtőernyő (*Golden parachute*)

Az arany ejtőernyő védekezési módszer lényege, hogy a célvállalat felvásárlásakor – a cég részvényei meghatározott százalékanak megszerzése esetén<sup>56</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 erőlyesen a támadással szemben, ami szintén ellentétben állhat a részvényesek akaratával.

A *golden parachute* alkalmazása elbizonytalaníthatja a támadó céget és költsége-sebbé teszi a felvásárlást, de ez nem jelent teljes garanciát a támadás kivédésére. Ugyan megdrágítja az akvizíciót az ilyen jellegű juttatás, azonban a felvásárlás során felmerült tényleges költségekhez képest nem tekinthető számottevőnek.<sup>57</sup>

### 3.2. Az ajánlattételt követően alkalmazható védekezési módszerek

#### 3.2.1. Az ajánlat értelmének megkérdőjelezése (*Attack the logic of the bid*)

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

<sup>54</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>55</sup> PIERCE-ROBINSON i. m. 19.

<sup>56</sup> Lambert és Lacker 1985-ös kutatása alapján ez az érték átlagosan 26,6%.

<sup>57</sup> ZARIN-YANG i. m.19.

működik és a felvásárlás előreláthatatlan következményekkel járna. Az igazgatótanács továbbá úgy találhatja, hogy a felvásárló nem hozzáértő és csak a céltársaság vagyónát kívánja megszerezni.<sup>58</sup>

Hátránya ennek a módszernek, hogy a céltársaság részvényesei hihetik azt, hogy az igazgatótanács azért ellenzi a felvásárlást, hogy a saját pozícióját bebiztosíthassa. 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.

### 3.2.2. Fehér lovag és fegyverhordozó (*White knight and squire*)

A *white knight* vagy *white squire* alkalmazásához nemcsak a támadó és a céltársaságra van szükség, hanem egy külső, harmadik vállalatra is. Az előbbi esetén a céltársaság keres egy olyan barátságos vállalatot, amely többségi 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. Tekintve, hogy 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 a baráti társaság veszi át az irányítást a céltársaság felett, azonban ez még mindig kisebb átszervezéssel járna, mintha egy ellenséges cég vásárolná fel.<sup>59</sup> Hátránya ennek a módszernek, hogy nehéz olyan tőkeerős barátságos társaságot találni, amely vállalná a fehér lovag szerepét.

A *white knight*hoz hasonlóan 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 megakadályozásához és a támadás kivédekezéséhez. Nem mindig szükséges, hogy egy társaság legyen a *white squire*, sok esetben elegendő egy pénzügyi intézet is, vagy más befektető, akik elegendő mennyiségű tőkével rendelkeznek.<sup>60</sup>

A vállalatfelvásárlási irányelv értelmében a céltársaság igazgatótanácsa szabadon kereshet előnyösebb versengő ajánlatot,<sup>61</sup> így ez az eszköz teljes mértékben megfelel az európai szabályozásnak.

<sup>58</sup> JOHANSSON–TORSTENSSON i. m. 14.

<sup>59</sup> ZARIN–YANG i. m. 20.

<sup>60</sup> ZARIN–YANG i. m. 21.

<sup>61</sup> 13. társasági jogi irányelv 9.cikk (2) bek.

### 3.2.3. Búcsúcsók taktika (Greenmail)

A *greenmail* vagy 'búcsúcsók' nevezetű védekezési módszer részvény-visszavásárlást jelent az ellenséges felvásárlással fenyegetett társaság részéről a támadó részvényestől.<sup>62</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>63</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>64</sup>

Azok az akvizíciók, amelyeket így lehetne kivédeni, nem a célvállalat hatékonyságának növelésére irányulnak, hanem a befektető csak gyors nyereségszerzésre törekszik.<sup>65</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.

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

### 3.2.4. Koronaékszer stratégia (Crown jewel)

A *crown jewel* taktika értelmében a céltársaság azért, hogy kivédje a felvásárlási kísérletet, eladja a legértékesebb vagyontárgyait – csökkentve ezzel a céltársaság értékét<sup>66</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 – egyelőre kikötött áron visszavásárol.

Azonban ez a módszer korántsem veszélytelen. Ha a céltársaság a koronaékszer eladása mellett dönt, biztosítania kell, hogy később vissza tudja majd vásárolni az eladott

<sup>62</sup> B. Espen ECKBO: Valuation Effects of Greenmail Prohibitions. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1990/January. 1.

<sup>63</sup> ZARIN–YANG i. m. 21.

<sup>64</sup> JOHANSSON–TORSTENSSON i. m. 16.

<sup>65</sup> Ronald J. GILSON: Drafting on Effective Greenmail Prohibition. *Columbia Law Review*, 1988/2. 331.

<sup>66</sup> JOHANSSON–TORSTENSSON i. m. 19.

javakat. Továbbá visszaüthet a stratégia, ugyanis az eladással nagy mennyiségű likvid tőkéhez jut, ami szintén vonzóvá teheti egy esetleges felvásárlásra.<sup>67</sup>

Magyarországon azonban a 2007. évi CXVI. törvény 1. § (2) bekezdése<sup>68</sup> ezzel ellentétes szabályozást fogalmaz meg, ugyanis főszabály szerint az alapvető eszközök átruházásához a legfőbb szerv hozzájárulása szükséges.

### 3.2.5. *Kisgömböc taktika (Pac-man)*

Talán a kisgömböc stratégia a legagresszívebb 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 fél számára, hiszen gyakran kölcsönökből fedezik 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>69</sup>

## 4. A külföldi befektetések ellenőrzésére vonatkozó szabályozás

Az Európai Unió tagállamai közül számos ellenőrzi a harmadik – az Európai Uniót és az Európai Gazdasági Térségen kívüli – országokból származó befektetéseket a jogszabályban meghatározott ágazatokban.

Hazánkban a Magyarország biztonsági érdekét sértő külföldi befektetések ellenőrzéséről szóló 2018. évi LVII. törvény rendelkezik a külföldi befektetőt terhelő bejelentési eljárásról. A törvény 2. § (4) bekezdése taxatív felsorolást tartalmaz. E szerint bejelentéshez kötött tevékenység a fegyver- és lőszergyártás, valamint az engedélyköteles haditechnikai eszközök előállítás, a kettős felhasználású termék előállítás, a haditechnikai tevékenység engedélyezésének és a vállalkozások tanúsításának részletes szabályairól szóló kormányrendeletben meghatározott titkosszolgálati eszközök előállítás, a hitelintézetekről és pénzügyi vállalkozásokról szóló törvényben meghatározott pénzügyi szolgáltatás nyújtása és a kiegészítő pénzügyi szolgáltatások közül a fizetési rendszer működtetése, a villamos energiáról szóló törvény hatálya alá tartozó szolgáltatások, a földgázellátásról szóló törvény hatálya alá tartozó szolgáltatások, a víziközmű-szolgáltatásról szóló törvény hatálya alá tartozó szolgáltatások, az elektronikus hírközlésről szóló törvény hatálya alá tartozó szolgáltatások, az állami és önkormányzati szervek elektronikus információbiztonságáról szóló törvény hatálya alá tartozó elektronikus információs rendszerek kialakítása, fejlesztése vagy működtetése tevékenységi körökön belül a Kormány rendeletében meghatározott egyes tevékenységek.

<sup>67</sup> ZARIN–YANG i. m. 22.

<sup>68</sup> A közellátás biztonsága szempontjából kiemelkedő jelentőségű vállalkozásokat érintő egyes törvények módosításáról szól.

<sup>69</sup> JOHANSSON–TORSTENSSON i. m. 16–17.



A külföldi befektető a fenti tevékenységet folytató, magyarországi székhelyű gazdasági társaságban közvetlenül vagy közvetett módon 25%-ot – nyilvánosan működő részvénytársaság esetén 10%-ot – meghaladó tulajdonrészt, vagy a Ptk. szerinti meghatározó befolyást<sup>70</sup> a polgári nemzetbiztonsági szolgálatok irányításáért felelős belügyminiszterhez<sup>71</sup> történő bejelentést és a bejelentés tudomásulvételének visszaigazolását követően szerezhethet.

A törvény 6. § (3) és (4) bekezdései alapján a belügyminiszter a bejelentés alapján megvizsgálja, hogy a külföldi befektető által a tulajdonszerzés vagy az üzemeltetési jog megszerzése vagy az újonnan felvett tevékenység folytatása sérti-e Magyarország biztonsági érdekét. Ha nem állnak fent az előbbi esetek, a belügyminiszter a bejelentés beérkezését követő 60 napon belül írásban visszaigazolja a bejelentés tudomásul vételét. Amennyiben azt állapítja meg, hogy sérülne az ország biztonsági érdeke, akkor a miniszter a tulajdonszerzést, az üzemeltetési jog megszerzését vagy az újonnan felvett tevékenység megkezdését megtiltja. A tiltó döntést a külföldi befektető közigazgatási perben támadhatja meg, melyre a Fővárosi Törvényszék kizárólagosan illetékes.<sup>72</sup>

A koronavírus okozta járványhelyzetre hivatkozással Magyarország bevezetett egy másik eljárást a 227/2020. (V. 25.) Kormányrendelettel, melyet a veszélyhelyzet megszüntetése után is nagyrészt fenntartott. Ezen szabályokat a jelenleg hatályos veszélyhelyzet megszűnésével összefüggő átmeneti szabályokról és a járványügyi készsültségről szóló 2020. évi LVIII. törvény 85. pontja „az élet- és vagyónbiztonságot veszélyeztető tömeges megbetegedést okozó humánjárvány megelőzése, illetve következményeinek elhárítása érdekében a magyarországi székhelyű gazdasági társaságok gazdasági célú védelméhez szükséges intézkedések” elnevezésű cím tartalmazza. A 276. § 2. pontja értelmében külföldi befektetőnek minősül az EGT tagországain és Svájcön kívüli befektetők, valamint ezek más EGT tagállamban lévő társaságai. Ezen túlmenően – ami jelentős eltérés az első szabályhoz képest – korlátozza azon magyarországi társaságok befolyásszerzését is, amelyek tulajdonosai az EGT-n belüliek.<sup>73</sup>

A stratégiai társaságokra vonatkozóan a jogszabály által felsorolt jogügyletek az innovációs és technológiai miniszterhez történő bejelentési eljárást követően válnak érvényessé. A miniszter a bejelentést követően haladéktalanul megvizsgálja, hogy a jogügylet megvalósulása esetén fennáll-e Magyarország államérdekének, közbiztonságának, közrendjének sérelme vagy veszélyeztetése, illetve ezek bekövetkezésének lehetősége; valamint a bejelentővel kapcsolatban, hogy közvetlenül vagy közvetve nem az Európai Unióhoz tartozó állam közigazgatási szervének – beleértve az állami szerveket vagy a fegyveres erőket is – ellenőrzése alatt áll-e, akár tulajdonosi szerkezete vagy akár jelentős finanszírozása révén; hogy az Európai Unió egyik tagállamában

<sup>70</sup> A Ptk. 8:2. § (1) bekezdése szerint többségi befolyás az olyan kapcsolat, amelynek révén természetes személy vagy jogi személy (befolyással rendelkező) egy jogi személyben a szavazatok több mint felével vagy meghatározó befolyással rendelkezik.

<sup>71</sup> A Magyarország biztonsági érdekét sértő külföldi befektetések ellenőrzéséről szóló 2018. évi LVII. törvény végrehajtásáról szóló 246/2018. (XII. 17.) Korm. rendelet 1. §.

<sup>72</sup> 2018. évi LVII. törvény 6. § (8) bek.

<sup>73</sup> KENDE Tamás – MOLNÁR-BÍRÓ György: Mindent kétszer mond. *Magyar Narancs*, 2020. szeptember 24. (XXXII. évf., 39. sz.) 51–52.

már érintett volt-e biztonságot vagy közrendet érintő tevékenységben, illetve fennáll-e komoly kockázata annak, hogy illegális vagy bűncselekménybe ütköző tevékenységet fog folytatni.<sup>74</sup>

A miniszter főszabály szerint a bejelentés beérkezését követő 30 napon belül vizsgálja a bejelentés tudomásul vételét, ha a fent felsorolt kizáró körülmények egyike sem áll fenn, amennyiben viszont kizáró okot talál, akkor megtiltja a tulajdonszerzést, a kötvény tulajdonjogának megszerzését, a haszonélvezeti jog megszerzését, vagy az üzemeltetési jog megszerzését. A 285. § értelmében a bejelentő a tiltó döntéssel szemben közigazgatási nemperes eljárást indíthat, melyre a Fővárosi Törvényszék rendelkezik kizárólagos illetékességgel.

Látható, hogy a két eljárás nagyon hasonló; egyes esetekben a két jogszabály tárgyi hatálya is kiterjed ugyanazon ügyletekre, például a vízközműre vonatkozókat mindkét minisztériumnak be kell jelenteni, csak más eljárásrend alkalmazásával; ezzel szemben a pénzügyi szektorra vonatkozó tranzakciót kizárólag a belügyminisztériumnak kell bejelenteni.<sup>75</sup>

Ez a furcsa megkettőzött szabályozás várhatóan 2020. december 31. napjával megszűnik a 2020. évi LVIII. törvény 277. § (1) bekezdése értelmében.

Nem kizárólag Magyarország, hanem az Európai Unió is igyekszik megvédeni az unión kívüli befektetőktől a vállalkozásokat. Ennek érdekében – a koronavírus járvánnyal összefüggésben – az Európai Bizottság kiadta a 2020/C 99 I/01 számú Iránymutatást<sup>76</sup> a tagállamoknak a „Közvetlen külföldi tőkebefektetések, a harmadik országokból származó tőke szabad mozgása és Európa stratégiai eszközeinek védelme az (EU) 2019/452 rendelet (a közvetlen külföldi befektetések átvilágításáról szóló rendelet) alkalmazásának megkezdése előtt” (a továbbiakban Iránymutatás) címmel. Az Iránymutatás leszögezi, hogy az Európai Unió továbbra is nyitva áll a külföldi befektetések előtt, melyek elengedhetetlenek a gazdasági fejlődés, innováció és foglalkoztatási szempontokból. Ugyanakkor a koronavírus okozta gazdasági visszaesés miatt a stratégiai – például az egészségügyhöz kapcsolódó – iparágak fokozottabb veszélynek vannak kitéve, hogy külföldi befektetők felvásárolnak egészségügyi ellátáshoz kapcsolódó kapacitásokat.

Ennek érdekében az Unió felszólítja a tagállamokat a közvetlen külföldi befektetések átvilágítására, mely a tagállamok felelőssége. Az átvilágítás során különös figyelemmel kell lenni arra, hogy a befektetés milyen hatással van az Európai Unió egészére. Jelenleg 14 tagállamban van hatályban átvilágítási mechanizmus, köztük Magyarországon is, ahogy azt a fentiekben bemutattam.<sup>77</sup>

<sup>74</sup> 2020. évi LVIII. tv. 283. § (1) bek.

<sup>75</sup> 246/2018. (XII. 17.) Korm. rendelet 7. pont, A magyarországi székhelyű gazdasági társaságok gazdasági célú védelméhez szükséges tevékenységi körök meghatározásáról szóló 289/2020. (VI. 17.) Korm. rendelet 1. melléklet 15. pont.

<sup>76</sup> Elérhető: [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020XC0326\(03\)&from=EN](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HU/TXT/PDF/?uri=CELEX:52020XC0326(03)&from=EN)

<sup>77</sup> Átvilágítási mechanizmust alkalmazó országok listája: [https://trade.ec.europa.eu/doclib/docs/2019/june/tradoc\\_157946.pdf](https://trade.ec.europa.eu/doclib/docs/2019/june/tradoc_157946.pdf)

## 5. Befejezés

A korábbiakban kitértem a Richter Gedeon Nyrt. tulajdonosi szerkezetében történt változásokra, majd ezzel összefüggésben a vállalatfelvásárlásokra vonatkozó Európai Unió és a hazai szabályozásra. Részletesen jellemeztem az egyes vállalatfelvásárlási módszereket, majd pedig a külföldi befektetők befolyásszerzéséhez szükséges bejelentési eljárásra vonatkozó hazai szabályozást.

Válaszul a bevezetőben feltett kérdésre elmondható, hogy a 13. társasági jogi irányelv előrelépést jelent a vállalatfelvásárlások egységes szabályozását illetően, azonban a rengeteg kompromisszum miatt nagy áttörés nem ment végbe ezen a területen. Az irányelvben megfogalmazott – a tőkeáramlást és a részvényesek jogait is védő – szabályok (így a semlegességi és az áttörési szabály) csak erősen korlátozottan érvényesülnek a tagországok gyakorlatában.

Meg kell azonban jegyezni, hogy a felvásárlás elleni védekezés USA-ban kialakult módszerei alkalmazhatók az Európai Unió eltérést engedő, minimum harmonizációt megvalósító szabályozása alapján.

A Richter Gedeon Nyrt. esetében új helyzet alakult ki azzal, hogy az állam 20%-nyi részvénycsomagját átruházta, és részesedése 5% körülire csökkent. Így ugyanis megszűnt az a lehetőség, hogy az állam – mint 25%-nál nagyobb részvényes – tulajdonosként lépjen fel egy nemzetgazdasági szempontból nem kívánatos, de a többi részvényes számára előnyösnek tűnő felvásárlási kísérlettel szemben.

Ezen védekezési lehetőség megszűntével nagyobb jelentősége van annak, hogy a Richter Gedeon Nyrt. – a korábban ismertetett – gazdasági intézkedések, illetve az alapszabályába foglalt jogi előírások esetleges alkalmazásával hatékony védelmet tud-e kialakítani egy hosszú távon előnytelen, a nemzetgazdasági érdekeket veszélyeztető befolyásszerzési próbálkozással szemben.

A járványhelyzetre tekintettel bevezetett bejelentési eljárás hatálya – a 289/2020. (VI.17.) kormányrendelet 1. melléklet 1. pontja alapján – kiterjed a gyógyszergyártásra is. Így jelenleg az innovációs és technológiai miniszter hatósági döntéssel tudja megakadályozni egy külföldi cég befolyásszerzését a stratégiaileg jelentős Richter Gedeon Nyrt.-ben is.

E szabályozás azonban várhatóan 2020 végén hatályát veszti; ezt követően a Richter Gedeon Nyrt. már csak a saját maga által kialakított védelmi intézkedésekben bízhat egy ellenséges felvásárlási kísérlet esetén.

