

Cseh Tamás
Polgári Jogi Tanszék
Konzulens: Kisfaludi András

Jövőbeni védekezési lehetőség Európában a vállalatfelvásárlással szemben

1. Bevezető

Néhány hónappal ezelőtt a francia sajtóban¹ olyan szalagcím látott napvilágot, hogy „Franciaország meg kívánja változtatni a nyilvános vételi ajánlattal² kapcsolatos játékszabályokat”. A cikk aktualitását annak a hírnek a szárnyra kelése adta, hogy az Egyesült Államokban bejegyzett PepsiCo, Inc. nyilvános vételi ajánlat révén kívánja megszerezni a Danone S. A. élelmiszer-ipari nyilvánosan működő részvénytársaság többségi részesedését, és ezzel ellenőrzést kíván gyakorolni a hagyományosan, a francia részvénytársaságok zászlóshajóként számon tartott gazdasági társaságban. Természetesen ez a fejlemény kiváltotta a francia politikusok és a közvélemény rosszallását, míg végül a PepsiCo, Inc. elállt a vételi ajánlattól. Az eset alkalmas volt arra, hogy ráirányítsa a figyelmet arra, hogy a nyilvános vételi ajánlatra vonatkozó szabályok, a 2004/25/EK (takeover) irányelv³, vagy más néven a 13. társasági jogi irányelv alapján hamarosan megváltoznak, ugyanis az irányelv rendelkezéseit némi szabad mozgási lehetőséggel ugyan, de a jogalkotóknak át kell ültetniük a nemzeti szabályozásba 2006. május 20-ig. Magyarország, az Európai Unió tagjaként, a T/17878 törvényjavaslattal⁴ kívánja módosítani a nyilvános részvénytársaságokban, nyilvános ajánlattétellel történő befolyásszerzést is szabályozó tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvényt (Tpt-t.), összhangban a 13. társasági jogi irányelvben meghatározott rendelkezésekkel és kötelezettséggel.

Az európai takeover irányelv, mint a nyilvánosan működő részvénytársaságok felvásárlását szabályozó direktíva megszületését hosszú viták előzték meg. A viták alapvetően két kérdés köré koncentráltak: nevezetesen, hogy a felvásárló által megszerezni kívánt nyilvánosan működő részvénytársaság (céltársaság) ügyvezetése a nyilvános vételi ajánlattal kapcsolatban milyen magatartás tanúsítására köteles, és milyen védekezési mechanizmusokat alkalmazhat egy esetleges „ellenséges” (hostile takeover - azaz nem „baráti”) felvásárlással szemben; illetve, hogy a részvénytársaság alapszabályában rögzített, a felvásárlásokat akadályozó rendelkezések (angol terminológiával: poison pills) mennyiben képesek működésbe lépni egy vételi ajánlat bejelentését követően, vagy éppen ellenkezőleg, mennyiben válnak prohibítívá egy felvásárlási eljárás folyamán (áttörési klauzula). A körvonalazódó európai elképzelés az

¹ Article de Cécile Ducourtieux - Le Monde 22 septembre 2005. page 17.

² OPA: offre publique d'achat – nyilvános vételi ajánlat

³ http://europa.eu.int/eur-lex/pri/en/oj/dat/2004/l_142/l_14220040430en00120023.pdf vagy magyarul <http://ccvista.taiex.be/Fulcrum/CCVista/hu/32004L0025-HU.doc>

⁴ A törvényjavaslatot, amely nyilvános vitára bocsátásra vár, 2005. október 17-én nyújtotta be a Pénzügyminisztérium.

volt, amelynek nagy lökést adott a Winter- jelentés⁵, hogy a céltársaság ügyvezetésének alapvetően semlegesnek kell maradnia a nyilvános vételi ajánlatokkal kapcsolatban, azaz, a közgyűlés hozzájárulása nélkül tartózkodnia kell minden olyan eszköz alkalmazásától, amely a felvásárlást megghiúsíthatja. A másik vonatkozásban pedig kezdett megerősödni az a vélemény, hogy olyan esetekben, amikor a felvásárló a céltársaság tőkéjének jelentős százalékát megszerezte, akkor az egyébként védekező alapszabályi rendelkezések ne érvényesülhessenek. A céltársaság menedzsmenti neutralitását elsősorban Németország találta aggályosnak, mivel úgy gondolta, hogy így nyilvános részvénytársaságai még kiszolgáltatottabbá válnak az ellenséges felvásárlásnak⁶, tekintve, hogy a német társasági jogban a „poison pills” alapvetően tiltott. Az áttörési szabályokkal szemben pedig Franciaország és a skandináv államok emeltek kifogást, mivel ezen államok részvényjogi szabályai megengedték, hogy a részvénytársaságok alapszabályaikba olyan defenzív mechanizmusokat rögzítsenek, mint például az egy szavazathoz kapcsolódó multiplifikált szavazati jogot, amely a vételi eljárás során sem eliminálódik. Végül egy opciós megoldással, amelyet a későbbiekben részletezek, sikerült az ellentéteket feloldani, és így megszülethetett az európai takeover direktíva.

Az irányelvvel kapcsolatos disputációk, különösen, amelyek a céltársaság menedzsmentjének cselekvési szabadságára vonatkoztak, tulajdonképpen a tagállamok eltérő társasági jogi hagyományaiából, kultúráiból erednek, amelyek visszavezethetők a részvénytársaságban működő szervezeti-, tulajdonosi-, és érdekstruktúráról vallott nézeteket különbözőségére. Bár észrevehető, hogy ebben a tekintetben különbség van Anglia és a kontinentális társasági jogszemlélet között, de ha a differencia eredetét kutatva kitekintünk a tengeren túlra, akkor az is megállapítható, hogy az Egyesült Államok és Európa között ennél sokkal jelentősebb az eltérés. A különbözőségek vizsgálata elengedhetetlen ahhoz, hogy megértsük a takeover - direktíva rendelkezéseinek indokait, céljait.

Tanulmányom alapvetően a transzpozícionálandó direktíva azon rendelkezéseivel kíván foglalkozni, amelyek szabályozzák a céltársaság vezetésének cselekvési lehetőségeit, különös tekintettel azokra a védekezési eszközökre, és annak kondícióira, amellyel a felvásárlások megakadályozhatóak, illetve amelyek kijelölik az áttörési klauzulákat.

2. Az európai védekezési lehetőségek

Az vállalatvezetési-, és tulajdonosi struktúra, így a menedzsment viszonylagos elkülönülése a részvényesektől, illetve a részvényesi kör diszperzitása, valamint a felvásárlással kapcsolatos jogszabályi háttér alapvető jellemzői, mint például a „shareholder primacy”, azaz, hogy a menedzsmentnek elsősorban a részvényesek érdekeinek elsődlegessége alapján kell a vezetést ellátnia, kisebb eltérésekkel ugyan, de lényegét tekintve megegyeznek. Nagy-Britanniában és az Egyesült Államokban. Ennek megfelelően az alapvető strukturális, és társasági jogi hagyományok különbözőségét az angolszász és a

⁵ Az Európai Bizottság 2001. szeptemberében állított fel egy társasági jogi szakértőkből álló bizottságot, melynek feladatául tűzte ki, hogy összegezze azokat az okokat, amelyek miatt az eddigi tervezetek sikertelennek bizonyultak, illetve dolgozzon ki ezek alapján egy minden tagállam által elfogadható irányelvtervezetet. A jelentés a bizottság elnökéről, Jaap Winterről kapta a nevét. – Report of the High Level Group of Company Law Experts on issues related to Takeover Bids – PE – CONS 3629/1/01 REV1 COR 3

⁶ Ebbéli félelmüket felerősítette, amikor 2002-ben a Vodafone ellenséges szándékkal felvásárolta a Mannesmann AG.-t.

kontinentális országok, kiemelve ezek közül Németországot és Franciaországot, között kell vizsgálni.

2.1. Az „outsider-system és az „insider-system”

Az angolszász nyilvános részvénytársaságokra vonatkozó vállaltirányítási tradíció alapvetően két elemből tevődik össze: diffúz tulajdonosi kör, és a részvényesektől „elkülönült menedzsment” (ún. „outsider system”). Ezen kívül a komparatív elemzés céljából érdemes még egy attribútumra felhívni a figyelmet. Mind Nagy-Britanniában, mind az Egyesült Államokban széles körben jelennek meg a nyilvános részvénytársaságok részvényeseiként az intézményi befektetők, mint például a magánnyugdíj-pénztári alapok, vagy a különböző más befektetési alapok. Az alapok működési elvük következtében kevésbé lesznek érdekeltek abban, hogy beleszóljanak a társaság irányításába, vagy, hogy állandóan kontrollálják a menedzsmentet, mint sokkal inkább abban, hogy az ő befektetőik, a széles befektetői kör, és ennek révén ő maguk is minél nagyobb haszonra tegyenek szert, úgy, hogy részvényeik után minél nagyobb nyereséget realizáljanak. Így az ő szempontjukból is a társaság sokkal inkább egy befektetési eszköznek tűnik, mint tulajdon-működtetési, kezelési, vagy vállalkozási instrumentumának.⁷

Ehhez képest a kontinensen szinte egy teljesen ellentétes strukturális, és társasági jogi kultúra bontakozott ki. Németországban és Franciaországban nem egy diverzifikált, hanem éppen ellenkezőleg koncentrált tulajdonosi kör áll a részvénytársaságok mögött, és a társaság részvényei általában valamely család, vagy éppen egy másik részvénytársaság kezében összpontosulnak. Így sokszor bankok, trösztök, vagy kormányzati entitások jutnak egy-egy nyilvánosan működő részvénytársaságon belül meghatározó, ellenőrzési jogot biztosító részvényhányadhoz.⁸ Egy tanulmány szerint a tőzsdére bevezetett német társaságok 84,4%-nál legnagyobb részvényes tulajdoni aránya eléri vagy meghaladja a 25%-t.⁹ Mivel a kontinentális országokban a részvénytársaság részvényei igen csak szűk körben oszlanak meg, jóval erősebb kontroll alatt tudják tartani a menedzsmentet, így az nem tud függetlenedni úgy, mint az angolszász public corporation-nél. Ezért nevezik ezt az európai rendszert „nem elkülönült menedzsmenti” rendszernek (ún. „insider system”), mivel itt jobban érvényesül az a hagyományos tulajdonosi felfogás, hogy mivel a befektette tőke az ő tulajdona, az azzal való gazdálkodást ő jogosult ellenőrizni, és ha kell azzal szinte közvetlenül rendelkezni. Ebből következően a menedzsment szerepe, az angolszász modellhez képest redukálódik, és valamelyest a részvényesek végrehajtó szerveként fog működni.

Az intézményi befektetők nem játszanak olyan fontos szerepet a részvénytársaságokban, mint a tengerentúlon, vagy mint Nagy-Britanniában. A kontinentális Európában sokkal inkább a bankok töltik be ezeket a szerepeket, de más működési mechanizmussal. Például Németországban a kisebb befektetők a bankok révén vásárolnak részvényt, náluk vezetnek értékpapírszámlát, és éppen ezért gyakran a banknak adják át a vezetésről való döntés jogát.

⁷ Christin M. Forstinger: Takeover law in the EU and the USA – The Hague; London, New York, Kluwer law International, 2002 p. 49.

⁸ Példának okáért Németországban Alsó-Szászország tartomány a Volkswagen AG-ben 18 %-os ellenőrzést biztosító részesedési aránnyal rendelkezik.

⁹ Julian Franks & Colin Mayer: Corporate Ownership and Control in the UK., Germany, and France – in: Studies in International corporate finance and Governance System 28,1 Chew, D.H. ed., Oxford University Press 1997. Ez az arány egyébként az Egyesült Államokban és Nagy-Britanniában legfeljebb 2-3%.

A bank megüzeni a részvényesnek, hogy szerinte, mi lenne a jó választás, és nagyon ritka, hogy ezzel az ajánlással az ügyfelek nem értenek egyet. A bank pedig, mivel ilyen módon jelentős befolyást gyakorolhat a menedzsment összetételére, és a meghozandó döntésekre, tulajdonképpen el tudja szigetelni a társaságot, a felvásárlásoktól. Az összehasonlítás érdekében a következő táblázattal szeretném az eddig vázolt differenciákat összefoglalni¹⁰:

| Összehasonlítási tényezők | Elkülönült menedzsmenti rendszer /angolszász/ | Nem elkülönült menedzsmenti rendszer /kontinentális/ |
|---|--|---|
| Részvényesi tulajdonosi kör | - nyereségorientált - diverzifikált - rövid időtartamú, gyakran változó | - értékorientált - koncentrált - stabil, nem változó |
| Részvényesi tömbök kialakulása | - ritka | - gyakori |
| Változás a részvényesek személyében | - gyakori | - ritka |
| Bankok szerepe | - a társaság ellenőrzése szempontjából jelentéktelen - rövid távú vállalatfinanszírozás | - az ellenőrzésre jelentős befolyást gyakorol (hitelező, tulajdonos, felügyelő-bizottsági tag) hosszú távú vállalatfinanszírozás |
| A menedzsment részvényesek általi ellenőrzése | - korlátozott | - kiterjedt |
| A társaság alapvető célja | - a részvényesek magas nyeresége | - a piaci pozíciók biztosítása |

További különbségek jelentkeznek abban a vonatkozásban, hogy a vállalatfelvásárlási szabályok kiknek az érdekeit tekinti elsődlegesnek, és így kiknek az érdekét kell szem előtt tartani a céltársasági menedzsmentnek egy esetleges felvásárlási kísérlet esetén, de ez az eltérés inkább az angolszász és a német társasági jogcsalád között áll fenn.

2.2. Kontinentális modellek

Európában a szociális jóléti állammodell eszméjének következtében nagyon szigorú és erős munkavállalói participációs jogszabályok születtek a vállalatirányítás tekintetében. Ezek a jogszabályoknak előírták, hogy bizonyos munkavállalói létszám felett kötelező a munkavállalók reprezentánsait vagy az igazgatóság tagjai közé választani, ahol egységes irányítási rendszer működik (pl.: Svédország), illetve ott pedig, ahol duális irányítási

¹⁰ Christin M. Forstinger: Takeover law in the EU and the USA – The Hague; London, New York, Kluwer law International, 2002. p. 52.

szisztéma működik (pl.: Németország), a felügyelő-bizottság bizonyos számú tagjának a munkavállalók érdekképviselőiből kell kikerülnie. A felügyelő-bizottság eredetileg a tulajdonosok menedzsment fölötti ellenőrzésére hivatott belső társasági szerv volt, és, mint például a német társasági jogban, komoly jogosítványokat gyakorolt az igazgatóság fölött. A munkavállalói participációból következően viszont belátható, hogy ezután a menedzsmentnek nem csak a részvényesek, hanem a munkavállalók érdekére is tekintettel kellett lenniük.¹¹ Ezen kívül nem szabad figyelmen kívül hagyni, hogy a kontinentális társasági jog sokkal nagyobb hangsúlyt fektet a társaság hitelezőinek védelmére, mint az angolszász.¹² Következtetésképp a kontinentális, de még inkább a német társasági jogcsaláddhoz tartozó társaság menedzsmentjének, a társaság irányítása folyamán nemcsak a részvényesek, de a munkavállaló, a hitelezők, így tulajdonképpen az egész társaságra, mint egészre kell figyelemmel lennie. Ez az jelenti, hogy a német társasági rendszerek a „shareholder primacy” szemlélettel szemben a „stakeholder primacy” szemléletet vallják, így a vezetés nem a részvényesek, hanem a társaság egészének elsődlegessége alapján köteles eljárni az ügyvezetés körében.¹³ Ennek viszont az a következménye, hogy az angolszász területeken sokkal több lesz a sikeres felvásárlási kísérlet, mivel a felvásárlónak kisebb költséggel jár a részvényeseknek megfizetni a részvényeikért, az általuk kért összeget, mint hosszan tartó egyeztetéseket folytatni, és engedményeket tenni a társaság különböző érdekcsoportjainak.¹⁴

A koncentrált részvényesi kör, a nem elkülönült menedzsmenti struktúra, valamint a „stakeholder primacy” elv következtében a kontinentális Európában alapvetően két modell alakult ki arra vonatkozóan, hogy egy esetleges ellenséges felvásárlás esetén a céltársaság menedzsmentje miként védekezhet önállóan, belátása szerint, ha egyáltalán erre módja van, illetve, hogy lehetőség van-e a céltársasági alapszabályban meghatározott „poison pills” fenntartása felvásárlási ajánlat megtétele esetén.

2.2.1. A német-modell

Németországban, a nyilvános részvénytársaságok vezetési struktúrája duális. Ebben a rendszerben a felügyelő-bizottság erős jogosítványokkal rendelkezik az igazgatósággal szemben, így például a felügyelő-bizottság nevezi ki, illetve hívja vissza az igazgatóság tagjait. Ezen túlmenően a német társaságok irányítására, a Mitbestimmung- elv következetes érvényesítésének jegyében született jogszabályok révén, jellemző a nagyon erős munkavállalói participáció. Így a felügyelő-bizottság, és főképp az általuk kinevezett igazgatóság testesítik meg a részvénytársaságon belül azt a különböző, esetleges ellentétes

¹¹ Ezen a ponton szükséges distinkciót alkalmaznom a francia és belga társasági jogi szemlélet, illetve a német társasági jogcsalád (Németország, Ausztria, Magyarország, Dánia, Svédország, Hollandia) között. A francia, illetve a német részvénytársaságok tulajdonosi-, és vállalatstruktúrájukban közösen különböznek az angolszász társaságok felépítésétől, így „el nem különült” menedzseri rendszer alapján működnek, de azzal kapcsolatban, hogy a társaság menedzsmentjének tevékenysége kiknek az érdekeit kell elsődlegesen szem előtt tartania, a francia és belga társasági jog az angolszász szemlélethez áll közel, így a „shareholder primacy” álláspontra helyezkednek, amiből egyenesen következik, véleményem szerint, a menedzsmenti neutralitás.

¹² Jellemzően ilyen sajátosság a német társasági jogcsaládban is megjelenő kötelező jegyzett-tőke minimum.

¹³ Gondolhatunk arra, hogy a jelenleg hatályos gazdasági társaságokról szóló 1997. évi CXLIV. törvény (Gt.) 29. § (1) bekezdése is úgy rendelkezik, hogy „a vezető tisztségviselők a gazdasági társaság ügyvezetését a gazdasági társaság érdekeinek elsődlegessége alapján köteles ellátni.”

¹⁴ Christin M. Forstinger: Takeover law in the EU and the USA – The Hague; London, New York, Kluwer law International, 2002. p. 56.

érdekeket magába olvasztó testületi szerveket, amelyek ezáltal képviselik a szorosan vett társaság, mint egész, azaz a „stakeholder”-i érdeket.

Ennek megfelelően a felvásárlásokkal, és különösen az ellenséges felvásárlásokkal kapcsolatban a német-modell alapján az igazgatóságnak és a felügyelő-bizottságnak széles mozgási lehetősége van, mind a német felvásárlási törvényben (Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, WpÜG) szabályozott, mind pedig az abban fel nem sorolt, de megengedhető védekezési intézkedések igénybe vétele tekintetében. Így a részvénykibocsátás, a „white knight”, vagy a felvásárlási szándék bejelentése előtt létrejött szerződéses kötelezettségek, a felvásárlás idején történő teljesítése mellett, amely alkalmasak a felvásárlás megghiúsítására, az igazgatóságnak illetve a felügyelő-bizottságnak lehetősége van a „crown jewels”, a „greenmail”, a „golden parachutes”, „pac-man defence”, illetve olyan védekezési eszközök alkalmazására, amelyek azt a hatást eredményezik, hogy a felvásárlás versenyjogi jogszabályokba ütközne, így például, ha a céltársaság olyan társaságban szerez részesedést, amely a felvásárlóval kapcsolatban kiválthatja a fúziókontrollt.¹⁵ A védekezési eszközök szabad alkalmazásának kontrollját jelenti azonban a „stakeholder” elv erőteljes érvényre juttatása, azaz ellenséges felvásárlás esetén is ugyanolyan gondossággal köteles az igazgatóság, vagy a felügyelő-bizottság a védekezési eszközt kiválasztani a társaság érdekeinek elsődlegessége alapján, mint amilyen gondossággal általában köteles az ügyvezetés körébe eső egyéb tevékenységeket a társaság érdekeinek elsődlegességére tekintettel ellátni.¹⁶ Amennyiben az igazgatóság vagy a felügyelő-bizottság ezt a gondossági kötelezettségét megszegi, az ebből eredő károkért a társasággal szemben felnek. Másrészt a német takeover - törvény egyes védekezési intézkedések meghozatalához megkívánja a részvényesi közgyűlés hozzájárulását is, de az eszközök többségét tekintve a vezetés önállóan járhat el.

A német társasági jog azonban nem ismeri el, a vállalatfelvásárlással kapcsolatos egyéb, az alapszabályban is rögzíthető védekezési lehetőségeket. Ennek megfelelően a német jog tiltja az olyan defenzív eszközöket, mint például a többes szavazati jog, a szavazatmaximáló alapszabályi rendelkezéseket, az aranyrészvényt, mind a vételi ajánlat bejelentését megelőzően, mind pedig a vételi eljárás során.¹⁷

2.1.2 A francia-modell

A nyilvánosan működő francia részvénytársaságok, a francia társasági törvény (Code de Commerce) alapján választhatnak, hogy egységes, vagy duális vállalatirányítási struktúra szerint működnek.

Az irányítási jogkörök, az egységes vezetési rendszerben, teljes egészében az igazgatóság tanácsnál (Conseil d'administration) összpontosulnak, míg a duális rendszerben megoszlanak az igazgatóság (Directoire) és a felügyelő-bizottság (Conseil de surveillance) között. Ugyanakkor az igazgatótanácsba, vagy a felügyelő-bizottságba tagként megválasztott munkavállalói képviselők nem rendelkeznek olyan erős jogosítványokkal, mint a német mitbestimmung rendszerben. Így a munkavállalók reprezentánsai csak tanácskozási joggal

¹⁵ u.o. p.128.

¹⁶ Olivier Assant, Heinrich Knepper, Fabio Coppola, Gabriel Nunez, Kathy Hughes: Guide to Public Takeovers in Europe – Cross-Border M&A Group, Slaughter and May 2004. p.184.

¹⁷ Fazekas Judit - Gyulai-Smidt Andrea: A vállalatfelvásárlás közösségi szintű szabályozása (A 13. társasági jogi irányelv) – in: Európai társasági jog – szerk.: Miskolczi Bodnár Péter, Kjk. kiadó, Budapest 2004. p.120.

vehetnek részt az igazgatótanács, vagy a felügyelő-bizottság munkájában, amelynek a döntésre nincs kötelező ereje. Ennek következménye pedig, hogy bár a francia társasági jog is azt a kötelezettséget rója a társaság ügyvezetésére, hogy ügyvezetői tevékenységüket a társaság érdekeinek elsődlegessége alapján kötelesek ellátni (így törvényileg, a „stakeholder primacy” elvnek kell érvényesülnie), az erőteljes munkavállalói kontroll hiányában azonban a részvényesek érdekei fognak elsőbbséget élvezni (tehát a gyakorlatban a „shareholder primacy” fog érvényesülni). Ez a francia társasági jogban létező érdekelsőbbségi paradoxon.

Ennek megfelelően, a céltársasági menedzsment vételi ajánlattal kapcsolatos neutralitási kötelezettsége, hasonlóan alakul az angolszász-modellben látottakhoz. E tekintetben nincs különbség ellenséges vagy nem ellenséges felvásárlás között. A céltársaság vezetősége szűk mozgástérrel rendelkezik a védekezési intézkedések megtétele tekintetében. Így a francia részvénytársaság menedzsmentje nem alkalmazhat olyan védekezési eszközt, ami a vételi eljárás sikerét megghiúsítani, hacsak az nem a részvényesek érdekét szolgálja, vagy ha ahhoz a részvényesi közgyűlés hozzájárult.¹⁸

Ugyanakkor a francia részvényjog széles körben elismeri azoknak az alapszabályban rögzített védekezési mechanizmusoknak az érvényesülését, amelyek megvédik a céltársaságokat a nem kívánt felvásárlásoktól. Ilyen alapszabályi rendelkezések többek között, a szavazatmaximáló szabályok, amely azt a szavazati arányt határozza meg, amellyel egy részvényes maximum rendelkezhet, függetlenül az alaptőkében való részesedésének nagyságtól. Ide lehet sorolni a dupla vagy multiplikált szavazati jogot megtestesítő részvényeket, az aranyrészvényeket, illetve azokat a publikálási kötelezettséggel terhelt céltársasági részvényesi megállapodásokat, amellyel egymásnak a részvényeikre kölcsönösen elővásárlási jogot biztosítanak. Megállapítható, hogy abban az esetben, ha ezek a céltársasági alapszabályi rendelkezések, a vételi eljárás folyamán, vagy bizonyos alaptőke-részesedési hányad esetén sem eliminálódnak, akkor a céltársaság feletti ellenőrzés megszerzése túlzottan költségessé válik egy felvásárló számára. A francia tőkepiaci felügyelet (Autorité des Marchés Financiers – AMF) többször fogalmazta meg azt az ajánlást, hogy például a szavazatmaximáló rendelkezések ne érvényesülhessenek, ha valaki az alaptőke két harmadát, vagy azt meghaladó részét megszerzi. Azonban a francia jogalkotás, illetve joggyakorlat mindeközéig nem igazán támogatta ezt az ajánlást. Az alapszabályban rögzített védekező hatású rendelkezések hatékonyak az ellenséges felvásárlásokkal szemben is, mivel így a társaság kevésbé lesz attraktív, ha pedig nem ellenséges a felvásárlás, akkor az alapszabályi rendelkezéseket a közgyűlés megváltoztathatja.

A német és francia modell alapján láthatóak azok a törésvonalak, amelyeket át kellett hidalni egy egységes takeover - irányelv megalkotásához. A végső direktíva létrejöttét 15 éven át tartó jogalkotási vita, és számos irányelvtervezet előzte meg. A „level playing field” érdekében, azaz, hogy Európán belül egységes keretszabályok révén, egységes versenyfeltételek valósuljanak meg a vállalatfelvásárlás terén, Németország és Ausztria a céltársaság cselekvési szabadságának megtartását, és a szavazati joggal kapcsolatos alapszabályi védekezési rendelkezések eltörlését, míg Franciaország, a céltársasági vezetés neutralitásának egységes bevezetését, és az alapszabályi védekezési lehetőségek megtartását szerette volna elérni. A 2002. január 10-én nyilvánosságra került Winter-jelentés¹⁹ fő

¹⁸ Olivier Assant, Heinrich Knepper, Fabio Coppola, Gabriel Nunez, Kathy Hughes: Guide to Public Takeovers in Europe – Cross-Border M&A Group, Slaughter and May 2004. p.181.

¹⁹ http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/company/docs/takeoverbids/2002-01-hlg-report_en.pdf – Report of the High Level Group of Company Law Experts on issues related to Takeover Bids – PE – CONS 3629/1/01 REV1 COR 3

szabályként a céltársasági vezetés semlegességi kötelezettségét, és az áttörési szabályok kötelező bevezetését fogalmazta meg. Az álláspontot továbbra sem közeledtek, míg nem Portugália javaslatára elfogadtak egy opcióra épülő keretszabályozást. Az erről szóló kompromisszumos döntést 2003 november 27-én hozták meg, amelyet az Európai Parlament 2003 december 16-án, a Tanács pedig 2004. március 30-án hagyott jóvá, és ennek eredményeképpen megszületett a 2004/25/EK irányelv.

3. A 2004/25/EK irányelv (takeover-irányelv) vonatkozó rendelkezései

3.1. A menedzsment neutralitása (9.cikk)

Az irányelv 9.cikke főszabály szerint a céltársaság menedzsmentjének neutralitásából indul ki, amikor kimondja, hogy a céltársaság vezetése csak külön ebből a célból adott előzetes felhatalmazás alapján tehet olyan védekező intézkedést – más ajánlatok keresése kivételével-, ami az ajánlattételi eljárás megzavarását eredményezheti, így különösen részvények kibocsátása előtt, amely alkalmas arra, hogy az ajánlattevő tartósan akadályozva legyen a céltársaság irányításnak megszerzésében (9.cikk. 2. bek.). A bekezdés főszabálya emelt semlegességi kötelezettségének zsinórmértéke az ajánlattételi eljárás megzavarása. Mivel a rendelkezés csak egy exemplifikatív kiemelést alkalmaz, bármely ajánlatot megzavaró védekezési eszköz alkalmazásakor tilos a részvényesi közgyűlés céltársasági menedzsment általi megkerülése. Ez a tilalom viszont nem vonatkozik a „white knight”-ra. A semlegességi kötelezettség kezdő időpontja tekintetében az irányelv csak minimum szabályt tesz kötelezővé, miszerint a céltársaság vezetésének neutralitási kötelezettsége legalább a céltársasági menedzsmentnek a vételi ajánlatról való tudomásszerzésének időpontjában be kell állnia, és addig tart, míg az ajánlat eredményét közzé nem teszik, vagy az ajánlat hatályát nem veszti.

Ezen kívül a céltársaság semlegességi kötelezettsége arra az esetre is kiterjed, ha a céltársasági menedzsment a vételi ajánlatról még nem értesült, de egy meghozott, ugyanakkor még végre nem hajtott döntésével, ami nem tartozik a szokásos üzleti tevékenységbe, a vételi ajánlat sikerét veszélyeztetné. (9.cikk 3. bek) Ezt a döntést a részvényeseknek kell jóváhagyniuk, vagy megerősíteniük. Ennek érdekében a tagállamoknak olyan szabályokat vezethetnek be, amelyek lehetővé teszik a részvényesek rövid úton való összehívását, ha a részvényesi közgyűlés az értesítéstől számított 15 napon belül nem tartható meg (9.cikk 4. bek.)

A céltársaság menedzsmentjének részletes tájékoztatást kell nyújtani az ajánlattételről, valamint az ajánlattal kapcsolatos álláspontjáról, így különösen a társaság foglalkoztatására gyakorolt esetleges hatásokról. A céltársasági menedzsmenti véleményt a céltársaság munkavállalóinak képviselőivel is közölni kell, ilyenek hiányában pedig a munkavállalókkal (9. cikk 5.bek). Ebben a rendelkezésben látható az elmozdulás a „stakeholder primacy” irányába, amikor a foglalkoztatásra gyakorolt hatásokat vizsgálni kell, illetve, hogy erről a munkavállalókat tájékoztatni kell, de ugyanakkor ne vesszük szem elől azt a tényt, hogy az ajánlatról saját érdekeiknek megfelelően a részvényesek hozzák meg a végső döntést. Márpedig ellenséges felvásárlás számukra ugyanúgy elfogadható, mint a baráti, ha a részvényeikért megfelelő ellenértéket kapnak.

A neutralitási kötelezettség, amennyiben a társaság irányítási rendszere duális, vonatkozik mind az igazgatóságra, mind pedig a felügyelő-bizottságra.(9.cikk 6.bek.)

3.2. Az áttörési szabályok („breakthrough rule”) (11.cikk)

Az áttörési szabályok tulajdonképpen a vételi ajánlat közzétételét követően korlátozzák azokat a tagállami jogszabályokat, amelyek a felvásárlás esetére védekezési eszközöket állapítanak meg. Így a vételi ajánlat elfogadására nyitva álló időn belül nem érvényesülhetnek az alapszabályban, avagy a céltársaság és a részvényese, illetve a részvényesek egymás között létrejött szerződésében kikötött értékpapír-átruházási tilalmak (11. cikk. 2. bek.). Továbbá az alapszabályban, avagy a céltársaság és a részvényese, illetve a részvényesek egymás között létrejött szerződésében kikötött, szavazati jogra vonatkozó korlátozások nem érvényesülnek azon a közgyűlésen, amelyen a 9. cikkel összhangban meghozandó védekezési intézkedésről döntenek. A rendelkezés célja, hogy a részvényesek ne legyenek akadályoztatva abban, hogy az ajánlat ismeretében szabadon döntsenek a felvásárlás megengedhetőségéről, vagy az az elleni védekezi intézkedésekről. Egyébiránt az ilyen közgyűlésen, a többszörös szavazati jogot megtestesítő részvények csupán egy szavazatot érnek. (11. cikk. 3. bek.)

Áttörési szabálynak minősül az irányelv azon rendelkezése is, miszerint, ha az ajánlattételi eljárás az ajánlattevő a szavazati jogokat megtestesítő tőke minimum 75 %-t megszerzi, akkor a céltársaság alapszabályában előírt, részvény-átruházására, a szavazati jog korlátozására, a részvényesek a vezetés tagjainak kinevezésére vagy elmozdítására vonatkozó különleges jogok nem alkalmazhatóak, illetve a többszörös szavazati jogokat megtestesítő részvények egyenként egy szavazatot érnek az ajánlattételi eljárás lezárását követő első közgyűlésen, amelyet az ajánlattevő az alapszabály módosítása, vagy az ügyvezető szerv tagjainak kinevezése vagy elmozdítása céljából hív össze. Az ajánlattevő pedig jogosult ebből a célból a részvényesek közgyűlését összehívni, ha a közgyűlés az értesítéstől számított 15 napon belül nem tartható meg. (11. cikk. 4.bek.)

A 11. cikk megállapít egy kivételes kört, amelyek tekintetében az áttörési klauzula nem alkalmazható. Ennek értelmében a céltársaságban lévő aranyrészvényre, vagyis olyan, a tagállam tulajdonában álló részvényre, amelyre a céltársasági alapszabály, szerződés vagy a tagállami jogszabály különleges jogokat állapít meg, illetve a szövetkezetekre, az áttörési szabályok nem alkalmazhatóak. (11. cikk 7.bek.)

A szabályozásból megállapítható, hogy az áttörési klauzulák lényegében az ajánlattevő, és a szavazati jogában korlátozott részvényesek érdekeit védi, azzal, hogy egyes részvényesek, különösen a többszörös szavazati joggal rendelkezők ne tudják indokolatlanul leblokkolni a társaságot, „megvédve” ezzel a többi részvényest egy jónak ígérkező ajánlattól, másrészt lehetőséget ad azoknak részvényeseknek, akik eddig a döntéshozatalban lényegében nem vettek részt, hogy az ajánlatról és ennek kapcsán saját részvényük eladásáról, vagy védelméről szabadon dönthessenek. Ez különösen azért fontos, mert a céltársasági vezetés neutralitási kötelezettségének következtében a döntés az ajánlatról szinte teljes egészében a részvényesi közgyűlés kezében van. De hogy miként érvényesül a semlegességi-, és az áttörési szabály, attól függ, hogy a tagállamok az opciós szabályozásában miként pozícionálják magukat.

3.3. Az opciós modell (12. cikk)

Az opciós szabályozás értelmében a tagállamok jogosultak arra, hogy azokat a társaságokat, amelyeknek létesítő okirat szerinti székhelye a területükön van, mentesítsék a 9. cikk (2) és (3) bekezdése (semlegességi kötelezettség) és/vagy a 11. cikk (áttörési klauzula) alkalmazása alól. (12. cikk 1.bek.) Ezt a rendelkezést egészíti ki a következő bekezdés, miszerint, ha a tagállamok élnek az előbbi bekezdésben meghatározott jogukkal, biztosítaniuk kell a lehetőséget azon társaságok számára, amelyeknek létesítő okirat szerinti székhelye a területükön van, hogy magukra nézve szabadon dönthessenek a semlegességi kötelezettség és/vagy a áttörési klauzula alóli mentesítésről, valamint azt a lehetőséget, hogy a társaságok később e döntésüket megváltoztassák.

Ez a meglehetősen összetett és bonyolult szabályozás a tagállamok és területükön székhellyel rendelkező társaságok részére alapvetően a következő lehetőségeket jelenti:

- a tagállam mindkét cikk alkalmazását kötelezővé teszi, így azokat a tagállam területén székhellyel rendelkező társaságok is kénytelenek alkalmazni (Ez az „opting-in” rendszer, a többi lehetőség pedig az „opting out” rendszer.).
- amennyiben a tagállam mindkét szabály alkalmazása alól mentesíti magát, a döntés társasági szintre kerül, és eldöntheti, hogy mindkét szabályt kívánja alkalmazni, vagy egyiket sem, vagy csak a semlegességi kötelezettséget, vagy csak az áttörési klauzulát.
- amennyiben a tagállam nem mentesíti magát a semlegességi kötelezettség alól, a társaság eldöntheti, hogy alkalmazza-e az áttörési klauzulát vagy sem.
- amennyiben a tagállam nem mentesíti magát az áttörési szabályok alkalmazása alól, a társaság eldöntheti, hogy alkalmazza-e a semlegességi kötelezettséget, vagy sem.
- a döntéseiket a társaságok utólag megváltoztathatják. A közgyűlés döntésének meghozatalára a társaság székhelyének joga az irányadó. A döntést be kell jelenteni, mind a székhely szerinti felügyeleti hatóságnak, mind pedig azon tagállamok felügyeleti hatóságának, amelynek szabályozott piacán a részvények bevezetése megtörtént, vagy erre irányuló kérelmet terjesztettek elő.

Az opcionális szabályozás ezen kívül kiegészül még egy, a reciprocitás elvének megfelelő rendelkezéssel. Az irányelv 12. cikkének 3. bekezdése értelmében, a tagállamok a 9. cikk (2) és (3) bekezdését és/vagy a 11. cikket alkalmazó társaságokat a 9. cikk (2) és (3) bekezdése és/vagy a 11. cikk alkalmazása alól mentesíthetik, ha vételi ajánlatot intéz hozzá egy olyan társaság, amely ezeket a cikkeket nem alkalmazza, vagy egy olyan társaság, amelyet az előbbi társaság közvetlenül vagy közvetetten irányít társaságtól kaptak ajánlatot.

A kölcsönösség elvének megfelelően a szabályozás egy kétlépcsős választási modellt foglal magába: Először a tagállamok dönthetik el, hogy az „opting-in” alapján működő társaságokat mentesítik-e az áttörési klauzula illetve a semlegességi kötelezettség alkalmazása alól, amennyiben az ajánlattevő valamelyik cikket, vagy egyiket sem tartja magára nézve kötelezőnek. Amennyiben az adott nemzeti jog megengedi ezt a lehetőséget, akkor viszont maga az érintett céltársaság közgyűlése határoz a reciprocitás elvének ad hoc alkalmazásáról.

Ezzel a reciprocitás elvének megfelelő közgyűlési döntéssel kapcsolatban viszont az irányelv felállít egy időbeli korlátot, miszerint a társaság ilyen tartalmú döntése csak akkor érvényesül, ha azt a vételi ajánlat közzétételét megelőző 18 hónappal már meghozták (12. cikk 5.bek.).

Fontos kiemelni, hogy a reciprocitási rendelkezés nem határozza meg konkrétan, hogy az egyedi mentesítési lehetőség, csak valamely tagállamban székhellyel rendelkező társasággal szemben alkalmazható, hanem azt általában, a semlegességi kötelezettséget, vagy az áttörési szabályokat el nem ismerő társaságokkal szemben lehet igénybe venni. Ennek értelmében nemcsak az Európai Unión belül képes működni a kölcsönösségi szabály, hanem az is elképzelhető, hogy például egy francia vagy német társaság egy amerikai társasággal szemben alkalmazza azt, kiküszöbölve ezzel a harmonizációból eredő vulnerabilitását.

Mindamellet az opcionális szabályozás véleményem szerint éppen a jogharmonizáció ellen hat, hiszen nem szorítja a társaságokat arra, hogy, ha egyszer módosították az alapszabályukat az „opting-in” rendszernek megfelelően, ami megfelelne a jogharmonizációs célnak, ne tudjanak visszalépni az „opting out”-ba. Ráadásul a reciprocitási szabállyal esetleg is elmozdulhatnak adott esetben mindkét irányba. Ennek hatása pedig láthatóan az lesz, hogy az eddigi vállalatfelvásárlási hagyományok különbözőségei továbbra sem oldódnak fel egy egységes rendszerbe, bebetonozva ezzel az eddigi vitás álláspontokat, illetve a bonyolultsága és összetettsége révén véleményem szerint több jogvitát fog indukálni, mint ahányat megoldani.

4. Az irányelv jövőbeni érvényesülése és hatásai

Az irányelv igazi célja az lett volna, hogy pontot tegyen egy hosszú jogalkotási folyamat végére, és a jogharmonizáció révén megteremtse a vállalatfelvásárlás területén egy egységes elvek mentén működő szabályozást, azaz, kialakítani ezen a téren Európában a „level playing field”-et. Ennek a célnak az elérését minden tagállam deklarálta, viszont arra nem voltak hajlandók, hogy bármelyikük saját társasági jogában meglévő védekezési lehetőséget feladja. Az opcionális lehetőséggel pedig tulajdonképpen a harmonizáció alól húzták ki a talajt, vagy másképp megfogalmazva, a semlegességi kötelezettség, és az áttörési szabályok alkalmazásának egységesítését üresítette ki az opcionális megoldás.

Példának okáért Franciaországban, a gazdasági és pénzügyi miniszter, Thierry Breton benyújtotta a nyilvános vételi ajánlattal kapcsolatos törvénymódosítási javaslatot. Ennek értelmében Franciaország, társasági jogi hagyományinak megfelelően a semlegességi kötelezettséget elismeri, de ugyanakkor az áttörési klauzula alól mentesíti magát, így annak alkalmazását a társaság döntésére bizza. Magyarország, a T/17878. számú törvénymódosító javaslat alapján, az „opting-in” rendszert valósítaná meg, viszont lehetőség nyílna arra, hogy ha például egy áttörési klauzulát el nem ismerő francia társaság tesz vételi ajánlatot egy magyar társaságra, akkor kettejük viszonyában az áttörési szabályok nem érvényesülnének, így védekezve az egyenlőtlen küzdelem, avagy az ellenséges felvásárlással szemben.

Mindamellet nem lehet még tudni, hogy az irányelv mennyire lesz hatékony az európai és nemzetközi társasági jogi gyakorlatban. Véleményem szerint nem alkalmas arra, hogy különbözőségeket feloldja, illetve úgy teremti meg a „level playing field”-et, hogy abba mindenki beleépíthesse a saját elképzeléseit. Így pedig, ebben a formában, felesleges egy harmonizációs irányelv, mivel az eltérések eddig is megvoltak, és továbbra is megmaradnak. Ezentúl az lesz a vita forrása, hogy kivel szemben, mi érvényesíthető és mi nem. Mivel pedig az első szabályozó szint a tagállami, és nem a társasági, minden ország úgy próbálja majd kialakítani saját szabályozási struktúráját az irányelv alapján, hogy az a társaságoknak a

lehető legattraktívabb legyen. Fennmarad a társasági jogszabályozási verseny Európában, amely így csökkenti az egységes versenyképességet más nagy gazdaságokkal, így például az Egyesült Államokkal vagy Japánnal szemben. De akkor mi az irányelv célja?

Felhasznált irodalom

Christin M. FORSTINGER: Takeover law in the EU and the USA – The Hague; London, New York, Kluwer law International, 2002

– BERKE Barna, FAZEKAS Judit, GADÓ Gábor, GYULAI-SCHMIDT Andrea, KIRÁLY Miklós, KISFALUDI András, MISKOLCZI BODNÁR Péter: Európai társasági jog - szerk.: MISKOLCZI BODNÁR Péter KJK. Budapest 2004.

Olivier ASSANT, Heinrich KNEPPER, Fabio COPPOLA, Gabriel NUNEZ, Kathy HUGHES: Guide to Public Takeovers in Europe – Cross-Border M&A Group, Slaughter and May 2004

Julian FRANKS & Colin MAYER: Corporate Ownership and Control in the UK., Germany, and France – in: Studies in International corporate finance and Governance System 281, Chew, D.H. ed., Oxford University Press 1997

Reiner R. KRAAKMAN, Paul DAVIS, Henry HANSMANN, Gerard HERTING, Klaus J. HOPT, Hideki KANDA, Edward B. ROCK: The Anatomy of Corporate Law /A comparative and functional approach/ - Oxford University Press Inc., New York, 2004

Jogforrások:

2004/25/EK irányelv

Aktiengesetz vom 6.9.1965.

Code de Commerce – la loi no. 66-537 24. juillet 1966

City Code on Take Overs and Mergers

T/17878 törvényjavaslat a tőkepiaci törvény módosításáról