

Halász Vendel

Az egyéb érdekelték jogi védelme az Európai Unió vállalatfelvásárlási szabályozásában

Stakeholders' Legal Protection in the European Union's Regulation of Corporate Takeover



Összefoglalás

A vállalatfelvásárlások számos előnyös hatást fejthetnek ki egy gazdaságban. Ugyanakkor felmerülnek olyan aggályok is, hogy bizonyos esetekben az ilyen ügyletekben megjelenő részvényesi profit más társaságban jelen lévő érdekcsoportok (egyéb érdekelték) költségére valósulhat meg. A tanulmány elemzi az Európai Unió vállalatfelvásárlási szabályozásában a részvényesi, illetve egyéb érdekelti érdekek védelmének eszközeit és módját. Ennek során megállapítja, hogy a céltársaságok részvényeseinek (akik jellemzően az ilyen ügyletekkel komoly nyereséget tudnak elérni) védelmét megfelelően biztosítja az uniós jog. Ugyanakkor az egyéb érdekelték érdekei csorbát szenvedhetnek a szabályozási rendszer alapján, és ez hátrányosan érintheti a társadalmat. A szerző viszont csak olyan vállalatfelvásárlási ügyletek létrejöttét látja optimálisnak, melyek valós társadalmi hasznot (is) jelentenek, és álláspontja szerint a szabályozási rendszernek is ez irányba kellene elmozdulnia.

Journal of Economic Literature (JEL) kódok: G34, G1

Kulcsszavak: vállalatfelvásárlás, részvényesi érdek, stakeholderelmélet

DR. HALÁSZ VENDEL PhD, óraadó, Pécsi Tudományegyetem Állam- és Jogtudományi Kar, Gazdasági és Kereskedelmi Jogi Tanszék (halasz.vendel@gmail.com).

Summary

Corporate takeovers may have numerous beneficial effects on the economy. However, concerns also emerge that in some cases the shareholders' profit on such transactions may be realized at the expense of other corporate constituencies (stakeholders). This study analyses the means and methods of shareholder and stakeholder protection in the European takeover legislation. The conclusion is that the interests of the target company's shareholders (who usually realise a significant profit on takeover transactions) are properly guaranteed by European Union law. However, stakeholder interests may be jeopardized under the current regulatory system, and this may adversely affect the society. The author only considers corporate takeover transactions as optimal if they (also) provide genuine social benefit. In the author's view, the regulatory system should also move towards this concept.

Journal of Economic Literature (JEL) codes: G34, G1

Keywords: corporate takeovers, interests of stakeholders, theory of stakeholder

A VÁLLALATFELVÁSÁRLÁSOKRÓL

A vállalatfelvásárlás általában egy olyan részvényvásárlási ajánlatot jelent, ahol a részvényeket megszerezni kívánó társaság (ajánlattevő) a céltársaságban irányító részese-dést megtestesítő részvénypakettet szerez meg. Ez általában több mint 50%-át jelenti a kibocsátott részvényeknek (Brudney–Chirelstein, 1974:297, Tuchinsky, 2007:694). A céltársaság részvényeinek megszerzésére irányuló ajánlat rendszerint a piaci ár fölött történik (Brown, 1970:517–518). Ha az ajánlat bejelentésekor az ajánlattevő nem rendelkezik a céltársaság menedzsmentjének támogatásával, akkor az ajánlatot ellen-ségesnek szokták minősíteni. Ha az ajánlattevő bírja a céltársaság menedzsmentjének támogatását, akkor az ajánlat baráti (Tuchinsky, 2007:694; Hannes, 2003:1909–1910; Halász–Kecskés, 2011:368).

A vállalatfelvásárlások számos előnyös hatást fejthetnek ki a vállalati szférában: például azokhoz allokálhatják az erőforrásokat, akik a leghatékonyabban képesek azokat felhasználni, továbbá szinergiákat hozhatnak létre két társaság között. Szintén fegyel-mezhetik a nem kellően elővigyázatos vagy nem megfelelően működő vállalati veze-tést. Kiküszöbölhetik a piac tökéletlen működésének következményeit, mely a társaság papírjainak alulárzottságában ölthet testet.

Ugyanakkor veszélyeket is hordozhatnak egy céltársaság, illetve a gazdasági rend-szer számára: például egyes esetekben a menedzsment pusztán öncélú, „vállalatbi-rodalom” felépítésére irányuló törekvéseit szolgálhatják. A különböző kizsákmányo-láselméletek alapján pedig az ajánlattevő részvényesei tehetnek szert (a céltársaság részvényeinek szisztematikus alulértékelését vagy az egyéb érdekeltek helyzetét kihasz-nálva) nyereségre a céltársaság részvényeseinek vagy az egyéb érdekelteknek¹ a rová-sára. Ebből azt a következtetést vonhatjuk le, hogy a vállalatfelvásárlás egyszer értéket

teremthet, más alkalommal viszont lehetséges, hogy csak újra elosztja azt. Szabályozói szempontból – bizonyos feltételek mellett – az értékteremtést támogatni látszik célszerűnek, míg az érték-újraelosztást ellenezni (Coffee, 1984:1167–1169, 1173–1174; Kecskés–Halász, 2013:399; Magnuson, 2009:208–210; Romano, 1992:119–181; Halász–Kecskés, 2011:369).

A 2008-ban kezdődött globális pénzügyi és gazdasági válságot követően, napjainkra a nemzetközi részvényt piacok magukhoz tértek, a főbb amerikai tőzsdei indexek pedig új magasságokba emelkedtek, és az előrejelzéseket készítő elemzők nagyrészt egyetértenek abban, hogy a felívelő piaci trend folytatódik 2017-ben is (Oyedele, 2016).

Nem meglepő, hogy az egyesülések és vállalatfelvásárlások piacán is megkezdődött a aktivitás figyelhető meg. A 2015-ös évben például a bejelentett globális egyesülési és vállalatfelvásárlási ügyletek összértéke új rekordot állított fel, ugyanis mintegy 4,6 billió dollárt tett ki. Az egyesülési és vállalatfelvásárlási ügyletek volumene 2016-ban is igen jelentős maradt, és elérte a mintegy 3,6 billió dollárt. Ezen erőteljes trend folytatódására lehet számítani 2017-ben is (Fontanella-Khan–Massoudi, 2015).

A RÉSZVÉNYESI ÉRDEK ÉS ANNAK VÉDELME A VÁLLALATFELVÁSÁRLÁSI HELYZETEK BEN

A vállalatfelvásárlások során a céltársaságok részvényesei általában jelentős azonnali hozamban részesülnek (Cremers et al., 2009:1409–1410). A vállalatfelvásárlási tevékenység kapcsán az Egyesült Államokban e témában végzett kutatásokból azt a következtetést vonták le, hogy az ajánlattevők komoly felárat (prémium) fizetnek ki ezeknek a részvényeseknek. Ezek a következtetések azért is mérvadónak tekinthetők, hiszen ott már több mint fél évszázada e tőkepiaci tranzakciók a tudományos kutatások homlokterében állnak. Például a prémium átlagos mértéke a negyedik (amerikai) vállalatfelvásárlási hullám során, az 1980–1989 szeptemberéig terjedő időszakban a piaci árhoz képest 36% és 71% között alakult (az adott évtől függően) (Anjier, 1991:586–587). Michael C. Jensen professzor a vállalatfelvásárlási felár mértékéről szóló, 1988-as kutatásában kifejtette, hogy az átlagosan meghaladja a 30%-ot (Fitzgibbon, 2010:57; Jensen, 1988:21–22). Szintén a vállalatfelvásárlások előnyös hatásaihoz sorolható, hogy a vállalatok feletti irányítás megszerzésének lehetősége alapvetően emelheti a részvények piaci értékét (Fitzgibbon, 2010:52, 56–57; Enriques, 2004:453). (Az ajánlattevő társaság részvényesei nem részesülnek ugyanakkor ilyen mértékű hozamban. Elméletben bizonyos szintű nyereségnek esetükben is kimutathatóknak kellene lennie. Ők ugyanakkor – számos okból – akár veszteséivé is válhatnak a vállalatfelvásárlási tranzakcióknak.)

Az Európai Unióban a vállalatfelvásárlási jognak két jogforrási szintjét különíthetjük el. A vállalatfelvásárlási szabályozás közösségi szintű forrását és ezáltal a tagállamok jogi szabályozásának keretét a nyilvános vételi ajánlatról szóló 2004/25/EK irányelv (vállalatfelvásárlási irányelv) jelenti (Ferrari–Miller, 2009:311–312). Erre épül a tagállamok által elfogadott szabályozás, melyet legkésőbb 2006. május 20-ig harmonizálni kellett az irányelvvel (Zwecker, 2012:234). Jelen tanulmányban főként az irányelv szabályozásának bemutatására szorítkozom.

A céltársaság részvényeseinek érdekeit az Európai Unió közösségi (és tagállami) szintű szabályozása hatékony védelemben részesíti. Az Európai Unióban vállalatfelvásárlások esetén a részvényesek védelmére szolgáló legfontosabb mechanizmus az irányítást biztosító részesedés megszerzésekor érvényesülő, ún. kötelező nyilvános vételajánlat-tételi szabály (Magnuson, 2009:219–220). Hasonlóképp kiemelhetjük a részvényesek számára a vállalatfelvásárlás során kifizetendő „méltányos árra” vonatkozó szabály fontosságát. Az irányelv alapján, vállalatfelvásárlás esetén, a társaságból való kiszállás lehetőségét valamennyi részvénybirtokos számára méltányos ellenérték fizetése mellett kell biztosítani² (kivéve a szavazati joggal nem rendelkező részvényeseket).³ Ez hozzájárul a befektetők és a tőkepiacok magabiztosságának növeléséhez, hiszen a vállalat feletti irányításért kifizetett felárat (amely e szabályozás hiányában jelentős mértékben a domináns részvénytulajdonos egyéni haszna lehetett) szétosztják valamennyi részvényes számára. Erre azért van lehetőség, mert a kötelező nyilvános vételajánlat-tételi szabály elzárja az irányító részesedést biztosító részvénytulajdonosoktól a kereskedés útját (mivel ez a vállalat feletti irányítás megváltozását jelenti, és valamennyi részvényre kiterjedő, kötelező nyilvános vételajánlat-tételt von maga után), mely a leggyakoribb formája volt a vállalatok feletti irányítás megváltoztatásának Európa nagy részén (Goergen–Martynova–Renneboog, 2005:6–13; Berglöf–Burkart, 2003:175, 196–198; EC, 2007).

A szórt tulajdonosi struktúrában jelentkező káros ajánlattételi technikákra (ún. részleges, illetve két lépésben megvalósuló ajánlatok) is hatékony ellenszert jelent a kötelező ajánlattételt előíró szabály (Kecskés, 2011:3–15). Az eljárás lefolytatására vonatkozó (vételi ajánlat elfogadására nyitva álló időszak) és a céltársaság részvényeseinek megfelelő informáltságát biztosító (az ajánlatokra vonatkozó információ, vételi ajánlat közzététele) előírások szintén fontos garanciális elemei az uniós szabályozásnak.

A céltársaság igazgatótanácsa és részvényesei között vállalatfelvásárlási helyzetben kialakuló érdekellentétet (hiszen míg vállalatfelvásárlások esetén az igazgatók elsősorban pozíciójuk megtartásában, addig a céltársaság részvényesei a felvásárlás során elérhető profitban érdekeltek) is a céltársaság részvényesei szempontjából megnyugtatóan rendezte az Európai Unió vállalatfelvásárlási irányelve, hiszen – főszabályként – a vállalatfelvásárlási irányelv az ún. semlegességi (neutralitási) szabályban határozza meg az igazgatók által követendő magatartást (McCord, 1984:491; Chatterjee–Harrison–Bergh, 2002:89; Fitzgibbon, 2010:55). A vállalatfelvásárlási irányelv 9. cikke ugyanis kimondja, hogy az ajánlattételről szóló döntésről (vagy az ajánlattételi szándékról) való tudomásszerzés és az ajánlat lezárása (vagy az ajánlat hatálytalanná válása) között a céltársaság igazgatótanácsának (üzgyviteli vagy irányító szervének) meg kell szereznie a részvényesek közgyűlésének kizárólag e célból adott előzetes felhatalmazását,⁴ bármely olyan intézkedés – más ajánlatok keresése kivételével – előtt, ami az ajánlattételi eljárás megzavarását eredményezheti. A felhatalmazás megszerzéséig pedig semlegességre van kötelezve (a versengő ajánlatok keresését leszámítva) (Zinser, 2003; Menjucq, 2006:229–230; Edwards, 2004:435–436). Így minden védekező intézkedéshez szükséges a részvényesek előzetes felhatalmazása, jóváhagyása, beleegyezése. Az irány-

elv 12. cikkének (Választható szabályozások) (1) bekezdése alapján a tagállamok jogosultak arra, hogy az irányelv hatálya alá tartozó azon vállalatokat, amelyeknek létesítő okirat szerinti székhelye a területükön van, mentesítsék a semlegességi szabály⁵ alkalmazása alól.⁶ Így a semlegességi szabály alkalmazása nem kötelező az irányelv alapján. Ugyanakkor a tagállamok többsége alkalmazza azt.⁷

A fentieket figyelembe véve elmondható, hogy az irányelv (és annak szabályait a nemzeti jogba átültető és gyakran kiegészítő nemzeti jogalkotás) erőteljes védelemben részesíti a céltársaságok részvényeseinek érdekeit az Európai Unióban (Halász, 2015:77–246).

A VÁLLALATFELVÁSÁRLÁSI ÜGYLETEK LEHETSÉGES HATÁSA AZ EGYÉB ÉRDEKELTEKRE

A felelős társaságirányítás korszerű, 21. századi megközelítésében a részvényesi érdekek fontosságának elismerése mellett nem tekinthetünk el a társaságokkal kapcsolatban álló egyéb érdekeltek szerepének hangsúlyozásától sem. Fontos kérdés ugyanakkor annak meghatározása, hogy egy társaság tevékenységéhez kapcsolódóan kiket tekinthetünk érdekelteknek. E kérdéskört némiképp leegyszerűsítve arra a következtetésre lehet jutni, hogy az egyéb érdekeltek érdekeit figyelembe vevő elmélet (stakeholder-elmélet) alapján, a legfontosabb ilyen érdekeltek a munkavállalók, a hitelezők, a beszállítók, a fogyasztók, és a – társaság működésével érintett – helyi közösségek.⁸ A vállalatfelvásárlások hatásai kapcsán azonban megjelenhet még figyelembe vehető érdekként egy adott állam, nemzet gazdasága is, illetve ezzel párhuzamosan a kormányzati érdek (Zhao, 2014:16).⁹

Alapvető probléma, hogy korábban sem volt, és tulajdonképpen jelenleg sincs egyértelmű álláspont arra vonatkozóan az akadémiai és az üzleti szektor szereplői között, hogy milyen hatást tulajdonítsunk a vállalatfelvásárlási ügyleteknek. Nincs széleskörűen elfogadott konszenzus abban, hogy egyáltalán keletkezik-e érték, és ha igen, akkor az honnan származik egy vállalatfelvásárlási tranzakcióban (Anjier, 1991:564; Shleifer–Vishny, 1998:15–16).

Bár általában a céltársaság részvényesei jelentős mértékben profitálni tudtak a vállalatfelvásárlásokból és a vállalatiszerkezet-átalakításokból, a részvényesi jólétet korántsem azonosíthatjuk a társadalmi jóléttel. Fennáll ugyanis a veszélye, hogy a részvényesek előnszerzése – legalábbis részben – más, társaságban jelen lévő érdekcsoportok költségére valósulhat meg (ideértve, kiemelten a munkavállalókat és a hitelezőket).¹⁰ A vállalatfelvásárlás során a részvényeseknek fizetett felár egy része abból származhat, hogy a társaságban jelen lévő más érdekelti csoportoktól a részvényesi csoport irányába értékátcsoportosítás történik (McDaniel, 1991:124; Bebchuk, 2002:1021–1022).

Richard A. Booth¹¹ professzor szerint is a vállalatfelvásárlási szabályozás egy fontos kérdése, hogy a részvényeseknek a vállalatfelvásárlás során fizetett prémium forrása honnan eredeztethető. Az egyik alternatíva, hogy a társaság vezetésével kapcsolatban jobb elképzelésekkel rendelkező ajánlattevő meg kívánja osztani az így keletkező hasznot (ami helyes) a céltársaság részvényeseivel. A másik lehetőség viszont az, hogy a

részvényeseknek kifizetett felárat néha (vagy esetleg gyakran) az ajánlattevő abból a tervezett megtakarításból fizeti ki, amit a menedzserekkel, beszállítókkal, fogyasztókkal, munkavállalókkal kötött szerződések újratárgyalásával és a korábbi megállapodásoknál kedvezőtlenebb feltételek kialakításával ér el (Booth, 1989:125–127). Ez pedig minden bizonnyal hátrányosan érinti azt a közösséget, ahol a céltársaság működik.

Andrei Shleifer¹² és Lawrence H. Summers¹³ közgazdászprofesszorok úgy érvelnek, hogy az ellenséges vállalatfelvásárlások lehetővé tehetik a részvényeseknek, hogy „kiszajátítsák” az egyéb érdekeltek vagyónát (jólétét), és az ilyen vállalatfelvásárlások több értéket oszthatnak újra, mint amennyit teremtenek (Shleifer–Summers, 1988:33–56). Kiemelik, hogy az egyéb érdekeltektől (pl. munkavállalók, beszállítók) a részvényesek irányába megnyilvánuló értékátcsoportosítások a vállalatfelvásárlási prémium jelentős részét tehetik ki (Shleifer–Summers, 1988:53; McDaniel, 1991:125–126).

Lucian A. Bebchuk¹⁴ professzor szerint a társaságok eszközei feletti hatékony piac kialakulásához az egyik követelmény az externáliák hiánya, illetve hogy ily módon a vállalatfelvásárlások során a részvényesek által elért nyereség valós (nettó) társadalmi hasznot jelentsen. Tehát ez az előnyszerzés ne harmadik felek költségére valósuljon meg (Bebchuk, 1985:1693–1808, 1792; McDaniel, 1991:129). Egy racionális döntésen alapuló vállalatfelvásárlás növelni fogja az ajánlattevő és a céltársaság együttes értékét, és így a részvényesek javára szolgál. De a két társaság együttes értékében beálló ilyen növekedés még nem jelenti önmagában azt, hogy a tranzakció hatékony. Egy ilyen következtetés szükségszerűen csak akkor lehet igaz, ha a céltársaság és az ajánlattevő részvényeseinek juttatott haszon valós társadalmi hasznot jelent. Bebchuk ugyanakkor az általa megfigyelt vállalatfelvásárlásokból azt a következtetést vonta le, hogy az ajánlattevő és a céltársaság részvényesei számára juttatott egyéni előnyök nem szükségszerűen jelentenek társadalmi hasznot. Bizonyos esetekben a két társaság együttes értékében beálló növekedés a vállalatirányítás tökéletesítéséből vagy szinergiákból adódik, mely esetekben a megszerzett egyéni hasznok valós társadalmi hasznot is jelentenek egyúttal. Ugyanakkor ez szintén fakadhat adómegetakarításokból (*adóoptimalizáló vállalatfelvásárlás*) vagy éppen a megnövekedett piaci erőből, mely esetekben, Bebchuk professzor szerint, az egyéni hasznok az adóbevételek vagy a fogyasztók rovására jelenhetnek meg. Alkalmassint pedig a két társaság együttes értékében beálló növekedés a munkavállalók kárára megszerzett hasznot jelképezhet. Így álláspontja szerint egyes akvizíciók társadalmilag nemkívánatosak lehetnek még úgy is, hogy növelik az ajánlattevő és a céltársaság együttes értékét (Bebchuk, 1985:1793).

1988-ban Shleifer és Vishny¹⁵ professzorok arra a következtetésre jutottak, hogy az ellenséges vállalatfelvásárlások során jelentkező értékátruházás kérdésének megoldása e tranzakciók veszteségeinek kompenzálásán keresztül történhet meg (Shleifer–Vishny, 1998:15–19; McDaniel, 1991:129–130).

A vállalatfelvásárlások egyéb érdekeltekre – különösen munkavállalókra – gyakorolt hatásairól több empirikus kutatás is napvilágot látott, ugyanakkor ezek jellemzően nem általános jelleggel fókuszáltak a vállalatfelvásárlásokra, hanem csak egy-egy tranzakciótypust vagy viszonylag szűk mintát elemeztek ebből a szempontból.¹⁶ Bár e kutatások meglehetősen vegyes eredményre vezettek (Li, 2012:444–445), általánosságban

elmondható, hogy a munkavállalói aggályok nem tűnnek megalapozatlannak. A vállalatfelvásárlások ugyanis inkább hátrányosan érintik a munkavállalókat. Erre utal például Li¹⁷ 2012-ben publikált (széles mintát átfogó) kutatása (Li, 2012:443–460) vagy az Európai Unió viszonylatában a *The Takeover Bids Directive Assessment Report* összefoglaló adatai (EC, 2012:344–345). A munkavállalókra gyakorolt hatás ugyanakkor csak egy (bár talán legjobban kézzelfogható) elemét jelenti a vállalatfelvásárlások egyéb érdekeltekre gyakorolt hatásának (Halász, 2015:270–274).

A VÁLLALATFELVÁSÁRLÁSOK UNIÓS SZABÁLYOZÁSA ÉS AZ EGYÉB ÉRDEKELTEK VÉDELME

A vállalatfelvásárlások uniós szabályozásának egyéb érdekeltek védelmére irányuló rendelkezéseit átfogóan elemzi a már említett, az Európai Bizottság megbízásából készített *The Takeover Bids Directive Assessment Report*.¹⁸ Így a 2004/25/EK (vállalatfelvásárlási) irányelv idevonatkozó szabályozási rendszerének áttekintéséhez érdemes e dokumentumot segítségül hívnunk.

Az irányelvben már az általános elvek szintjén is megjelenik az egyéb érdekeltek védelmével összefüggésben álló követelmény. Az irányelv 3. cikk (1) bekezdés b) pontja alapján a céltársaság értékpapírjainak birtokosai számára elegendő időt és információt kell biztosítani ahhoz, hogy megfelelően megalapozott döntést tudjanak hozni az ajánlatról; amennyiben a céltársaság ügyviteli vagy irányító szerve az értékpapír birtokosait tanáccsal látja el, ismertetnie kell az ajánlatnak a foglalkoztatásra, az alkalmazási feltételekre és a társaság üzletviteli helyére gyakorolt hatásait (EC, 2012).

Az irányelv konkrét szabályozása az egyéb érdekeltek közül leginkább a munkavállalói érdekekre helyezi a hangsúlyt. Így az ajánlattétel során közzéteendő ajánlati dokumentációnak is van a munkavállalók szempontjából releváns tartalma. Az irányelv 6. cikk (3) bekezdés i) pontja alapján ugyanis az ajánlati dokumentáció részét képezik az ajánlattevőnek a céltársaság és – amennyiben ezt az ajánlat érinti – az ajánlattevő társaság jövőbeni üzleti tevékenységére, munkavállalóik és vezetőik állásainak fenntartására vonatkozó szándékai, beleértve minden, a foglalkoztatás feltételeiben bekövetkező lényeges változtatást, és különösen az ajánlattevőnek a két társaságra vonatkozó stratégiai terveit (Kecskés, 2013:368–376) és a foglalkoztatásra, valamint a társaságok telephelyeire gyakorolt valószínűsíthető következményeket. Az ajánlat kapcsán közölt dokumentumokat (így például a vételi ajánlatot, annak módosításait, a vételi ajánlattal kapcsolatban a céltársaság ügyvezető/irányító testületének álláspontját) szintén közölni kell a céltársaság munkavállalói képviselőivel vagy – ilyen képviselők hiányában – magukkal a munkavállalókkal.¹⁹ Az irányelv 9. cikk (5) bekezdése pedig kiemeli, hogy a céltársaság ügyviteli vagy irányító szerve elkészíti és közzéteszi a jelentését, amely tartalmazza az ajánlatra vonatkozó, indoklással ellátott véleményét. Ennek keretében kitér az ajánlat végrehajtásának a társaság érdekeire – és különösen a foglalkoztatásra – gyakorolt hatásaira, valamint tartalmazza az ajánlattevőnek a céltársasággal kapcsolatos stratégiai terveire vonatkozó nézeteit, és ezeknek a foglalkoztatottságra és a társaság telephelyeire gyakorolt valószínű következményeit. A cél-

társaság ügyviteli vagy irányító szerve ugyanakkor közli e véleményt a munkavállalók képviselőivel vagy – ilyen képviselők hiányában – a munkavállalókkal. Amennyiben a céltársaság a munkavállalók képviselőitől megfelelő időben az ajánlatnak a foglalkoztatottságra gyakorolt hatásaira vonatkozó különvéleményt kap, ezt a véleményt a jelentéshez csatolják (EC, 2012). Szintén megjelenik az irányelv szabályozásában, hogy a munkavállalók tájékoztatását, információhoz való hozzáférési lehetőségeik biztosítását ebben az esetben is minimális garanciának tekinti a közösségi jogalkotó a munkavállalók védelmében. Az irányelv 14. cikke kifejti ugyanis, hogy az irányelv nem érinti az ajánlattevő és a céltársaság munkavállalói képviselőinek tájékoztatására és a velük való konzultációra irányadó nemzeti szabályokat, valamint – ha a tagállamok így rendelkeznek – az ajánlattevő és a céltársaság munkavállalóinak a döntésben való részvételével kapcsolatos nemzeti szabályokat.

Továbbá a munkavállalók érdekeit a céltársaság ügyviteli vagy irányító szerve képviseli (illetve kellene képviselnie), mivel a munkavállalók nem rendelkeznek a társaságban önálló döntéshozatali hatáskörrel. Ugyanakkor komolyan megkérdőjelezhető e rendszer hatékonysága a munkavállalók érdekeinek képviseletében (Sjafjell, 2010:15). A végső döntéshozatali jogkör ugyanis a céltársaság igazgatótanácsának vagy éppen a céltársaság részvényeseinek kezében van egy vállalatfelvásárlás sorsát illetően. Nincs garancia azonban arra, hogy az igazgatók és részvényesek figyelembe szándékozzanak venni a munkavállalók védelmének szempontjait a vállalatfelvásárlások során (EC, 2012).

Az általános (munka)jogi szabályozás szintén gyakran biztosíthat bizonyos további védelmet a munkavállalók számára. Így például szükséges lehet konzultálni az üzemi tanáccsal vagy a munkavállalói képviselőkkel a vállalatfelvásárlási ajánlat vagy annak lebonyolítása kapcsán. Mindazonáltal az általános jogi szabályozás alkalmazása nehézségekbe ütközhet a vállalatfelvásárlások esetében. Így például az ajánlattételt megelőző időszakban az ajánlatra vonatkozó információk bizalmas jellege, az ajánlati időszakban pedig az arra vonatkozó időbeli megkötések jelenthetnek akadályt (EC, 2012).

A vállalatfelvásárlási irányelv munkavállalókat védő rendelkezéseinek tényleges végrehajtásával kapcsolatban felmerültek bizonyos aggályok az elemzés szerint. Egyes esetekben előfordult ugyanis, hogy a munkavállalói képviselőket nem értesítették megfelelő módon és időben egy vállalatfelvásárlási ajánlatról, illetve a számukra nyújtott információ nem volt kielégítő. Ennek eredményeként bizonyos tagállamok esetében (például az Egyesült Királyságban) úgy tűnt, hogy a munkavállalói jogok ténylegesen kevésbé érvényesülnek. Ez pedig egy valós megfeleléségi problémát vet fel az irányelv rendelkezéseivel kapcsolatban (EC, 2012:102). Egy másik jelentős probléma, hogy a munkavállalóknak nyújtott információk csak korlátozottan mennek át előzetes felülvizsgálaton, és gyakorlatilag az ajánlatot követően semmilyen kikényszeríthetőséggel nem rendelkeznek. Ez konkrétan azt jelenti, hogy bár a munkavállalóknak nyújtott információkat ellenőrizhetik az ajánlattételt megelőzően jó néhány tagállam szabályozása alapján (például Belgiumban, Franciaországban,²⁰ Olaszországban, Németországban²¹ a felügyeleti hatóság megvizsgálja az ajánlati dokumentációt), nem érvényesül számonkérhetőség a sikeres ajánlatot követően. Így az ajánlattevő esetle-

gesen elmulaszthat a korábbi állásfoglalásának megfelelően eljárni, vagy eltérhet a korábbi terveitől. Továbbá még ha egy előzetes ellenőrzés érvényesül is az ajánlattételi dokumentáció kapcsán, ez inkább egy formális ellenőrzést takar, mely az adott információk feltüntetésére korlátozódik, és nem terjed ki az ajánlattevő valós szándékának vizsgálatára (EC, 2012:102–103).

A munkavállalók védelmének áttekintését követően indokolt megvizsgálni az irányelv által a munkavállalók körén kívül eső érdekeltteknek biztosított védelmet. Ennek kapcsán – a dokumentum gondolatmenetét követve – idézhetjük az irányelv 3. cikk (1) bekezdés c) pontját. Ez általános elvként kimondja, hogy a céltársaság ügyviteli vagy irányító szervének a társaság mint egész érdekében kell eljárnia, és nem tagadhatja meg az értékpapír birtokosaitól az ajánlat érdemi megítélésének lehetőségét. Az irányelv 3. cikk (1) bekezdés c) pontja alapján arra lehet következtetni, hogy a „társaság érdekei” nem egyeznek meg a részvényesek érdekeivel, hiszen különben nem lenne indokolt ezeket külön is megemlíteni. A társaságra, „mint egészre” történő hivatkozás pedig egy széles körű megközelítésre enged következtetni. Arra utal, hogy a társaságra mint minden érdekeltje érdekeinek képviselőjére kell tekinteni. Az irányelv bár nem ad konkrét meghatározást az érdekelttek koncepciójára, de alapvetően kétféle megközelítést sugalmaz. Egyrészt a munkavállalók sorolhatóak ide, akik az irányelv számos rendelkezésében megjelennek. Másrészt idetartozhatnak a helyi közösségek, melyeket az irányelv 9. cikk (5) bekezdése említ, mikor a „társaság telephelyeire” hivatkozik. A „társaság egészébe” beletartozó más érdekek tipikusan magukban foglalhatják a hitelezői érdekeket, a szerződéses partnereket (pl. alvállalkozók, beszállítók) és a közhatalokat/hatóságokat. A környezetet szintén idesorolhatjuk, legalább abban a terjedelemben, amíg érinti a munkavállalókat vagy a helyi közösségeket (EC, 2012:104). A „társaság mint egész” fogalom konkrét meghatározásának, kibontásának hiányán túl azonban az irányelv arra sem ad magyarázatot, hogy a részvényesek és az egyéb érdekelttek érdekei között felmerülő érdekkonfliktust hogyan lehetne feloldani. Az irányelv 3. cikk (1) bekezdés c) pont alapelvi szintű szabályozása egy arányossági tesztet igényelne az ajánlattétel kapcsán az igazgatók magatartására irányadó két szabály között. Egyrészt ugyanis a „társaság mint egész” érdekében kell eljárniuk, másrészt nem tagadhatják meg az értékpapírok birtokosaitól az ajánlat érdemi megítélésének lehetőségét (EC, 2012:105).

A céltársaság menedzsmentjének magatartására ugyanakkor – mint fent kifejtettem – főszabályként a semlegességi szabály rendelkezései irányadók, így nem tehetnek védekező intézkedéseket egy meggyőződésük szerint a „társaság mint egész” számára hátrányos ajánlattal szemben. Így alapvetően a részvényesi döntéshozatal elve fog érvényesülni, melyet erősen befolyásolhat a vállalatfelvásárlással együtt járó rövid távú nyereség lehetősége, amellyel szemben más szempontokat vélhetően kevésbé vesznek számításba. Az irányelv 9. cikkének átültetését mellőző tagállamok viszont hangsúlyt helyezhetnek az igazgatótanács kötelességére a társaság érdekének megvédésében. Ezzel párhuzamosan pedig feltehetően kevesebb figyelmet fordítanak e tevékenység részvényesi jogokra gyakorolt esetleges hatására (EC, 2012:105). A „társaság mint egész” érdekének figyelembevételére ez alapján azon tagállamok esetében nyílnak lehetőségek, amelyek nem alkalmazzák a 2004/25/EK irányelv semlegességi szabályát. Ilyen tagál-

lam például Dánia, Németország, Magyarország, Hollandia, Lengyelország, Belgium és Luxemburg (EC, 2012:190). E tagállamokban az igazgatótanácsoknak alapvetően a „társaság mint egész érdekében” kellene fellépniük vállalatfelvásárlási helyzetekben. Ennek keretében lehetőség nyílhatna a részvényesi érdekek figyelembevétele mellett akár az ezen túlmutató, egyéb érdekeltek érdekeinek figyelembevételére is. Fontos kérdés azonban, hogy mit tekint konkrétan az irányelv a „társaság mint egész” érdekébe tartozónak, milyen érdekek vehetők figyelembe? Erre az irányelv megfogalmazásából csak távoli következtetés vonható le, mely feltehetően nem lenne elégséges jogi alapja a beavatkozásnak. Tehát mivel az irányelv, és jellemzően a tagállami jogalkotás is (Halász, 2016:698–707), adós maradt a „társaság mint egész érdeke” fogalom tartalmával, így nincs szilárd felhatalmazás az egyéb érdekeltek érdekeinek figyelembevételére. Ezért az egyéb érdekeltek érdekei nem tudnak számottevő súllyal megjelenni az Európai Unióban zajló vállalatfelvásárlások során (Halász, 2015:280–290).

ZÁRÓGONDOLATOK

A gazdaságban és a társasági szférában kulcsfontosságú a profit, mint a befektetések megtételére ösztönző alapvető tényező, és a felelős gazdálkodás eredménye (Zéman–Tóth–Bárczi, 2008:485–491; Lukács–Tóth–Zéman, 2012:106–117). Ezért a részvényesek (befektetők) érdekeit védő szabályoknak véleményem szerint is kiemelt részét kell képezniük a gazdasági jogi szabályozásnak, így a vállalatfelvásárlási jognak is. Emellett viszont nem tarthatom helyesnek, hogy a részvényesi jólét, a *profit* maximalizálására irányuló törekvések egyéb, nem részvényesi érdekeltek esetleges jelentős érdeksérelmével valósuljanak meg. Az (ellenséges) vállalatfelvásárlások és szabályozásuk területén ezt azért hangsúlyozom, mert az ilyen ügyletek nagy részében a részvényesek jelentős (legalábbis rövid távon jelentkező), biztos hozamra tudnak szert tenni.²²

A részvényesi érdekek védelmén túlmenően, a vállalatfelvásárlási ügyletek szabályozása során indokolt figyelmet fordítani a társaságban jelen lévő más érdekcsoportok, egyéb érdekeltek helyzetére is. Önmagában nem megnyugtató (és társadalmi értelemben hasznos²³) az, ha ezen ügyletek nyertesei (jellemzően a céltársaság részvényesei) többet nyernek, mint amennyit az esetleges vesztesek veszítenek. John C. Coffee professzor is pontosan megfogalmazta ennek egyik okát: nevezetesen, hogy a vállalatfelvásárlás során a nyertesek számánál mind helyi, mind nemzeti szinten nagyobb lehet a vesztesek száma. A részvényesek ugyanis viszonylag kevesen vannak az egyéb érdekeltekhez viszonyítva (Coffee, 1990:1548). És amíg a vesztesek jellemzően helyben jelennek meg (helyi, nemzeti szinten), addig a nyertesek a globális tőkepiacok korában széteszlanak a világ minden tájára (McDaniel, 1991:129–130). Olyan vállalatfelvásárlási tranzakciókat kell tehát célul kitűzni, és a szabályozásnak az olyan vállalatfelvásárlási tranzakciókat kell elősegítenie, melyek valós társadalmi hasznot jelentenek. Amennyiben a hozam alapvetően más, nem részvényesi érdekeltek rovására realizálódik, akkor ezek az ügyletek jellemzően nem jelentenek egyúttal valós gazdasági és társadalmi hasznot.²⁴ Így véleményem szerint a szabályozás szintjén nem érdemes ezek létrejöttét bátorítani. Sőt, a felmerült érdekkonfliktusokat társadalmilag is megnyugtató módon kellene feloldani.

JEGYZETEK

- ¹ E körbe tartoznak például a hitelezők, a munkavállalók, valamint akár a helyi közösségek is. Lásd: KECSKÉS, 2008:215–234.
- ² 2004/25/EK irányelv 5. cikk (1), 5. cikk (4).
- ³ 2004/25/EK irányelv 2. cikk (1) e) fogalom meghatározása.
- ⁴ Felhatalmazással kell rendelkezni legalább attól az időponttól kezdődően, hogy a céltársaság tudomást szerez az ajánlattételről szóló döntésről, addig, amíg az ajánlat eredményét közzé nem teszik, vagy az ajánlat hatályát nem veszti. A tagállamok megkövetelhetik, hogy a felhatalmazás megszerzésére korábban kerüljön sor, például amint a céltársaság ügyviteli vagy irányító szerve értesül az ajánlattételre irányuló szándékról. Lásd 2004/25/EK irányelv 9. cikk (2) második albekezdés.
- ⁵ A semlegességi szabály, tehát az irányelv 9. cikk (2), (3) bekezdése alkalmazása alól.
- ⁶ Ugyanez a mentesítés adható meg az ún. áttörési szabály alkalmazása alól, mely az irányelv 11. cikkében található.
- ⁷ A semlegességi szabályt átültető tagállamok: Ausztria, Bulgária, Ciprus, Csehország, Észtország, Finnország, Franciaország, Görögország, Írország, Olaszország, Lettország, Litvánia, Málta, Portugália, Románia, Szlovénia, Szlovákia, Spanyolország és az Egyesült Királyság. Lásd EC, 2012:3.
- ⁸ A helyi közösségeknek jelentős érdekelttségük fűződik a területükön működő társasághoz. Így egyrészt jelentős költségvetési bevételük származhat innen, másrészt számos helyi munkavállalónak nyújthatnak megélhetést, harmadrészt az adott területen működő társaságok gyakran folytatnak karitatív tevékenységet, vagy tesznek adományokat, mely a közösség előnyére válik. A hatások természetesen lehetnek pozitívak és negatívak is. A helyi közösségek éppen ezért fontosnak tartják, hogy a környezetükben működő vállalkozások környezetbarát és társadalmilag felelős módon végezzék tevékenységüket. Lásd Zhao, 2014:9–16.
- ⁹ Ugyanakkor elképzelhető ennél kiterjesztőbb értelmezése is az egyéb érdekeltek körének. Például Robert Gray professzor és szerzőtársai idesorolták az eljövendő generációkat és a nem emberi élőlényeket is. Lásd Rahim, 2011:307; Gray–Owen–Adams, 1996:1–332.
- ¹⁰ Ezen álláspontra helyezkedik például John C. Coffee. Lásd Coffee, 1990:1495–1550; Coffee, 1986:1–109; Coffee, 1988:435–466; Shleifer–Summers, 1988:33–56.
- ¹¹ Richard A. Booth a Villanova University, Widger School of Law üzleti jog professzora.
- ¹² Andrei Shleifer a Harvard Egyetem közgazdaságtan-professzora.
- ¹³ Lawrence H. Summers a Harvard Egyetem professzora és emeritus elnöke. 1999 és 2001 között az Amerikai Egyesült Államok pénzügyminisztere (előtte 1995-től 1999-ig annak helyettese).
- ¹⁴ Lucian A. Bebchuk a Harvard University jog, gazdaságtan és pénzügyek professzora, a Program on Corporate Governance igazgatója.
- ¹⁵ Robert W. Vishny a University of Chicago Booth School of Business pénzügyek professzora.
- ¹⁶ A vállalatfelvásárlási irányelv hatásait elemző *The Takeover Bids Directive Assessment Report* szintén utal arra, hogy a vállalatfelvásárlások munkavállalókra gyakorolt hatását illetően empirikus bizonyítékok csak szűkösen állnak rendelkezésre. A vonatkozó empirikus kutatásoknak számos akadályt kell ugyanis leküzdeniük (pl. a megfelelő kontrollcsoport kiválasztása, az akvizíciókból és a társaság feldarabolásából adódó munkavállalólétszám-változás elkülönítése az organikus változásoktól stb.). Lásd EC, 2012.
- ¹⁷ Li Xiaoyang a Cheung Kong Graduate School of Business (CKGSB) adjunktusa közgazdaságtan és pénzügyi területen.
- ¹⁸ A dokumentum elkészítésében a Marccus Partners (Mazars Group) és a Centre for European Policy Studies (CEPS) vett részt az Európai Bizottság megbízásából. EC, 2012.
- ¹⁹ Lásd 2004/25/EK irányelv 6. cikk (2). Az irányelv 8. cikk (2) bekezdése szintén rögzíti a tagállamok arra vonatkozó kötelezettségét, hogy biztosítsák, ezen dokumentumok a céltársaság és az ajánlattevő munkavállalóinak képviselői, illetve – ilyen képviselők hiányában – a munkavállalók számára könnyen és gyorsan hozzáférhetőek legyenek. EC, 2012.
- ²⁰ A francia felelős társaságirányításról lásd Kecskés, 2016:301–310.
- ²¹ A német felelős társaságirányításról lásd Kecskés–Ferencz, 2017:107–125.
- ²² Vö. Cremers et al., 2009:1409–1410; Anjier, 1991:586–587; Fitzgibbon, 2010:57; Jensen, 1988:21–22.

- ²³ A haszonelvűségről és a hasznosságról Jeremy Bentham és John Austin is sokat értekeztek. Lásd Kecskés, 2007:345–351; valamint Kecskés, 2006:113–127; Kecskés, 2015:465–479.
- ²⁴ Vö. Bebchuk, 1985:1693–1808, 1792; McDaniel, 1991:129.

FELHASZNÁLT IRODALOM

- Anjier, John C. (1991): Comments-Anti-takeover Statutes, Shareholders, Stakeholders and Risk. *Louisiana Law Review*, vol. 51, no. 3.
- Bebchuk, Lucian A. (1985): Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers. *Harvard Law Review*, vol. 98, no. 8.
- Bebchuk, Lucian A. (2002): The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers. *The University of Chicago Law Review*, vol. 69, no. 3., <https://doi.org/10.2307/1600639>.
- Berglöf, Erik – Burkart, Mike (2003): European Takeover Regulation. *Economic Policy*, vol. 18, no. 36., <https://doi.org/10.1111/1468-0327.00105>.
- Booth, Richard A. (1989): State Takeover Statutes Revisited. *Michigan Law Review*, vol. 88, no. 1., <https://doi.org/10.2307/1289138>.
- Brown, Frank W. (1970): Comments-Corporate Defenses to Takeover Bids. *Tulane Law Review*, vol. 44, no. 3.
- Brudney, Victor – Chirelstein, Marvin A. (1974): Fair Shares in Corporate Mergers and Takeovers. *Harvard Law Review*, vol. 88, no. 2.
- Chatterjee, Sayan – Harrison, Jeffrey S. – Bergh, Donald D. (2002): Failed Takeover Attempts, Corporate Governance and Refocusing. *Strategic Management Journal*, vol. 24, no. 1., 87–96., <https://doi.org/10.1002/smj.279>.
- Coffee, John C. (1984): Regulating the Market for Corporate Control: A Critical Assessment of the Tender Offer's Role in Corporate Governance. *Columbia Law Review*, vol. 84, no. 5., <https://doi.org/10.2307/1122351>.
- Coffee, John C. (1986): Shareholders Versus Managers: The Strain in the Corporate Web. *Michigan Law Review*, vol. 85, no. 1., <https://doi.org/10.2307/1288884>.
- Coffee, John C. (1988): The Uncertain Case for Takeover Reform: An Essay on Stockholders, Stakeholders and Bust-Ups. *Wisconsin Law Review*, no. 3.
- Coffee, John C. (1990): Unstable Coalitions: Corporate Governance as a Multi-Player Game. *Georgetown Law Journal*, vol. 78, no. 5.
- Cremers, Martijn K. J. et al. (2009): Takeovers and the Cross-Section of Returns. *The Review of Financial Studies*, vol. 22, no. 4.
- EC (2007): *Report on the Implementation of the Directive on Takeover Bids*. Staff Working Document, Commission of the European Communities, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report_en.pdf.
- EC (2012a): *The Takeover Bids Directive Assessment Report*. European Commission, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/study/study_en.pdf.
- EC (2012b): *Report from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions*. European Commission, COM(2012) 347 final, http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/COM2012_347_en.pdf.
- Edwards, Vanessa (2004): The Directive on Takeover Bids. *European Company and Financial Law Review*, vol. 1, no. 4., <https://doi.org/10.1515/ecfr.2004.1.4.416>.
- Enriques, Luca (2004): The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive. Harmonization Without Foundation? *European Company and Financial Law Review*, vol. 1, no. 4., <https://doi.org/10.1515/ecfr.2004.1.4.440>.
- Ferrarini, Guido – Miller, P. Geoffrey (2009): A Simple Theory of Takeover Regulation in the United States and Europe. *Cornell International Law Journal*, vol. 42, no. 3.
- Fitzgibbon, Tiernan (2010): An Analysis of the Takeover Code's Treatment of an Acquiring Company's Shareholders; Stealing From the Rich to Give to the Already Wealthy? *King's Student Law Review*, vol. 2, no. 2.

- Fontanella-Khan, James – Massoudi, Arash (2015): Global dealmaking breaks 2007 record. *Financial Times*, www.ft.com/content/cbb6f428-a7d0-11e5-955c-1e1d6de94879.
- Goergen, Marc – Martynova, Marina – Renneboog, Luc (2005): *Corporate Governance Convergence: Evidence From Takeover Regulation Reforms (2005 April)*. European Corporate Governance Institute, ECGI – Law Working Paper, No. 33/2005, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=709023.
- Gray, Rob – Owen, Dave – Adams, Carol (1996): *Accounting and accountability: Changes and challenges in corporate social and environmental reporting*. Prentice Hall.
- Halász Vendel – Kecskés András (2011): *Társaságok a tőzsdén*. HVG-ORAC, Budapest.
- Halász Vendel (2015): *Érdekek és értékek az Európai Unió és az Egyesült Államok vállalatfelvásárlási szabályozásában*. Doktori értekezés, Pécsi Tudományegyetem, Pécs, <http://pea.lib.pte.hu/bitstream/handle/pea/15664/halasz-vendel-phd-2016.pdf?sequence=1&isAllowed=y>.
- Halász Vendel (2016): A „társaság érdeke”: a vállalati vezetők tevékenységére irányadó szabályokról Európában és Amerikában. *Magyar Jog*, 63. évf., 12. sz., 698–707.
- Hannes, Sharon (2003): The Hidden Virtue of Antitakeover Defenses. *Cardozo Law Review*, vol. 24, no. 5.
- Jensen, Michael C. (1988): Takeovers: Their Causes and Consequences. *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, no. 1., <https://doi.org/10.1257/jep.2.1.21>.
- Kecskés András (2006): John Austin gondolatai a jogról, a jogon kívüli tényezőkről és a szankciókról. In: *Tanulmányok dr. Földvári József professzor 80. születésnapja tiszteletére*. Szerk. Gál István László, Hornyák Szabolcs, Pécsi Tudományegyetem, Állam- és Jogtudományi Kar, Pécs.
- Kecskés András (2007): John Austin félig megélt élete és félig megírt jogbölcselete. *Jogtudományi Közlöny*, 62. évf., 7–8. sz.
- Kecskés András (2008): Részvényárak mindenek felett? Érdekszférák a vállalatirányítás jogában. In: *Emlékkönyv Román László születésének 80. évfordulójára*. Szerk. Kiss György, Berke Gyula, Bankó Zoltán, Kajtár Edit, PTE Állam- és Jogtudományi Kar, Pécs.
- Kecskés András (2011): A tőzsdéi társaságok tulajdonosi szerkezete. *Európai Jog*, 11. évf., 6. sz.
- Kecskés András (2013): Stratégiái döntések és motivációs elméletek az ellenséges vállalatfelvásárlások tekintetében. *Jogtudományi Közlöny*, 68. évf., 7–8. sz.
- Kecskés, András (2015): Inside and Outside the Province of Jurisprudence. *Rechtstheorie*, vol. 46, no. 4.
- Kecskés András (2016): Franciasaláta – felelős társaságirányítás francia módra. *Jogtudományi Közlöny*, 71. évf., 6. sz.
- Kecskés András – Halász Vendel (2013): *Stock Corporations. A Guide to Initial Public Offerings, Corporate Governance and Hostile Takeovers*. HVG-ORAC–LexisNexis, Budapest–Wien.
- Kecskés András – Bujtár Zsolt (2016): Számok bővületében: kérdőív a felelős társaságirányításról. *Jura*, 21. évf., 2. sz.
- Kecskés András – Ferencz Barnabás (2017): Szirénhangok a Rajnán. *Iustum Aequum Salutare*, 13. évf., 1. sz.
- Li, Xiaoyang (2012): Workers, Unions and Takeovers. *Journal of Labor Research*, vol. 33, no. 4., 443–460.
- Lukács János – Tóth Márk – Zéman Zoltán (2012): A számviteli politika döntéshozatalának modellezése ágazati mátrix fejlesztéssel. *Gazdaság és Társadalom*, 4. évf., 3–4. sz.
- Magnuson, William (2009): Takeover Regulation in the United States and Europe: an Institutional Approach. *Pace International Law Review*, vol. 21, no. 1.
- Massoudi, Arash – Fontanella-Khan, James (2016): M&A boom set to continue in 2017. *Financial Times*, December 29, www.ft.com/content/0e9afdce-cdb6-11e6-b8ce-b9c03770f8b1.
- McCord, Thomas J. (1984): Limiting Defensive Tactics in Tender Offers: A Model Act for the Protection of Shareholder Decisionmaking. *Harvard Journal on Legislation*, vol. 21, no. 2.
- McDaniel, Morey W. (1991): Stockholders and Stakeholders. *Stetson Law Review*, vol. 21, no. 1.
- Menjucq, Michel (2006): The European Regime on Takeovers. *European Company and Financial Law Review*, vol. 3, no. 2., <https://doi.org/10.1515/ecfr.2006.009>.
- Oyedele, Akin (2016): Here’s what 10 Wall Street pros are predicting for the stock market in 2017. *Business Insider*, www.businessinsider.com/stock-market-outlook-for-2017-2016-12.
- Rahim, Mia Mahmudur (2011): The „Stakeholder Approach” to Corporate Governance and Regulation: An Assessment. *Macquarie Journal of Business Law*, vol. 8.

- Romano, Roberta (1992): A Guide to Takeovers: Theory, Evidence, and Regulation. *Yale Journal on Regulation*, vol. 9, no. 1.
- Shleifer, Andrei – Summers, Lawrence H. (1988): Breach of Trust in Hostile Takeovers. In: *Corporate Takeovers. Causes And Consequences*. Ed. A. Auerbach, University of Chicago Press.
- Shleifer, Andrei – Vishny, Robert W. (1998): Value Maximization and the Acquisition Process. *Journal of Economic Perspectives*, vol. 2, no. 1.
- Sjafjell, Beate (2010): *The Core of Corporate Governance: Implications of the Takeover Directive for Corporate Governance in Europe*. UCD Working Papers in Law, Criminology & Socio-Legal Studies Research Paper No. 27/2010.
- Tuchinsky, Dmitry (2016): The Takeover Directive and Inspire Art: Reevaluating the European Union's Market for Corporate Control in the New Millenium. *New York Law School Law Review*, vol. 51, no. 3.
- Zéman Zoltán – Tóth Márk – Bárczi Judit (2008): Az ellenőrzési tevékenység kialakítási folyamatának modellezése a kiegészítő melléklet tartalmának összefüggésében, különös tekintettel a gazdálkodási tevékenységeket érintő K+F és innovációk elszámolására. *Bulletin of the Szent István University*, Special Issue.
- Zhao, Jingchen (2014): The Curious Case of Stakeholder Theory: Calling for a More Realistic Theory. *International Trade and Business Law Review*, vol. 17, no. 1.
- Zinser, Alexander (2003): Einer neuer Anlauf: der jüngste Vorschlag einer Übernahmerichtlinie vom 2.10.2002. *Europaisches Zeitschrift für Wirtschaftrecht*, Bd. 14., no. 1.
- Zwecker, Andrew (2012): The EU Takeover Directive: Eight Years Later, Implementation but Still no Harmonization among Member States on Acceptable Takeover Defenses. *Tulane Journal of International and Comparative Law*, vol. 21, no. 1.