

Vince Péter

Vállalatfelvásárlások egy kialakuló piacon

A vállalatok a piacgazdaságokban adásvétel tárgyai, felvásárlásuk és összeolvadásuk mindennapos gazdasági ügyleteknek számítanak. Az elmúlt két évtizedben a magyar gazdaságban is folyamatosan sor került vállalkozások tulajdonosainak kicserélődésére. A tulajdonosváltás jellemző formája előbb az állami tulajdon körét érintő privatizáció volt. A csak magántulajdont érintő tulajdonosi átrendeződések is fokozatosan elterjedtek, és a privatizáció lezárultával gyakorlatilag kizárólagossá váltak. Az elemzés ezzel a kialakulóban lévő, a szereplők számára új típusú tranzakciókat lebonyolító piac fejleményeivel foglalkozik. A hazai vállalatfelvásárlási folyamatok azt mutatják, hogy megjelentek a piacgazdaságokat jellemző befektető- és ügylettípusok, létrejött a tranzakciók szabályozási és felügyeleti rendszere. A tranzakcióknak a versenyhelyzetek alakulására és a vállalati teljesítményekre gyakorolt hatásairól azonban egyelőre csupán töredékesen állnak rendelkezésre az információk.*

Journal of Economic Literature (JEL) kód: G34, L4, L51.

A tulajdonosváltásra vállalatok, vállalati üzletrészek adásvétele útján kerül sor. A tulajdonjog vétele és eladása a piacgazdaság átfogó rendszerének egyik részpiacán – a tőkepiacon – bonyolódik le. Ezek az adásvételek igen szerteágazó, sokrétű hatással járnak. Egyrészt a tranzakciókban részt vevő vállalatok életében változásokhoz vezet az új tulajdonosi szerkezetben való működés, hiszen átalakulhat szervezeti és irányítási rendjük, piaci kapcsolatrendszerük, stratégiájuk, tevékenységi körük. A vállalatok felvásárlása, a tulajdonosváltáshoz vezető tranzakciók fontos elemei azoknak a folyamatoknak, amelyek során lezajlanak a szervezeti változások, és átalakul a vállalati szerkezet. Ezek az ügyletek a tágabb környezetet: a munkavállalókat, a piaci partnereket és a hitelezőket, valamint a versenytársakat is érintik, mert megváltozhatnak a piaci erőviszonyok. A vállalati tulajdonjog adásvétele a piaci alkalmazkodás eszköztárába tartozó ügylet, amely – különösen a tulajdonosi szerkezet jelentős átrendeződését követően – lényegesen megváltoztathatja a versenyhelyzetet. E tranzakciók követelményeket támasztanak mind a tőkepiaci műveletek, mind a verseny szabályozásával szemben, hiszen a befektetők akár a felvásárolt vállalat többi tulajdonosával, akár a piaci partnerekkel (a versenytársakkal, a

* A cikk a Gazdasági Versenyhivatal által támogatott két tanulmánykötet számára készített elemzések felhasználásával készült. Az egyik Valentiny Pál–Kiss Ferenc László (szerk.): Verseny és szabályozás. MTA Közgazdaságtudományi Intézet, 2008, Budapest, a másik Laki Mihály–Voszka Éva (szerk.): Kaleidoszkóp. Versenyhelyzet Magyarországon 2007-ben. Pénzügykutató Rt., 2008.

beszállítókkal és a vevőkkel) szemben is megpróbálhatják érvényesíteni törekvéseiket. A vállalatfelvásárlások hatására módosuló erőviszonyok ezért kifinomult és hatékonyan érvényesíthető szabályozások kidolgozását és érvényesítését igénylik (*Shleifer–Vishny* [2003], *Motta* [2007]).

Vállalatok vagy üzletrészek adásvétele sokféle okra, motivációra vezethető vissza. Ezek közé tartoznak

- a szinergiából és a mérethozadék kiterjesztéséből származó hasznok realizálása,
- a szerkezetváltás felgyorsítása az új és felfutó piacokra való belépéssel,
- a kockázat mérséklése a tevékenység diverzifikálásával,
- a bekövetkező átszervezésektől várt költségsökkenés,
- a versenytárs megszerzésével megnövekvő piaci súly érvényesítése,
- a felvásárolt (megnevezett cél-) vállalat eszközeinek, műszaki, piaci és vállalatvezetői tudásának megszerzése.

A vállalatfelvásárlásnak vannak azonban olyan motívumai is, amelyek nem feltétlenül növelik a tulajdonosok számára a vállalat értékét. Ezek a vállalatvezetők törekvései hatáskörük kiszélesítésére és helyzetük megerősítésére – akár a felvásárlás értéknövelő hatásának túlbecsülése árán annak érdekében, hogy a tulajdonosok számára vonzóbb színben tüntessék fel a befektetést. Ebben az esetben különösen szembeötlő a vállalati vezetők és a tulajdonosok érdekeinek eltérése, mert a vállalatok életének kulcsfontosságú, stratégiai jelentőségű szakaszában jelennek meg (*Jensen–Ruback* [1983]).

A közgazdaság irodalomban a felvásárlások piacát önálló, saját szabályokkal működő részpiacként elemzik.¹ E piac elemzésének súlyponti és vitatott témakörei közé számos kérdés tartozik: Mi a szerepe a tulajdonosok és a vállalatirányítás szétválásából eredő megbízó és ügynök konfliktus kezelésében a felvásárlás lehetőségének, fenyegetésének? Jelent-e kényszert a vállalatvezetők számára a részvényesek érdekeinek szorosabb követésére? Melyek a részvevők motívumai? Kik lehetnek az érintettek (az átvevő és az ügynövezett célvállalat tulajdonosai, a munkavállalók és a piaci partnerek) közül a nyertesek és a vesztesek? Hogyan hatnak az ügyletek megvalósulására vagy megghiúsulására a célvállalatok felvásárlás elleni védekező intézkedései, valamint a tranzakciók lebonyolításának mechanizmusai, intézményei és szabályozásai? Mindezek – együtt az ajánlattevők között kialakuló, a célvállalatot felértékelő versennyel – hogyan befolyásolják – azaz elősegítik-e – a felvásárolt vállalat rövid és hosszú távú hatékonyság- és értéknövekedéséhez fűződő várakozások teljesülését?²

A hazai vállalati felvásárlásokról korlátozottan rendelkezésre álló ismeretek e kérdésekkel foglalkozó szisztematikus elemzések elvégzését egyelőre nem teszik lehetővé, ehelyett a kialakuló piac néhány jellemzőjének számbavételére lehet vállalkozni. Ennek során az egyik feladat a felvásárlási piac leírásában használt terminológia hazai folyamatokra történő alkalmazása. Emellett áttekintjük a szereplőket (a felvásárlókat és a célvállalatokat), az ügyletek típusait, valamint példaként az energiaszektorban megszerezzük a privatizációt követően megvalósított vállalati adásvételek sajátosságait.³

¹ A felvásárlásokkal foglalkozó irodalomban elemzett kérdések, a vitatott témakörök és a különböző álláspontok legutóbbi áttekintését lásd *Burkart–Panunzi* [2006], *Martynova* [2005].

² A felvásárlási piac működésének hatékonyságát mérlegre tevő (elsősorban angolszász, jóval kisebb mértékben kontinentális európai eseteket feldolgozó) irodalom rendkívül szerteágazó. Lásd például *Jarrell–Brickley–Netter* [1988], *La Porta–Lopez-de-Silanes–Shleifer–Vishny* [2000], *Andrade–Mitchell–Stafford* [2001], *Mueller* [2003], *Gugler–Mueller–Yurtoglu* [2006], *Martynova–Renneboog* [2006].

³ Az elemzésben magukra a felvásárlási tranzakciókra koncentrálunk, és nem foglalkozunk azzal, hogy sok lényeges körülmény, így a makrogazdasági, a szabályozási-intézményi feltételek milyen hatást gyakoroltak a befektetők bevonására, az ügyletek számának és értékének alakulására.

A magyarországi tulajdonosi struktúra sajátosságáról

Sokféle elnevezéssel találkozhatunk vállalatok adásvételével kapcsolatban. A felvásárlás, illetve az összeolvadás terminológiáját használjuk a tulajdonhányadok adásvételét megvalósító ügyletek gyűjtőfogalmaként, függetlenül a tranzakciók típusától. A felvásárlás jelentheti a célvállalat részvényeinek vagy eszközeinek átvételét. Az előbbi esetben a célvállalat – az ügyletben az irányításszerzést lehetővé tevő tulajdonhányad megvétele miatt – megszűnik, az utóbbiban „kiürül”. Összeolvadás esetén az érintett vállalatok korábbi tulajdonosai az új cégnek is tulajdonosaivá válnak. Ezek mellett vállalati tulajdonrészek igen változatos formájú ügyleteken keresztül vásárolhatók meg, amelyekben azonban nem kerül sor az irányítás megszerzésére.

Az *összefonódás* gyűjtőfogalma alá sorolja a magyar versenytörvény a vállalatok feletti befolyásszerzésre irányuló különböző típusú ügyleteket.⁴ Az összefonódás a felvásárolt cég irányításának megszerzését jelenti. A magyar gazdaságban a vállalati tulajdonrészek adásvétele sokféle, egymástól lényeges vonásaiban eltérő ügylettípus keretében valósul meg. Ezek a változatos formák követik a nemzetközi gyakorlatot, vagyis a piacgazdaságokban elterjedt tranzakciókhoz hasonló jellegűek. Az egyes ügyletek közti különbségek egyrészt abból adódnak, hogy mások lehetnek a felvásárlók céljai, motívumai és rendelkezésre álló forrásai, így az adásvétel változó mértékű tulajdonhányadokat érinthet. A vevő egyrészt vásárolhat akkora tulajdonrészt, amellyel megszerezheti a célvállalat irányítási jogosultságát, más esetben ettől elmaradó mértékű részesedéshez is hozzájuthat (de ez utóbbi esetek már nem minősülnek összefonódásnak). Másrészt abban is megmutatkoznak a létrejött ügyletek közti eltérések, hogy az adásvétel után milyen lesz az átvevő és a célvállalat szervezeti-irányítási viszonya – a felvásárolt vállalat integrálásának és szerkezeti átalakításának intenzitása, mértéke esetenként nagy változatosságot mutat.

Az elemzésben azokról a tranzakciókról lesz szó, amelyekben magyar cégek a felvásárlások célvállalatai. Magyar vállalaton pedig Magyarországon bejegyzett céget értünk, függetlenül a tulajdonosok hazai vagy külföldi eredetétől.

A magyar vállalatok tulajdonosi szerkezetének bizonyos alapvonásai rányomják a bélyegüket arra, hogy a felvásárlások során milyen jellegű ügyletek számára a legkedvezőbbek a feltételek. Ezek közül ki kell emelni, hogy a vállalatok *tulajdonosi szerkezetét koncentrált*,⁵ kevés kézben összpontosul, és emellett többnyire még jellemező a *domináns* helyzetű többségi tulajdonos megléte is (Vince [2007]).

A hazai tulajdonosi szerkezet sajátosságait illusztrálja az a 2003. évi felmérésből származó helyzetkép, amely a feldolgozóipar 150 legnagyobb cége közé tartozó ötvenről nyújt információt. Az eredmények még ebben a szűkebb vállalati körben sem teljes körűek és nem is reprezentatívak. Tendenciák jelzésére azért alkalmasak, mert nagyon egyértelmű helyzetet tükröznek. A felmért vállalatok egyharmada hazai, kétharmada külföldi többségi tulajdonban volt, és mindkét esetben nagyon erős volt a tulajdonosi koncentráció. A külföldi tulajdonban lévő cégek legnagyobb befektetői az esetek 70 százalékában egyben a többségi vagy kizárólagos tulajdonosok is voltak. A hazai tulajdonú vállalatok esetében is hasonló szerkezetet figyelhattunk meg, a legnagyobb befektetőnek az esetek nyolcvan százalékában többségi részesedése is volt. Mindkét csoportnál a stratégiai (szakmai) befektetőknek volt meghatározó súlya, intézményi, pénzügyi befektetőt csak elvétve, az esetek töredékében lehetett találni a tulajdonosok között.

⁴ A tisztességtelen piaci magatartás és a versenykorlátozás tilalmáról szóló 1996. évi LVII. törvény módosításáról szóló 2005. évi LXVIII. törvény. 23. paragrafus.

⁵ A koncentrált tulajdonosi szerkezet nemcsak a hazai vállalatoknak, hanem a nyugat-európai cégeknek is gyakori jellemzője. Lásd erről *European Commission* [2002].

A magyar vállalatok tulajdonosi szerkezetének másik – az előbbivel összefüggő – vonása a tőzsdén keresztüli tulajdonszerzés marginális szerepe. A magyar vállalatok túlnyomó többsége zártkörűen működik. Így esetükben – a nyilvánosan jegyzett társaságoktól eltérően – nem követhető nyomon, hogy az ügyleteket a felvásárlók és a célvállalatok részvényárfolyamainak milyen irányú mozgásai váltották ki, illetve ezek a lebonyolítást követően hogyan alakultak. Nem mutatható ki az sem, hogy a vevőt és az eladót az aktuális és a megajánlott árfolyamnak mekkora különbsége ösztönözte az ügylet lebonyolítására. Hasonlóképpen a tranzakció rövid és hosszabb távú nyereségének és nyerteseinek, valamint veszteségeinek és veszteséseinek a mérlege, illetve a köre sem határozható meg.

A koncentrált tulajdonosi szerkezet további sajátossága, hogy a befektetők között a *startégiáiak* (szakmaiak) vannak túlsúlyban, és jóval ritkábban jelennek meg más – pénzügyi, intézményi – típusú befektetők. Ez összefügg részben azzal, hogy korlátozott a magyar tőzsdére bevezetett vállalatok száma, ezért a tőzsdén kívül lezajló felvásárlások esetében a befektetésnek az árfolyam rövid és hosszabb távú alakulásán keresztül megvalósuló értéknövekedése nem mérhető, így ez a helyzet a nem spekulatív, tehát a szakmai szempontok alapján végrehajtott felvásárlási motívumoknak juttat nagyobb szerepet.

Az információk forrásai

A magyar gazdaságban lezajló vállalatfelvásárlások indítékai, típusai, hatásai egyelőre a kevésbé elemzett kérdések közé tartoznak, ami összefügghet azzal is, hogy e tranzakciókról nincs rendszeres adat- és információgyűjtés. Rendelkezésre állnak ugyan az elmúlt évek ügyleteiről eltérő szempontok alapján, változatos módszerekkel összegyűjtött információk, ezek azonban nem adnak átfogó, rendszerezett képet, hiszen csak az ügyletek bizonyos körére koncentrálnak. E különböző, a felvásárlások egyes részleteit bemutató információforrásokra támaszkodva foglalkozunk a továbbiakban a hazai piacon lezajló ügyletek néhány sajátosságával.

Az egyik típusú forrást a Gazdasági Versenyhivatalnak (GVH) az összefonódások engedélyezéséről hozott határozatai alkotják. A GVH-nak – a versenytörvény⁶ rendelkezése alapján – a hatáskörébe tartozik a meghatározott nagy méret feletti cégek közti felvásárlási ügyletek jóváhagyása abban az esetben, ha az átvevő meg kívánja szerezni az irányítást is. 2006-ban 43, 2007-ben 46 ilyen esetben döntött a GVH, vagyis információink egy része erre a vállalati körre vonatkozik. Az eseteknek erre a szűk körére vonatkozó információk egyrészt teljes körűek, hiszen minden idetartozó ügyletet lefednek, másrészt erősen szelektívek, hiszen ezek lényeges jellemzőire (az ügyletek értékére, a részvényárfolyamok alakulására, a lebonyolítás módszereire, a motívumokra) nem terjednek ki (*GVH* [2006–2008], *Bodócsi* [2007]).

Másféle, az előzővel átfedést alig mutató vállalati csoportot érintő, 90 ügyletre vonatkozó *egyedi* adatokat tartalmaz az Thomson-adatbázis, amely azonban az összegyűjtött információk kiválasztásának módszereit nem ismertette, így nem tudható, hogy az adatok a 2007-ben befejezett tranzakcióknak milyen típusait és mekkora hányadát reprezentálják

⁶ „A vállalkozások összefonódásához a Gazdasági Versenyhivaltól engedélyt kell kérni, ha valamennyi érintett vállalkozáscsoport, valamint az érintett vállalkozáscsoportok tagjai és más vállalkozások által közösen irányított vállalkozások előző üzleti évben elért nettó árbevétele együttesen a tizenötmilliárd forintot meghaladja, és az érintett vállalkozáscsoportok között van legalább két olyan vállalkozáscsoport, melynek az előző évi nettó árbevétele a vállalkozáscsoport tagjai és más vállalkozások által közösen irányított vállalkozások nettó árbevételével együtt ötszázmillió forint felett van.” A tisztességtelen piaci magatartás és a versenykorlátozás tilalmáról szóló, módosított 1996. évi LVII. törvény 2005. évi LXVIII. törvény VI. fejezetének 24. § (1) rendelkezései alapján a Gazdasági Versenyhivatal engedélyezi ezeket az ügyleteket.

(Thomson [2007]). Az biztos azonban, hogy ez az adatbázis a GVH-határozatoknál jóval változatosabb, összetettebb képet nyújt a felvásárlásokról, hiszen többféle, irányításszerzést nem eredményező, valamint kisebb cégeket érintő adásvételek is szerepelnek benne.

A harmadik információs forrás a nyilvánosságra hozott és a felmérést készítőik által megfigyelt ügyletek számáról, értékéről, ágazati szerkezetéről közöl *összesített* adatokat minden évben – legutoljára 2006-ról (PwC [2007]). Ez a felmérés sem teszi közzé azonban azt, hogy eredményeit milyen módszerek alkalmazására alapozta, és mennyiben reprezentatívak.

Az adatok töredékes jellege azonban nem írható kizárólag az információforrások rovására. Ez összefüggésben áll azzal is, hogy az ügyletek – a tőzsdei cégeket érintő tulajdon-szerzésektől eltekintve – nem nyilvánosan zajlanak le, vagyis nem kell hozzáférhetővé tenni a részt vevő vállalatokkal és a tranzakciókkal kapcsolatos információkat. (Egyelőre az sem látszik – ami egyébként javíthatna ezen a helyzeten –, hogy az érintett vállalatoknak érdekében állna bizonyos információk közzététele, akár kedvezőbb megítélésük elősegítése érdekében.)

A magyar vállalatfelvásárlási piac fejleményeiről

A befektetők

A következőkben a felsorolt források segítségével ragadjuk ki az elmúlt évek vállalatfelvásárlási folyamatainak néhány alapvonását. Az első kérdés az, hogy a *befektetőknek* milyen *jellemzői* emelhetők ki. A befektetőknek sok típusa jelent meg a vállalatfelvásárlási piacon, közöttük a *startégiainak* van túlsúlya. (A Thomson-adatbázis szerint 2007-ben az ügyletek több mint nyocvan százalékát stratégiai befektetők valósították meg. A GVH adatai ennél is magasabb, kilencven százalék feletti arányt mutatnak.) E befektetők domináns szerepe nemcsak a hazai vállalatok – már jellemzett – koncentrált tulajdonosi szerkezetével függ össze, hanem a felzárkózó magyar gazdaság kínálta piaci lehetőségekkel is. A startégiiai befektetők a vállalatok adásvételét a versenyhelyzetek alakításának eszközeként kezelik, és érdekeltségük a felvásárolt vállalat szakmai-piaci teljesítményének javításához és bővítéséhez kötődik. Ennek elérésére a növekedési kilátások, valamint a működési feltételek és a költségviszonyok alakulása lehetőséget kínál.

A stratégiai befektetők *hazai* vagy *külföldi eredetének* megoszlására vonatkozóan a legnagyobb elemszámú vállalati mintát átfogó felmérés (PwC [2007]) a felvásárlásokban a külföldi cégek számának (70 százalékos) többségét mutatta ki, a másik két forrás is ehhez közel álló mértékű külföldi túlsúlyt jelzett. A felvásárló cégek eredete azonban önmagában nem mutatja a külföldi eredetű befektetők számát és súlyát, azt ugyanis a cégek tulajdonosi szerkezete határozza meg, és sok hazai cég mögött is külföldi tulajdonosok állnak. Ezért feltehető, hogy a ténylegesen hazai tulajdonban lévő befektetők száma még az előbbi szintet sem érte el.

A *stratégiai befektetőknek* a 2007. évi felvásárlásokban nem egyszerűen részesedés megvétele, hanem a többségi tulajdonhányad és az irányításszerzés volt a céljuk. Ez nem csak a GVH hatáskörébe tartozó összefonódási ügyleteknél, hanem egy szélesebb vállalati körnél – a Thomson-esetek felénél – is megfigyelhető volt. Ez elárulja a stratégiai befektetők nyilvánvaló törekvését, azt, hogy a legújabb ügyletekben is *ugyanazt a domináns, többségi helyzetű* befektetővel jellemezhető koncentrált tulajdonosi *struktúrát* hozták létre, mint ami már korábban is a hazai vállalatok jellemzőjévé vált.

A felvásárlók következő csoportját az *intézményi befektetők* alkotják. A rendelkezésre álló adatok szerint a felvásárlási ügyletek mintegy tizenöt százalékát e – heterogén össze-

tételű – csoportba tartozó cégek valósították meg. Megjelent a hazai piacon egyrészt az a befektetőtípus, amely egy cégnek csak töredékét, néhány százalékos részvényhányadát veszi meg. (2007-ben például a Rába, az Egis, a Wizzair, a Földhitel és Jelzálogbank, a Danubius Szálloda és Gyógyüdülő Nyrt. tíz százalék alatti részvénycsomagjainak a megvásárlására került sor.) A vevők külföldi pénzintézetek voltak, de a felvásárlóknak ebben a csoportjában kockázatitőke-befektetésekre specializálódott társaság is megjelent. A részesedésvásárlások ezekben az esetekben nem irányításszerzési céllal történtek, és nem is kötődtek a cégek szakmai tevékenységéhez, hanem kifejezetten pénzügyi befektetésként jelentek meg, mégpedig a vevő portfóliója diverzifikálásának elemeként.

Másféle intézményi befektetők is végrehajtottak felvásárlásokat, amelyek a célvállalatokat méretük, szakmai, piaci teljesítményük és növekedési lehetőségeik alapján választották ki. Az ilyen befektetők egész vállalatokat vagy vállalatrészeket szereztek meg. Befektetési alapok, holdingvállalatok, vagyonkezelők voltak a vevők, amelyek a felvásárolt cégek működtetésével, átszervezésével (és esetenként a feljavítás utáni eladásával) foglalkoznak. Befolyásuk biztosítása érdekében az előbbi intézményi befektetői csoportnál többnyire jóval nagyobb, akár többségi részesedést is megszereztek. (Az Arena Plaza, a Salgglas, az Alföldi Koncessziós Autópálya Zrt. vevői mind ilyen jellegű külföldi befektetők voltak.) A legnagyobb hazai vállalatokat érintő összefonódásokban is megjelentek intézményi befektetők: az Antenna Hungária vevője mögött egy külföldi befektetési alap állt, más (gyógyszertárakat érintő) esetben hazai vagyonkezelő volt a vevő.

A vállalati felvásárlásokban, illetve eladásokban végezetül a *kockázatitőke-befektetők* is részt vettek. Egy felmérés eredményeit feldolgozó elemzés (Karsai [2008] 3–4. o.) szerint 2006-ban egyetlen 128 milliárd forintos befektetés a 92 százalékát tette ki az összes e körbe tartozó felvásárlásnak. 2007-ben a kilenc megvalósított felvásárlási ügylet értéke 107 milliárd forint volt. A kockázatitőke-befektetők 2007-ben ugyanakkor 14 cégből léptek ki 59 milliárd forint értékben, amelynek 94 százalékát szakmai befektetők számára adták el. A legtöbb kilépési ügylet esetében a korábbi társtulajdonosok (jellemzően a vállalati vezetők) vásárolták meg a kockázatitőke-befektetők részesedését. Mellettük a többi esetben külső szakmai befektetők voltak a vásárlók.

Az ügyletek típusai

A vállalati felvásárlásokkal összefüggő következő kérdés a *lezajlott ügyletek jellegét, típusait* érinti. A hazai piacon is megjelent a felvásárlások sokféle formája, lebonyolítási módja. Emögött a részvevők változó erőviszonyai és megfontolásai, a felvásárlásoktól várt különböző céljai, valamint a lebonyolítás finanszírozásának eltérő megoldásai húzódnak meg.

A hazai gyakorlatban – mint erről már volt szó – a részesedések megvétele sokszor az irányítás megszerzésére irányul. Ennek leggyakoribb formája az *átvétel (takeover vagy acquisition)*, amelynek során a felvásárló megveszi a célvállalat irányítást biztosító tulajdonrészét. A rendelkezésre álló információk szerint (GVH [2008], Thomson [2007]) ez a legsűrűbben előforduló ügylettípus, amelyben a stratégiai (és néhány esetben intézményi) befektetők a célvállalat egészét, így annak tartozásait, piaci kapcsolatait, felhalmozott szervezési és K+F-ismereteit is megszerzik.

Az ügyletek gyakoriság szerinti rangsorában a vállalati *üzletrészek értékesítése (divestiture)* következik, amelyben az eladó tevékenységi szerkezetének módosítását hajtja végre eszközeinek, egyes részlegeinek eladásával. (Erre került sor például a Rotary Zrt., a Petőfi Nyomda Kft., az Organica Környezettechnológiák Zrt., a Marcali Hotel Kft. és a Matel Holdings eladásával, amely ügyletek után az eladó vállalat folytatta önálló

tevékenységét.) A vevők többnyire külföldi szakmai és intézményi befektetők voltak, a célvállalatok között egyaránt előfordultak hazai és külföldi tulajdonban lévő cégek.

A felvásárlások egyéb formái közül találkozhattunk még *összeolvadással (merger)* – például a CIB és az Inter-Európa bank esetében –, amelyben a két vállalat korábbi tulajdonosai az új cégnek is tulajdonosaivá válnak. Sor került még *hitellel finanszírozott vezetői kivásárlásra is (leveraged buy-out, management buy-out)* – a Jönt Acélöntöde Kft. és a Hídépítő Zrt. esetében –, amelyben a cég vezetői vették meg az irányítást biztosító részesedést. Ezek mellett lezajlottak még *privatizációk* is, amelyek a Malévet, az Alföldi Koncessziós Autópálya Zrt.-t, továbbá a Kempinski Hotel – fővárosi kézben lévő 9,92 százalékos – tulajdonhányadát érintették.

Az ügyletek további fontos jellemzője az, hogy azok *barátnak* vagy *ellenségesnek* minősülnek-e. A hazai vállalatok koncentrált tulajdonosi szerkezetéből adódóan az ügyletekben úgynevezett baráti, esetleg semleges, de nem ellenségesnek minősített befektetők vesznek részt, tehát az adásvételek a vevők és a célvállalatok vezetésének (igazgató-ságának) együttműködésével bonyolódnak le. Sőt, ez a tulajdonosi szerkezet lehetetlenné is teszi az ellenséges – a célvállalat vezetése által elutasított – felvásárlásokat, hiszen a domináns pozíciójú, a vállalat irányítása felett rendelkező tulajdonos egyetértésének a megszerzése nem kerülhető ki, hiszen más tulajdonostól nem lehet – irányításszerzést biztosító mennyiségű – részesedést venni. Ennek megfelelően hazai vállalatot érintő, megvalósított ellenséges felvásárlásról nem került nyilvánosságra információ.

Az *ellenséges felvásárlások* éles konfliktushelyzeteket idéznek elő, hiszen azt a felvásárló a célvállalat vezetése ellenében kívánja megvalósítani. 2007-ben egy hazai céget érintő ellenséges felvásárlás *szándéka* sokféle konfliktust idézett elő, és az ügy az érdeklődés középpontjába is került. Ezt a típusú felvásárlási kísérletet éppen a cég – a Mol Nyrt. – tulajdonosi szerkezete tette lehetővé, hiszen tőzsdére bevezetett, viszonylag elaprózott tulajdonosi struktúrájú volt a vállalat. Nemcsak a hazai és nemzetközi üzleti világban szerepelt az ügy a napirenden, de Ausztria és Magyarország politikusai is állást foglaltak ezzel kapcsolatban, továbbá az Európai Bizottság (EB) szakhatóságai elé is kerültek a tranzakcióval összefüggő kérdések. Az osztrák olajipari OMV ugyanis 2007 nyarán 20,2 százalékosra emelte tulajdonhányadát, és nyilvánosságra hozta azt a részvényárfolyamot, amelyen vételi ajánlatot szándékozott tenni a többi részvényesnek az irányításhoz szükséges befolyás megszerzése érdekében. A Mol vezetése ellenségesnek minősítette és elutasította az OMV felvásárlási szándékát, és a részvényeseknek is ezt javasolta. Az OMV formális nyilvános ajánlattétele ezek után elmaradt, mivel a felvásárlási fenyegetés a Mol és a magyar törvényhozás ellenakcióit indította el. Ezek pedig alaposan megváltoztatták az ügylet megvalósításának piaci és szabályozási feltételeit, lehetőségeit, gyakorlatilag ellehetlenítették az OMV szándékának keresztülvitelét. A Mol úgy védekezett, hogy a piacon saját részvényeit megvásárolta, és baráti cégekkel megállapodott arról, hogy ezeket kölcsön-, illetve eladja nekik. Így mintegy negyven százalékra nőtt az a részvénycsomag, amely baráti befektetők kezébe került. Ezzel – a további tulajdonhányadok elaprózottsága miatt – egy külső befektető számára az irányítás megszerzésének az esélye nagyon valószínűtlené vált.

Az ellenséges felvásárlások elhárítására a veszélyeztetett vállalatok a nyolcvanas évek óta világszerte – amerikai kezdeményezések nyomán – változatos eszköztárat alakítottak ki. Ilyen eszköz alkalmazásával a Mol esetében is találkozni lehetett, mégpedig a cég alapszabályába foglalt korlátozással. E szerint egy befektető tíz százaléknál nem rendelkezhet több szavazattal, bármilyen nagy legyen is a részesedése.

A két vállalat közti küzdelem más, jogi-szabályozási terepekre is áttért. Az első ezek sorában a magyar országgyűlés által 2007 szeptemberében elfogadott – *lex Molként* emlegetett – törvény volt.⁷ A törvény nem kizárólag a Mol esetére vonatkozik, hanem a stratégiai jelentőségű cégek

⁷ 2007. évi CXVI. törvény a közellátás biztonsága szempontjából kiemelkedő jelentőségű vállalkozásokat érintő egyes törvények módosításáról.

felvásárlása elé emelt akadályokat. De a törvényhozó sem titkolta, hogy ennek az ügyletnek a megakadályozása volt a célja.

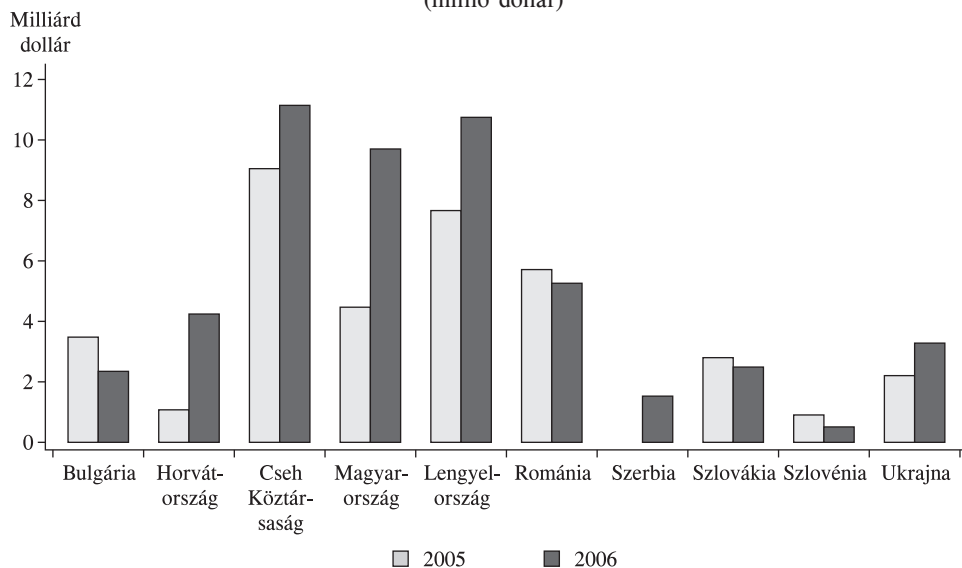
A Mol ellenlépéseire válaszul az OMV egyrészt magyar bírósághoz, másrészt az Európai Unióhoz fordult. A magyar bíróság előtt a Mol felvásárláselhárító akcióinak a jogszerűségét támadta meg. Az Európai Bizottságtól kérte annak előzetes megállapítását, hogy a tervezett felvásárlásnak nem lesz számottevő versenykorlátozó hatása a régió olajtermékipiacára, ezért az EU versenyhatósága nem emel majd akadályt a megvalósítása elé. (A tervezett ügylet megvalósítását ugyanis – annak nagy mérete miatt – nem a magyar, hanem az európai versenyhatóság vizsgálja és engedélyezi.) Az előzetes vizsgálatot az tette szükségessé, hogy a Mol szerint az új, megnövekedett cégnek túlzott, versenykorlátozásra alkalmas mértékű kőolaj-feldolgozó kapacitásai lennének, ezért nem lehet számítani arra, hogy az EB változatlan formában engedélyezné a felvásárlást (*Összefonódások ...* [2008]). Az EB emellett vizsgálatot (kötelezettségszegési eljárást) indított és megállapította, hogy a *lex Mol* stratégiai vállalatok felvásárlását megnehezítő egyes rendelkezései sértik az uniós versenyjogot. Az EB kifogásai alapján 2008 őszén az országgyűlés módosította a törvényt a nyilvános ajánlattételt korlátozó rendelkezések módosításával.

Az OMV ugyanakkor 2008 augusztusában lemondott felvásárlási szándékáról, amivel megelőzte az EB várható döntését az összefonódásról. Ebben az EB versenyjogi kifogásokat támasztott, és olyan kötelezettségvállalásokhoz kötötte volna az ügylet jóváhagyását (feltehetően a Mol valamelyik kőolaj-finomítójának eladásához), amelyek teljesítése már nem állt volna az OMV érdekében (*European Commission* [2008]).

Az ügyletek értékéről

A magyarországi vállalatfelvásárlási piacon lebonyolított *ügyletek értékéről* a PwC [2007] becslése áll rendelkezésre. Az ebben közzétett adatok azonban nem fedik le a tranzakciók teljes körét, mert csak a nyilvánosságra került és a felmérést készítőik által regisztrált ügyletek összesítését tartalmazzák. E számítás szerint a felvásárlások száma és összérté-

1. ábra
A vállalatfelvásárlási tranzakciók értéke országonként, 2005–2006
(millió dollár)



ke a következőképpen alakult. 2004-ben 87 megfigyelt ügylet összértéke 640 milliárd forintot, 2005-ben 231 regisztrált felvásárlás 980 milliárd forintot, 2006-ban pedig 168 tranzakció 1750 milliárd forintot tett ki.

A közép-kelet-európai régióban a magyarországi ügyletek értéke a cseh és a lengyel adatok után a harmadik legnagyobb volument képviselte (1. ábra).

A regisztrált ügyletek összértékénél pontosabbak azok az adatok, amelyek a legnagyobb, a 20 milliárd forint feletti hazai ügyletekre vonatkoznak, hiszen ezek számbavétele – nyilvánosságra kerülésük nagyobb esélye miatt – egyszerűbb feladat. Ezekből 2005-ben három valósult meg 104 milliárd forint értékben. (A három legnagyobb felvásárlás keretében a Mol részvényeinek 6,93 százaléka, a Pólus Center 100 százaléka és a Tiszai Vegyi Kombinát 15,4 százaléka cserélt gazdát.) A következő évben 14 ilyen – hazai mérce szerint – óriási tranzakciót bonyolítottak le, amelyek összértéke 1330 milliárd forintot tett ki, és ez az összeg elérte a felvásárlások becsült nagyságának mintegy háromnegyedét. A két legnagyobb (a Molt és a BorsodChemet érintő) ügylet értéke 260, illetve 255 milliárd forint volt.

Ami a tranzakciók gyakoriságának ágazati megoszlását illeti, ezekre minden évben a legnagyobb számban a vegy- és gyógyszeriparban, az energiaszektorban, a pénzügyi és egyéb szolgáltatásokban, valamint az információtechnológiai és médiasektorban kerül sor.

A következőkben a hazai felvásárlások történetének eddigi legnagyobb értékű ügyletével, a Mol Rt. és az E.On közti gázüzletág-eladási tranzakcióval foglalkozunk részletesebben.

A Mol Rt. megállapodott 2004-ben az E.Onnal, hogy eladja ez utóbbi számára veszteséges gáz-nagykereskedelmi és gáztárolási üzletágának (Mol Földgázellátó Rt. és Mol Földgáztároló Rt.) 75 százalékát és a gázimportot bonyolító társaságban, a Panrusgazban lévő 50 százalékos részesedését és ezzel a hosszú távú importszerződéseket.

A tervezett ügylet a Mol Rt.-nek a hazai gázipar – szolgáltatáson kívüli – teljes vertikumát átfogó pozícióját módosította. A Mol Rt. tevékenysége ugyanis kiterjedt a földgáz termelésére, szállítására, tárolására és nagykereskedelmére, ezekben kizárólagos szereplője volt a hazai piacnak. A vertikum két láncszemét, a tárolási és nagykereskedelmi tevékenységet bonyolító társaságok 75 százalékos tulajdonosi hányadát vette volna meg az E.On. Az ügylet – a másik oldalról – az E.On portfólióját kiterjesztette: az addigi gáz-kiskereskedelmi (gázszolgáltatási) tevékenység mellett a gázipari vertikum újabb két eleme feletti ellenőrzésszerzést tett lehetővé.

Az Európai Unió 2004-től hatályban lévő – a vállalatok összefonódására vonatkozó – rendelet meghatározza azt az árbevételi küszöbértéket, amelynél nagyobb méretű vállalkozások felvásárlási ügyletei nem nemzeti, hanem közösségi szintű jóváhagyással valósulhatnak meg (*Hivatalos Lap* [2004a]), és a Mol-E.On-ügylet is ezek közé tartozott. Az ügyletnek az ellátás biztonságára, az árakra kifejtett hatásaival foglalkozott a Magyar Energia Hivatal, és a Gazdasági Versenyhivatal is megfogalmazta fenntartásait (*GVH* [2005]). E szerint az E.On a meglévő villamosenergia- és gázszolgáltatási piaci pozíciói mellé a gázpiac további szegmenseit szerzi meg, ezáltal erőfölény érvényesítésére nyílik lehetősége.

Az Európai Bizottság az eljárás keretében a tervezett ügylettel kapcsolatban a gáz- és villamosenergia-piacokon érvényre jutó versenykorlátozó mozzanatokat határozott meg, amelyek abból erednének, hogy az E.Onnak módja lenne a földgáztermelési és -értékesítési láncban az árak, valamint a gáz- és villamosenergia-szolgáltatás kereskedelmi feltételeinek a meghatározására (*Összefonódások ...* [2005]). Az E.On és a Mol a Bizottság megállapításainak ismeretében kötelezettségvállalást tett az eredeti szerződés olyan módosítására, amely kielégíti a Bizottság versenyfeltételek biztosításával kapcsolatos igényeit.

A következő lépésben e kötelezettségvállalást figyelembe véve az Európai Bizottság 2005 decemberében határozatot hozott azokról a feltételekről, amelyek teljesítéséhez kötötte a felvásárlás engedélyezését. E határozat lényeges vonatkozásokban módosította az eredeti szerződés feltételeit (*Szilágyi* [2005]).

Az új – és a Bizottság által végül jóváhagyott – feltételek szerint a Mol Rt.-nek *teljes egészében* meg kellett válnia a gáznagykereskedelmi és gáztárolási üzletágától. Az E.Onnak tehát a maradék

25 százalékot is meg kellett vásárolnia mindkét társaságban, vagyis *nem maradhatott fenn a Mol Rt.-nek kisebbségi részesedése* e cégekben. A határozat értelmében a két cég földgázüzletágait a *tulajdonjog szempontjából teljes mértékben szét kell választani* a versenykövetelmények érvényesítése érdekében. E határozat következtében megszűnt az, hogy a Mol Rt.-nek a gázipari vertikum minden – szolgáltatáson kívüli – szintjén vannak pozíciói. Vagyis a *vertikális* versenykorlátozó hatások csökkentése érdekében a tulajdonjog alapján szétválasztásra került az egyik oldalon a gáztermelés és -szállítás, valamint a másik oldalon a gáz tárolása és nagykereskedelme.

Ugyanez volt a célja a határozat következő elemének is, amely előírta, hogy a fogyasztóknak az E.Öntől független gázbeszerzési forrásokhoz is hozzá kell férniük. Az EU versenyhatósága elfogadta az E.Ön ezzel kapcsolatos másik ajánlatát is, amely egy *szerződésfelszabadítási és gázkapacitás-felszabadítási program* megindítását jelentette. E szerint a tulajdonába került földgázellátó társaság a következő nyolc évben legalább évi egymilliárd köbméternyi gázt bocsát aukcióra a szabadpiacon, és még hasonló nagyságú más forrást is szabadon hozzáférhetővé tesz a felhasználók számára.

A hazai hatóságok és az EU Bizottsága az üzlet végleges feltételeinek kialakításában aktívan részt vettek. Ennek eredményeképpen a két társaság az eredeti üzleti konstrukciótól lényeges pontokban eltérő feltételek mellett bonyolíthatta le a felvásárlási ügyletet.

Az energiaipari összefonódási tranzakciók áttekintése

A felvásárlásokról készített elemzést egy iparág ügyleteinek részletesebb bemutatásával egészítjük ki. 1997–2006 között a gáz- és villamosenergia-ipart érintő ügyletekben résztvevő vállalatok nagy mérete indokolta, hogy a felvásárlási kezdeményezések hatósági engedély alapján valósulhattak meg. Ezek az ügyletek a magyar versenytörvény hatálya alá tartoztak és ez megfigyelésük és elemzésük szempontjából kedvező helyzetet teremtett. Hiszen – szemben a magyar gazdaságban lezajló felvásárlások többségével, amelyek a versenytörvény szabta mérethatárok alatt maradnak – ezek regisztrálására és dokumentálására így sor került. A GVH 1997 és 2006 közötti határozatai alapján az ügyletek eltérő típusai határozhatók meg.⁸

Az összefonódások bemutatása előtt röviden a privatizáció után kialakult kiinduló helyzettel foglalkozunk, azzal, hogy az összefonódások hatására lezajlott tulajdonosi koncentráció milyen piacszerkezetet alakított át. A privatizációs szervezet (ÁPV Rt.) a villamosenergia-privatizáció 1995. évi elindításakor a villamosenergia-szektor szolgáltatóinak leendő tulajdonosi szerkezetét meghatározta. E szerint egy pályázó legfeljebb a hat áramszolgáltató közül egyénileg kettőben (konzorciumban háromban) szerezhettek kisebbségi tulajdonhányadot, a többségi tulajdonhoz két évvel később juthattak (*Mihályi* [1998]). Az erőművek eladása nyomán az áramszolgáltatásnál szórtaabb tulajdonosi szerkezet jött létre, hiszen – szemben az előbbivel – nem négy tulajdonosi csoport jött létre, mivel mindegyikük más kézbe került.

Az új tulajdonosi szerkezetben két befektető (RWE/EVS és EdF) két-két áramszolgáltatónak (Elmű és Émász, illetve Édász és Démász) lett a résztulajdonosa. Ezek mellett még a Titász (Isar), valamint az Édász (Bayernwerk) tulajdonosai léptek be a hazai piacra. Az egyik tulajdonosi csoport (RWE/EVS) a Mátrai Erőmű részprivatizációjával vertikális pozícióra is szert tett.

Az ÁPV Rt. a gázszektor privatizációja során is előzetes korlátot állított a tulajdonosi koncentráció elé, egy befektető legfeljebb két céget (a Tígasz vásárlója egyet) vehetett meg (*Mihályi* [1998]). A hat gázszolgáltató (amelyek közül a Főgázt a fővárosi önkormányzat értékesítette) szintén négy

⁸ A GVH 1997. és 2006. között az Országgyűlés számára készített beszámolóit is felhasználtuk az elemzés elkészítéséhez. A GVH honlapján (www.gvh.hu) a beszámolók és a határozatok teljes szövege megtalálható.

tulajdonosi csoport kezébe került. A Dégázban és a Főgázban a Ruhrgas/RWE, valamint a Dégázban és az Égázban a Gaz de France szerzett tulajdont. A Tigáz az Italgas/Snam és a Kőgáz a Bayernwerk/EVN érdekeltsége lett. A befektetők számára – a Főgáz kivételével – többségi tulajdonhányad megszerzése vált lehetővé.

A privatizációk eredményeképpen megszűnt az energiaszektor vállalati szerkezetét jellemző korábbi helyzet, hogy ágazonként egy-egy monopóliumhelyzetű, a teljes vertikumot átfogó vállalat működött. (Időközben több lépésben sor került a Mol Rt. tőzsdei privatizációjára is, azonban szervezete, tevékenységi szerkezete az előbbieken bemutatott 2004. évi tranzakcióig alapjában nem változott.) Ha az erőfőlény érvényesítését fenntartó szerkezeti aránytalanságok nem is szűntek meg minden területen, de a szektor sokszereplős lett, és a (Magyar Villamos Művek Rt. kivételével) domináns állami tulajdon eltűnésével megnyílt a terep további tulajdonosi-szervezeti átalakulások előtt.⁹ Az ilyen átrendeződésekkel foglalkozunk a továbbiakban.

A magyar energiaszektorban a kilencvenes évek közepén lezajlott privatizáció nyomán kialakult vállalati és tulajdonosi szerkezet néhány év alatt gyökeres átalakuláson ment keresztül. E változás egyik fő mozgatója a vállalatfvásárlások voltak, amelyek következtében *koncentráltabb tulajdonosi szerkezet* jött létre.¹⁰ Csökkent a tulajdonosok száma, és növekedett az összefonódó cégek piaci részesedése. Az energetikai szektor ügyletei a vállalatfvásárlások speciális esetei, hiszen eleve kevés a piaci szereplő, és korlátozott a verseny lehetősége. A vállalatfvásárlások következményei szerteágazók: a piaci szerkezetet és a versenyt formáló hatásai olyan piacokon jelentkeznek, amelyekben nemcsak kevés a szereplő, hanem közöttük – a közszolgáltatásokat általánosan jellemző helyzetnek megfelelően – vannak domináns helyzetű cégek is.

E terület további sajátossága, hogy újabb szereplők belépésének jelentősek az akadályai, amelyeket egyrészt a szabályozási-intézményi környezet támaszt, másrészt ezeket felerősíti a már piacon lévő társaságok ellenérdekeltsége és erős érdekérvényesítő képessége. A GVH azonban egyik esetben sem minősítette a lezajlott változások versenykorlátozó, erőfőlényt erősítő mértékét olyan jelentősnek, hogy ügyletet módosító vagy elutasító határozatot kellett volna hoznia. A továbbiakban a lezajlott összefonódásokat csoportosítva mutatjuk be (*Vince* [2008]).

⁹ A villamosenergia- és gázaszektorban az új szereplők belépésével még nem jött létre a verseny kialakulásának összes feltétele, hiszen ehhez a szabályozás alapvonásainak a megváltozására is szükség lett volna. Erre a kétezres évek folyamán került sor fokozatosan, előbb az EU-csatlakozást megelőző jogharmonizáció során, majd a belépést követően az EU újabb energetikai irányelveinek átvételével.

Az első lépésre 2001-ben került sor, amikor az országgyűlés elfogadta a villamos energiáról szóló 2001. évi CX. törvényt, amely figyelembe vette az EU akkor hatályban lévő, a villamos energia belső piacára vonatkozó – 96/92 EK – irányelvét. (Ez az irányelv tartalmazta azt a követelményt, hogy a villamosenergia-hálózatokhoz a fogyasztóknak szabályozott módon hozzá kell férniük, ami az értük folytatott verseny előfeltétele volt.) A törvény előírta a hazai villamosenergia-piac részleges megnyitását 2003. január 1-jétől kezdődően.

A földgázszolgáltatás modelljének átalakítását 2004-ben a földgázellátásról szóló 2003. évi XLII. törvény indította el. A törvény az EU 1998. évi (98/30/EC), a gázpiacot átalakító irányelve alapján szabályozta újra a hazai földgázszolgáltatást. (Az EU irányelve a belső gázpiac liberalizációjának, a verseny feltételeinek megerősítését szabályozta.)

¹⁰ A szervezeti átalakulások nem korlátozódtak a tulajdonosváltással egybekötött ügyletekre. Az EU újabb – 2003/55/EK számú – irányelvnek átvétele ugyanis az energiaipari vállalatok egyes tevékenységi köreinek átszervezését tette szükségessé (*Hivatalos Lap* [2004b]). Az irányelv az energiaipari vertikálisan integrált cégei számára előírta, hogy az egyes tevékenységi köröket jogilag és számvitelileg szét kell választani. Erre annak érdekében van szükség, hogy korlátok közé szoruljon a természetes monopóliumhelyzetből származó versenykorlátozó erőfőlény érvényesítésének lehetősége, és megerősödjenek a szektor többi szereplője számára a megkülönböztetésmentes együttműködések feltételei.

Ezek az átszervezések azonban a magyar gyakorlatban nem tartoztak az összefonódási ügyletek körébe, mivel vállalatcsoporton belül, tulajdonosváltás nélkül is megvalósíthatók voltak ezek a szétválasztások.

A sora a *tulajdonosi koncentrációval* járó ügyletekkel kezdjük. Ezek közös vonása az volt, hogy a hazai piacon már *jelen lévő* szakmai befektetők felvásároltak további energetikai cége(ke)t. E tulajdonosok érdekköréhez tartozó cégek piaci részesedése ezáltal megnövekedett.

A tranzakciónak ebbe a körébe tartozott 1997-ben az az ügylet, amelynek keretében az áramszolgáltató Édász Rt. irányításában az Electricité de France International S.A. (EdFI) mellett a Bayernwerk AG (BAG) is szerepet kapott.

2002-ben folytatódott az Édász Rt. tulajdonosváltása. (Ennek előzménye az volt, hogy a német tulajdonos cég elnevezése BAG-ról E.On Energie AG-re változott. Az anyacég ugyanis összeolvadt egy másik német energiaipari céggel, amelynek eredményeképpen létrejött a BAG örökébe lépett E.On Energie AG.) Az E.On a felvásárlással a francia EdFI-csoporttal korábban együtt irányított Édászban a közös irányítást *kizárólagos* irányítássá alakította át. Ezzel az egész Dunántúl áramszolgáltatási piaca e cég kizárólagos ellenőrzése alá került.

2004-ben további tulajdonosi koncentrációval járó összefonódásokra is sor került az energiaszektorban. Az E.On két dunántúli gázzolgáltató társaságban szerzett többségi tulajdonrészt. A tranzakciók az E.On tulajdonosi részesedése a gázzolgáltató társaságokban 50 százalék fölé emelkedett.

Az ügyletek második csoportjába azok az összefonódások tartoztak, amelyek esetében a részvények adásvételére azonos tulajdonosi csoporthoz tartozó vállalatok között került sor. Ezek a tranzakciók valójában *vállalatcsoporton belüli irányítási átszervezést valósítottak meg*. A cél nem közvetlenül a piaci befolyás erősítése, hanem a működés ésszerűsítése volt. Ezekben az esetekben nem csökkent a piaci szereplők száma, és az érintett cégek piaci részesedése sem változott, vagyis nem jártak versenykorlátozó hatással.

Ezekhez a külföldi tulajdonosok között lezajlott részvényvásárlásokhoz a Gazdasági Versenyhivatal engedélyére azért volt szükség, mert azok hatása *érvenyesülhetett* a magyar energiapiacra is. Emellett az érintett cégek árbevételének volumene is meghaladta a versenytörvényben előírt küszöbértéket. Az engedélyek megadásában az a szempont játszott szerepet, hogy a felvásárlásokban egymástól *nem független* cégek vettek részt, vagyis tevékenységük összehangolására mind az ügyletek előtt, mind utána módjuk volt. A felvásárlással ezért a versenyhelyzetben nem idéztek elő változást, hiszen az egyes vállalkozások egyébként is összehangoltan léphetnek fel a piacon.

Ilyen volt például az, hogy a Bayernwerk Hungária Rt. megszerezte a Dél-dunántúli Áramszolgáltató Rt. irányítását. A Bayernwerk Hungária Rt. a részvényeket anyacégétől, a Bayernwerk AG-től vette meg. Mivel ezek nem voltak független vállalkozások, ezért a részvények adásvétele a gazdasági verseny nem befolyásolta, a tulajdonosi koncentrációt nem növelte.

A tranzakciók harmadik csoportjába a hazai energetikai piacra *újonnan* belépő befektetők felvásárlásai tartoztak. Versenykorlátozó következményekkel ezek a tranzakciók sem jártak, hiszen a tulajdonos(ok) cseréje önmagában nem módosította a piaci versenyhelyzetet és a tulajdonosi koncentráció sem erősödött.

1998-ban a Bakonyi Erőmű Rt. és a Pécsi Erőmű Rt. irányítását – privatizáció keretében – *intézményi befektetők* által erre a célra létrehozott konzorciumok szereztek meg.

A felvásárlások negyedik csoportját azok az összefonódások alkották, amelyeknek a versenyfeltételekre gyakorolt hatásai már gondos mérlegelést tettek szükségessé. Ezekben az esetekben a korábban egymástól *független külföldi tulajdonosok összefonódására*, közöttük lezajlott felvásárlásra került sor. A közös külföldi tulajdonos létrejöttét követte hazai cégek összeolvadása.

Ilyen eset volt 2000-ben a Rheinisch-Westfälisches Elektrizitätswerk AG (RWE-csoport) és a Vereinigte Elektrizitätswerke Westfalen AG (VEW-csoport) összeolvadása. A GVH nem emelt kifogást, mert az összefonódásban érintett két társaság egymást nem helyettesítő, két elkülönült áru piacon (a villamosenergia-, illetve a gázszolgáltatási piacon) tevékenykedett Magyarországon, ezért közöttük vertikális kapcsolat nem állt fenn. Az összefonódás ezért nem érintette e két piacon kialakult versenyhelyzetet.

2004-ben sor került olyan, külföldi pénzügyi befektető által megvalósított felvásárlásra, amelyben az kivásárolta tulajdonostársát. Az UBS bankcsoport megszerezte a Motor Columbus holding irányítását, így számos, a magyar energiaszektorban tevékenykedő vállalkozás (Csepeli Áramtermelő, Csepeli Erőmű) is ellenőrzése alá került. A GVH jóváhagyta a felvásárlást, mivel a piaci részesedés és a szereplők száma nem változott, valamint az új többségi tulajdonos és felvásárolt cége nem ugyanazokon a piacon tevékenykedett.

Egy 2000-ben lezajlott (az RWE és a VEW közti) összefonódási ügylet elindította azoknak a felvásárlásoknak a sorát, amelyekben korábban elkülönült piacokon működő gáz- és villamosenergia-ipari cégek kerültek közös tulajdonosi irányítás alá. Az egymással közvetlenül nem versenyző energetikai területeket érintő felvásárlások napirendre tűzték azt a kérdést, hogy ezzel a szolgáltató nem kerül-e olyan helyzetbe, amelyben élni tud erőfölényével. A GVH az ilyen összefonódások engedélyezése során elsősorban a lehetséges portfólióhatások¹¹ részletes vizsgálatára helyezte a hangsúlyt, arra, hogy a kétféle szolgáltatási terület ellenőrzése milyen versenyhatásokkal jár.

A tulajdonosi koncentráció a privatizáció utáni kiinduló helyzethez képest a villamosenergia-iparban erőteljesebb volt, mint a gázszolgáltatásban. Az előbbiben ugyanis a külföldi befektetők (illetve konzorciumaik) a privatizáció során nem vásárolhattak többségi tulajdonrészt, míg a gázszektorban erre már a kezdetben is mód nyílt. Mindkét szektorban hat áram-, illetve gázszolgáltató cég volt, amelyeknek négy-négy külföldi befektető (vagy konzorciumaik) lettek a tulajdonosai. (Mellettük a fővárosi gázszolgáltatásban kezdettől az önkormányzat a többségi tulajdonos.) A tulajdonosi átrendeződések eredményeképpen 2008-ban a villamosenergia-szolgáltatás hat cégének három, a gázszolgáltatás társaságainak pedig szintén három külföldi tulajdonosa van. (Ez utóbbi szektorban 2006-ban az egyik tulajdonos – a GdF – egy szervezetbe – az Égáz–Dégáz Zrt.-be – vonta össze két társaságát, így ötre csökkent a szolgáltatók száma.)

Tulajdonosi koncentrációt nemcsak a kevesebb befektető kezében összpontosuló irányítás idézett elő, hanem az áram- és gázszolgáltatók, az erőművek külföldi tulajdonosainak az a törekvése is, hogy a maguk számára minél „tisztább”, azaz társtulajdonosok nélküli tulajdonosi szerkezeteket alakítsanak ki befolyásuk mértékének kiterjesztésével. Ezt – mint az előző példák mutatták – tulajdonhányadaik növelésével, a tulajdonostársak részesedésének – változatos eljárásokkal lebonyolított – megszerzésével tudták elérni.

A lezajlott tulajdonosi koncentráció további sajátossága az volt, hogy a legnagyobb befektetők megjelentek vagy növelték súlyukat olyan szektorban is, amelyben korábban nem – vagy alig – voltak jelen. Így a tulajdonosi koncentráció nemcsak a gáz- vagy a villamosenergia-iparon belüli, hanem az egész energiaipart átfogó folyamattá vált. Az E.On és az RWE jelen van mind a villamosenergia-termelésben, mind a gáz- és villamosenergia-szolgáltatásban. Az előbbi cég ezek mellett – mint bemutattuk – a hazai gáz-nagykereskedelmi és gáztárolási üzletágaknak is a tulajdonosa. A piac e jelentős,

¹¹ Portfólióhatás abban az esetben érvényesül, ha az összefonódás után egymást kiegészítő áruk gyártói/ forgalmazói (szomszédos piacok szereplői) kerülnek az új vállalkozáscsoportba. Ha ugyanis az egyik vállalkozásnak valamely áru(k) piacán magas a piaci részesedése, akkor az összefonódás következtében bővülő vállalkozáscsoport más áru(k) piacán képes lehet versenykorlátozó magatartás érvényesítésére.

esetenként meghatározó súlyú szereplőinek mind a vertikális, mind a horizontális kapcsolatait a lezajlott tulajdonosi összefonódások alakították át.

A privatizációt követő bő egy évtized felvásárlásai, tulajdonosi átrendeződései piaci versenyhelyzetet alakító hatásokkal jártak. A tulajdonosi átfedésektől mentes, domináns tulajdonosi részesedéseket létrehozó összefonódások a versenyfeltételek alakulása szempontjából egyértelműbb helyzetet teremtettek. Szűkült ugyanis az a tulajdonosi kör, amely – valamekkora – részesedéssel és befolyással rendelkezik a piacon, kevesebb tulajdonos ellenőrzi a piaci szereplőket. A mérleg másik serpenyőjébe ugyanakkor az került, hogy a tulajdonosi koncentráció az erőfölény érvényesítésének – a versenyhatóság szerint egyelőre valóságossá nem vált – lehetőségét is megeremtette.

*

A hazai felvásárlási folyamatok egyik legalapvetőbb meghatározó tényezője – mint bemutatottuk – a vállalatok koncentrált tulajdonosi szerkezete. A felvásárlások egy éppen *kialakulóban* lévő energiapiacra zajlottak le, megelőzték a (2007–2009 között megvalósuló) villamosenergia- és gázpiaci modellváltást. Az új szabályozás által beindított piacnyitásnak tehát olyan versenyfeltételek között kell érvényesülnie, amelyet meghatározó súllyal rendelkező szereplők jelenléte jellemez.

A koncentrált tulajdonosi szerkezet nem kedvez továbbá annak sem, hogy az ügyletek minél szélesebb köre átlátható módon valósuljon meg, és ez korlátozza a felvásárlási piacon érvényesülő verseny intenzitását is. Ez a helyzet, valamint az energiapiaci verseny korlátai hozzájárulnak ahhoz, hogy a felvásárlások értékteremtő és -romboló hatásai nem válnak nyilvánvalóvá. Ezért a vállalatok által a felvásárlásokban a hatékonysági követelmények érvényesítésére, illetve a befolyás növelésére alkalmazott eszközök, a résztvevők érdekeinek megjelenítése és viselkedésének mechanizmusai, valamint a fellépő konfliktusok kezelésének módozatai egyelőre nem intézményesültek, nem öltöttek kikristályosodott formákat.

Hivatkozások

- ANDRADE, G.–MITCHELL, M.–STAFFORD, E. [2001]: New Evidence and Perspectives on Mergers. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15. No. 2. 103–120. o.
- BODÓCSI ANDRÁS [2007]: A horizontális összefonódások ellenőrzésének kérdőjelei. *Fejlesztés és Finanszírozás*, 4. sz.
- BURKART, M.–PANUNZI, F. [2006]: Takeovers. European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper, No. 118. február.
- EUROPEAN COMMISSION [2002]: Report by the Group of High-Level Company Law Experts on Issues related to Takeover Bids. Brüsszel, január 10.
- EUROPEAN COMMISSION [2008]: Mergers: Commission statement on OMV's withdrawal of its notification for the proposed acquisition of Mol. MEMO/08/535, Brüsszel, augusztus 6.
- EURÓPAI PARLAMENT... [2007]: Javaslat: Az Európai Parlament és a Tanács Irányelve a földgáz belső piacára vonatkozó közös szabályokról szóló 2003/55/EK irányelv módosításáról. (Előterjesztő: a Bizottság). Brüsszel, 19.9.2007 COM(2007) 529 végleges, 2007/0196 (COD), {SEC(2007) 1179.}{SEC(2007) 1180.
- GUGLER, K.–MUELLER, D. C.–BURCIN YURTOGLU, B. [2006]: The Determinants of Merger Waves. *WZB Markets and Politics Working Paper*, No. SP II, No. 01.
- GVH [2005]: A Gazdasági Versenyhivatal álláspontja a Mol gázüzletágának eladásával kapcsolatban. A GVH sajtóközleménye, június 28.
- GVH [2006–2008]: Beszámolók az Országgyűlés részére 2005, 2006, 2007. Gazdasági Versenyhivatal, Budapest, 2006, 2007, 2008.

- HIVATALOS LAP [2004a]: A Tanács 139/2004/EK rendelete (2004. január 20.) a vállalkozások közötti összefonódások ellenőrzéséről (az EK összefonódás-ellenőrzési rendelete). Az Európai Unió Hivatalos Lapja, január 29.
- HIVATALOS LAP [2004b]: Az Európai Parlament és Tanács 2003/55/EK Irányelve a földgáz belső piacára vonatkozó közös szabályokról és a 98/30/EK irányelv hatályon kívül helyezéséről. Az Európai Unió Hivatalos Lapja, L 176/57 2004.7.15.
- JARRELL, G. A.–BRICKLEY, J. A.–NETTER, J. M. [1988]: The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980. *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2. No. 1. 49–68. o.
- JENSEN, M. C.–RUBACK, R. [1983]: The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence. *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, No. 4.
- KARSAI JUDIT [2008]: A magyarországi kockázati- és magántőke-ipar fejlődése 2007-ben. Budapest, május 13. www.hun.hvca.hu
- LA PORTA, R.–LOPEZ-DE-SILANES, F.–SHLEIFER, A.–VISHNY, R. [2000]: Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Financial Economics*, Vol. 58. No. 1–2., 3–27. o.
- MARTYNOVA, M. [2005]: Takeover Waves: Triggers, Performance and Motives. Tilburg University and ECGI Finance Working Paper, No. 97.
- MARTYNOVA, M.–RENNEBOOG, L. [2006]: Mergers and Acquisitions in Europe. European Corporate Governance Institute, Finance Working Paper, No. 114.
- MIHÁLYI PÉTER [1998]: A magyar privatizáció krónikája 1989–1997. Közgazdasági és Jogi Könyvkiadó, Budapest.
- MOTTA, M. [2007]: Versenypolitika. Elmélet és gyakorlat. Gazdasági Versenyhivatal, Versenykultúra Központ, Budapest.
- MUELLER, D. C. [2003]: The Finance Literature on Mergers: A Critical Survey. Megjelent: *Waterson, M.* (szerk.): *Competition, Monopoly and Corporate Governance. Essays in Honour of Keith Cowling.* Edward Elgar, Cheltenham, 161–205. o.
- ÖSSZEFONÓDÁSOK ... [2005]: Összefonódások. A Bizottság feltételeken jóváhagyja a Mol gáz üzletágának E.ON általi felvásárlását. <http://europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/05/1658&format=HTML&aged=0&language=HU&guiLanguage=en>.
- ÖSSZEFONÓDÁSOK ... [2008]: Összefonódások. A Bizottság részletes vizsgálatot indít a Mol OMV által tervezett felvásárlása ügyében. IP/08/397 Brüsszel, március 6.
- PwC [2007]: Fúziók és felvásárlások Közép- és Kelet Európában. Országjelentés. Magyarország – 2006. PricewaterhouseCoopers. www.pwc.com/mandace.
- SHLEIFER, A.–VISHNY, R. [2003]: Stock market driven acquisitions. *Journal of Financial Economics*, No. 70. 295–311. o.
- SZILÁGYI PÁL [2005]: Az összefonódások vizsgálatának ügyáttételi lehetőségei. Magyar ügyek az Európai Bizottság előtt. *Versenytükör*, 1. sz.
- THOMSON [2007]: *Acquisitions Monthly*. Thomson Financial. www.aqm-e.com.
- VINCE PÉTER [2007]: Tulajdonosi szerkezet – tulajdonosi irányítás. Felmérések tanulságai. *Külgazdaság*, 5–6. sz.
- VINCE PÉTER [2008]: Tulajdonosi koncentráció, vállalati összefonódás. Versenyfelügyeleti döntések és az energiaszektor vállalati szerkezetének alakulása. Megjelent: *Valentiny Pál–Kiss Ferenc László* (szerk.): *Verseny és szabályozás.* MTA Közgazdaságtudományi Intézet, Budapest.