

# A MAGYARORSZÁGI FÚZIÓK ÉS FELVÁSÁRLÁSOK ELEMZÉSI LEHETŐSÉGEINEK FELTÁRÁSA

## OVERVIEW OF ANALYSIS PROCESS OF HUNGARIAN MERGERS AND ACQUISITIONS

A szerző munkájában a Magyarországon létrejött vállalati fúziók és felvásárlások elemzéséhez szükséges adatbázisok és módszerek kialakításához szeretne hozzájárulni, tekintettel arra, hogy a magyar szakirodalomban eddig nem publikáltak olyan tanulmányt, amely kifejezetten az M&A-ügyletek elemzésének módszertani kérdéseivel foglalkozott volna. Az M&A-ügyletek szakirodalmának kritikája, az M&A-fogalmak szintetizálása, valamint a külföldön alkalmazott gyakorlatok adaptálása alapján javaslatot tesz az M&A-esetek rendszerezésére a következő kategóriák szerint: a cégfelvásárlások, az irányításszerző ügyletek, az eszközfelvásárlások, és a fúziók. Az eljárást javasolja a pénzügyi, a marketing- és menedzsmentfókuszú munkák mellett a jogi témájú kutatások kiinduló lépéséhez egyaránt, akár esetanalízis, akár adatbázis-elemzés a kutatói célkitűzés. A dolgozatban közölt eljárást és a felállított kategóriákat a Magyarországon létrejött eseteken alkalmazza, amelyhez kettő, saját szerkesztésű adatbázist használ fel. A vizsgálat felöleli az 1997 és 2018 között létrejött, a Gazdasági Versenyhivatal által engedélyezett összesen 864 tranzakciót. Az eredmények azt mutatják, hogy napjainkban az irányításszerző tranzakciók és eszközfelvásárlások dominálják a hazai M&A-piacot.

**Kulcsszavak:** cégfelvásárlás, irányításszerző ügylet, eszközfelvásárlás, fúzió

The focus of this study is how to contribute to the preparation of databases and methods that are required to analyse corporate mergers and acquisitions (M&A) in Hungary, with special attention to the grouping of the most basic attributes of acquisitions. Based on the critique of the literature on M&A transactions, the synthesis of M&A concepts and the adaptation of practices abroad, the author proposes to group M&A cases into the following categories: corporate acquisitions, management acquisitions, asset acquisitions and mergers. He recommends this procedure as a starting point in finance, marketing and management research, in addition to legal research, in which the goal may be the outline of a case study or database analysis. The methodology in this article and the categories created are applied in the cases from Hungary, for which the author used two self-developed databases. His investigation covers a total of 864 transactions between 1997 and 2018 that were permitted by the Hungarian Competition Authority. The results indicate that management acquisitions and asset purchases nowadays dominate the domestic M&A market.

**Keywords:** corporate acquisition, acquisition of control, asset acquisition, merger

### Finanszírozás/Funding:

A szerző a tanulmány elkészítésével összefüggésben nem részesült pályázati vagy intézményi támogatásban. The author did not receive any grant or institutional support in relation with the preparation of the study. A tanulmány az EFOP-3.6.1-16-2016-00012 projekt keretében valósult meg.

### Szerző/Author:

Dr. Kucséber László Zoltán, egyetemi adjunktus, Budapesti Gazdasági Egyetem, (kucseber.laszlo@uni-bge.hu)

A cikk beérkezett: 2019. 08. 27-én, javítva: 2020. 03. 14-én, elfogadva: 2020. 04. 18-án.

This article was received: 27. 08. 2019, revised: 14. 03. 2020, accepted: 18. 04. 2020.

A fúziók és felvásárlások (Mergers and Acquisitions – M&A) a vállalkozások számára a piaci részesedés gyors bővülését, a hatékonyság javulását, az egyesült vállalat reputációjának növekedését jelenthetik. Mindezek tükrében nem véletlen az M&A-ügyletek jelenlegi ismételt kiemelkedő száma és értéke Európában, ahogyan a fej-

lett világ többi nagy régiójában egyaránt (Acuris Global, 2019). Ezeket a pozitív fejleményeket szinergiának nevezük. Az M&A-tranzakciókat vizsgáló legtöbb kutatás célkitűzése az, hogy a tranzakció létrehozta-e a tulajdonosok és a menedzsment által elvárt szinergiákat az egyes vállalati szakterületeken, vagy a felvásárlást követően disz-szi-

nergiák alakultak ki. A fúziókat és felvásárlásokat akár pénzügyi, akár menedzsment szempontból értékeljük, fontos, hogy a választott esetet vagy eseteket gondosan válasszuk ki a rendelkezésünkre álló adatbázisból. Az elemzések céljához illeszkedve a kutatók jellemzően homogén csoport, csoportok kialakítására törekednek (párhuzamosan kontrollcsoportokat is létrehozhatnak), ehhez napjainkban már széles statisztikai eszköztár is rendelkezésre áll. Éppen ezért dolgozatunknak nem célja ezen matematikai, statisztikai eljárások összefoglalása. Munkánkban felállítunk egy rendszerezési szempontrendszer, amelyet a fúziókat és felvásárlásokat vizsgálni szándékozó kutatók az elemzés tervezési szakaszában alkalmazhatnak. A dolgozatban közölt módszer és az empirikus eredmények egyaránt használhatóak esettanulmány, valamint adatbázis-elemzés során, a magyar gazdasági környezetben létrejött M&A-esetek kiválasztásához, kategorizálásához.

Az M&A-ügyleteket elemezni szándékozó kutatók szembesülhetnek azzal, hogy a közgazdasági és menedzsment-szakirodalom eltér az egyes törvényekben használt M&A-fogalmaktól, meghatározásoktól, éppen ezért a tanulmányunk első fejezetében az M&A-ügyletek definícióinak tisztázását tűztük ki célul. A munkánk második fejezetében az általunk javasolt kategorizálást adjuk közre. A harmadik fejezetben ismertetjük azt, hogy milyen forrásokból tájékozódhatunk a magyarországi M&A-ügyletekről, valamint az alkalmazott adatbázis összeállítását. Az utolsó fejezetben a közölt csoportosítási eljárást a magyar eseteken alkalmazzuk.

## Az M&A-ügyletek fogalmi megközelítéseinek áttekintése

Fúzió, felvásárlás, cégfelvásárlás, összeolvadás, egyesülés, összefonódás, beolvadás, integráció, akvizíció, menedzsment általi kivásárlás... Hosszú a sora az M&A-ügyletekkel kapcsolatos megnevezéseknek, amelyeket gyakran egymás szinonimájaként is használnak egyes tanulmányok, szakmai cikkek, annak ellenére, hogy a definíciók között nincsen teljes tartalmi átfedés. Különösen fontos, hogy tisztában legyünk az egyes fogalmak tartalmával akkor, hogy ha több esetet szeretnénk együtt vizsgálni, mint például adatbázis-elemzés esetén. Mindezek miatt ebben a fejezetben áttekintjük azt, hogy a magyar és az európai törvények, valamint a közgazdasági szakirodalom hogyan definiálja és csoportosítja az M&A-tranzakciókat. Az M&A fogalmainak megértését, áttekinthetőségét egyrészt nehezíti az, hogy a külföldi és a magyar szerzők eltérő módon definiálják és különböző szempontok szerint csoportosítják a vállalati M&A-ügyleteket. Másrészt pedig a közgazdasági, az üzleti és a jogi szóhasználat (a Gazdasági Versenyhivatal a határozataiban az M&A-tranzakciókat összefonódásnak nevezi) meghatározásai és a csoportosításai egyaránt eltérnek egymástól.

Az M&A-ügyletek pontos azonosítása és rendszerezése a legfontosabb lépés ahhoz, hogy a felvásárlás hatásait, szinergiáit megfelelően tudjuk elemezni és feltárni. A pontatlan rendszerezést a következő példa illusztrálja: Egy céltársaság és egy gyártósor felvásárlás

lását nem célszerű egy csoportba sorolni és együtt vizsgálni, mivel egy céltársaság felvásárlása lényegesen nagyobb hatással lehet a felvásárló cég működésére a felvásárolt eszközökhöz képest, ugyanis egy cégfelvásárlás esetén nem csupán az újabb eszközök telepítését és a meglévő munkatársak képzését kell elvégezni. A felvásárlások között is különbséget kell tennünk, ugyanis a szinergiák létrejöttét befolyásolja az, hogy a céltársaság a tranzakciót követően milyen mértékben integrálódik a felvásárlóba. Ezen a gondolatmeneten alapul Haspeslagh & Jemison (1991) modellje, amelyben szerzők a céltársaságok integrációját négy csoportba rendszerezték a szervezeti autonómiaigény és a stratégiai függőség (erőforrás-megosztás) mértékének figyelembevételével (a magyar megnevezések Balaton et al., 2014 p.163. alapján), amelyek: a megőrzés, a holding, a szimbiózis és az elnyelés. A holding alacsony stratégiai függőséget és szervezeti autonómiaigényt feltételez, míg a szimbiózis magas stratégiai függőséget és magas szervezeti autonómiát. A megőrzés biztosítja a felvásárolt társaság legnagyobb autonómiáját, míg az elnyelés a céltársaság teljes beolvását jelenti. A céltársaság (és menedzsmentjének) megőrzése akkor célszerű, ha a felvásárló nem vár jelentős működési szinergiákat (piaci részesedés, bevétel növekedés, költségcsökkenés lásd Petitt & Ferris, 2013) az M&A-ügylettől. A felvásárló társaság vezetői a (működési) szinergiák gyors jelentkezését várják a céltársaság teljes beolvásától, különösen akkor, ha a céltársaság is hasonló ágazatban működik (Lasserre, 2003).

Miller (2011, p. 15) a „*Mergers and Acquisitions: A Step-by-Step Legal and Practical Guide*” című könyvében az M&A-ügyleteknek három kategóriáját különíti el: Részvényfelvásárlás, eszközfelvásárlás és összeolvadás: „Eszközfelvásárlás esetén a felvásárló megszerzi a céltársaság összes vagy egyes kiválasztott eszközeit, amely a céltársaság kötelezettségeinek teljes vagy részbeni átvállalását is tartalmazhatja.” Az összeolvadás alatt a következő átalakulást érti a szerző: „Kettő vállalat egyesülése során az egyik vállalat integrálódik a másik vállalatba, avagy a céltársaság eszközei és kötelezettségei a 'túlélő' cégbe ('surviving corporation') olvadnak.” Amennyiben a felvásárló cég szeretné megszerezni az egész céltársaságot, akkor a szerző a részvényfelvásárlásokat javasolja az eszközfelvásárlások helyett. A harmadik példa Bruner (2016) *Applied Mergers and Acquisitions* című könyvéből származik, amelynek mind a 38 fejezete az M&A menedzselésével foglalkozik különböző szempontok szerint. A szerző könyvében 'saját' M&A-fogalmakat és típusokat nem közölt, de lábjegyzetben a következő megjegyzéseket tette: „Merger kifejezés alatt egy cég másikkal történő egyesülését érthetjük. A francia származású fúzió szó az egyesülésnek (merger) a szinonimája, míg a felvásárlás egy másik cég megszerzését jelenti.” Ennél a pontnál a szerző felhívja a figyelmet arra, hogy ezek a fogalmak „általánosságban véve” felcserélhetők, kivéve azokat az eseteket, amikor különösen fontos a definíciók világos használata (üzleti tárgyalás során, adózással kapcsolatos kérdések esetén, jogi dokumentumok szerkesztésénél stb.).

Balogh (2006, p. 16) munkájában a határon-átnyúló tranzakciókat vizsgálta. A szerző kettő típust különböztetett meg: „Az akvizíció vagy felvásárlás a részesedésszerzés egyik minősített esete, a társasági és az értékpapírjog alapján egy vállalat többségi, de legalább 25%, illetve nyilvánosan működő részvénytársaság 33% részesedésének megszerzését jelenti. A fúzió – egyesülés /merger/ a vállalati koncentráció legnagyobb jelentőséggel bíró formája, amikor is a társaságok közül legalább egy megszűnik és más vállalattal szervezetileg egyesül.” A szerző tehát a munkájának publikálásakor hatályos társasági jogra támaszkodott. Vincze (2009, p. 71) munkájában megerősíti az eddigi tapasztalatainkat: „Sokféle elnevezéssel találkozhatunk vállalatok adásvételével kapcsolatban.” A szerző Balogh (2006) terminológiájához hasonlóan javasolja az egyes definíciók használatát, azonban a felvásárlásokkal kapcsolatban jelzi azt is, hogy az eszközök megszerzése is M&A-ügyletnek tekinthető: „A felvásárlás, illetve az összeolvadás terminológiáját használjuk a tulajdonhánnyadok 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.” Ezzel a terminológiával azért nem értünk egyet, mert a célvállalat részvényeinek megszerzése nem feltétlenül jelenti a céltársaság megszűnését (még abban az esetben sem, hogy ha az összes tulajdoni hányadot megszerezte az új tulajdonos).

Az eddig hivatkozott szerzőkkel szemben Damodaran (2006, p. 748) a vállalatfelvásárlásokat kettő osztályba sorolja aszerint, hogy a célvállalatot

- *a saját menedzserei kívásárolják* (MBO: management buyout: a megcélzott vállalat tovább létezik zártkörű társaság formájában), vagy
- *egy másik vállalat megvásárolja*. Ez utóbbi négy osztályból áll:
  1. a szerző beolvadásnak nevezi azt az esetet, amikor a célvállalat teljesen beolvad a felvásárló társaságba,
  2. összeolvadás akkor történik, amikor a felvásárló és a célvállalat egy új céget alapít,
  3. Damodaran felvásárlásnak nevezi azt a módozatot, „amikor a céltársaság tovább létezik egészen addig, amíg van olyan részvényes, aki visszautasítja a felvásárlást”,
  4. a negyedik osztály az eszközfelvásárlás: „A megcélzott vállalat fiktív társaságként tovább él, de eszközeit már átruházta a felvásárló vállalatra. A megcélzott vállalat végül felszámolásra kerül” (Damodaran, 2006, p. 748).

Damodaran szempontrendszerének pozitívuma, hogy ellentétben a legtöbb szerzővel, alkategóriákban/alosztályokban is gondolkodik. Azt sem vitatjuk, hogy kétségtelenül fontos szempont a felvásárló típusa (MBO vagy külső felvásárló cég), hiszen MBO esetén a vállalatot be-

lülről jól ismerő személyek kerülnek tulajdonosi körbe, amely elősegítheti az M&A sikerességét. Azonban úgy véljük, hogy „elsődleges” kategóriáként/osztályként nem magának a felvásárló típusát kellene megadni, hanem a jelenlegi alosztályokból kellene kiindulni. Létezhetnek ugyanis olyan felvásárlások, amelyekben a saját menedzserek „csupán” többségi részesedést szereznek (tehát nem sorolhatók a „kivásárlásokhoz”). Ez az eshetőség tehát nem csak „másik felvásárló” vállalkozásokra érvényes, a 3. alosztályban. Így célszerűbb lenne a *felvásárló típus* osztályt a *felvásárlásokon* belül alosztályként elhelyezni!

Mivel Damodaran értelmezése szerint a beolvadásnál (1. alosztály) megszűnik a felvásárolt céltársaság, a felvásárlás 3. alosztályában pedig nem (mert irányításszerzésnek megfelelő részesedés szerzés történik), ezért a *felvásárlás* megnevezést érdemes lenne irányításszerző felvásárlásnak nevezni.

Az eddigi áttekintésben azt tapasztalhattuk, hogy a hivatkozott szerzők meglehetősen eltérően vélekednek az M&A-definíciókról és eltérően tipizálják a tranzakciókat. A továbbiakban jogi, törvényi fogalmak oldaláról vizsgálódunk. A magyarországi M&A-esetekről kizárólag a GVH versenyhatározataiból nyerhetünk hivatalos adatokat és információkat. A GVH a hatályos magyar versenytörvény (1996. évi LVII. törvény VI. fejezet. 23. § (1) a tiszteességtelen piaci magatartás és a versenykorlátozás tilalmáról) alapján dönt arról, hogy az adott eset egyáltalán M&A-tranzakciónak számít-e és vajon szükség van-e az engedélykérésre. Éppen ezért a továbbiakban jogi szempontból, először a magyar versenytörvény szerint foglalkozunk a szakirodalmi feldolgozással. Az általunk vizsgált időszakban a magyar versenytörvény a következőképpen definiálja az M&A fogalmát: „Vállalkozások összefonódása (koncentrációja) jön létre akkor, ha:

- a) két vagy több előzőleg egymástól független vállalkozás összeolvad, az egyik a másikba beolvad, vagy a vállalkozás vállalkozásrésze a vállalkozástól független másik vállalkozás részévé válik,
- b) egy vállalkozás vagy több vállalkozás közösen közvetlen vagy közvetett irányítási jogot szerez valamely tőle független vállalkozás felett, vagy több, tőle független, de egymástól nem független vállalkozás felett, vagy
- c) több, egymástól független vállalkozás közösen hoz létre általuk irányított olyan vállalkozást, amely egy önálló vállalkozás valamennyi funkcióját tartósan képes ellátni.”

Az összefonódás definíciója bár tartalmazza az új közös alapítású vállalkozások létrehozását, azonban munkánk célkitűzésének megfelelően kizárólag a már működő cégek egyesülésének eseteivel foglalkozunk. A versenytörvény definíciójának alkalmazása megoldást nyújthatna a definiálási és csoportosítási problémáinkra (eltekintve a számunkra szükségtelen c. bekezdéstől), azonban a Polgári Törvénykönyvben is megtalálhatjuk az M&A-tranzakció fogalmát. A 2013. évi Polgári Törvénykönyv (XIII. Fejezet. 3:44. §) alapján az egyesülés létrejöhet összeolvadással és beolvadással egyaránt: „Összeolvadásnál az

egyesülő cégek megszűnnek, és egy új cég (jogi személy) jön létre. A beolvadásnál csak a beolvadó cég szűnik meg, amelynek a jogutódja, az egyesülésben résztvevő másik cég.” Míg a versenytörvény több csoportot is tartalmaz, mint ami számunkra szükséges, a PTK definíciója viszont nem tartalmazza az eszközfelvásárlásokat és a részleges, irányítás megszerzését jelentő eseteket. Két különböző törvényben azért fordulhat elő az összeolvadás szabályozása, mert a jogalkotó a társasági jogban (2015-től a PTK-ban) a tagok és a hitelezők szempontjait védte/védi, és részletesen szabályozta az eljárás lefolytatását, míg a versenyjog a közérdeket oltalmazza (Miskolczi Bodnár, 2003).

A szakirodalmi és jogi fogalmak közötti eligazodásban külföldi adatbázisok (Thomson Reuters, PwC, EMIS, Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances stb.) kategóriái nyújthatnak segítséget, amelyek közül a rendelkezésünkre álló 'EMIS' (emis.com) a következő M&A-tranzakció fogalmakat közli:

- felvásárlás (Acquisition): a felvásárlás egy olyan tranzakció, amelynek eredményeként a vásárló társaság 50%, vagy azt meghaladó tulajdonosi részesedést szerez a céltársaságban,
- összeolvadás (Merger) esetén kettő vagy több társaság egyesül egy új alapítású cégben, az eredeti cégek megszűnnek,
- minority stake: egy olyan tranzakció, amelynek eredményeképpen a céltársaság részvényeinek kevesebb, mint 50 százaléka kerül megvásárlásra, így az nem eredményezi a felvásárló társaság meghatározó tulajdonosi befolyását,
- a privatizációs kivásárlás az M&A sajátos típusa, amely alapvetően abban különbözik egy hagyományos felvásárlástól, hogy a céltársaság állami tulajdonból kerül értékesítésre; Magyarországon ezek a tranzakciók a rendszerváltás időszakában voltak a leggyakoribbak (Rechnitzer, 1998),
- közös vállalat alapítás (Joint Venture): olyan tranzakció, amelynek során kettő vagy több vállalat hoz létre egy újat (ez a típus nagyon hasonló az összeolvadáshoz, azzal a különbséggel, hogy az 'eredeti' cégek nem szűnnek meg),
- részvény-visszavásárlás (Share buy-back) olyan tranzakció, amelyben a társaság felvásárolja a saját részvényeit a jelenlegi tulajdonosaitól.

A felsorolásban szükségtelennek tartjuk a „minority stake” ügyletek megjelenítését, mivel ezek az ügyletek nem feltétlenül eredményezik a minősített tulajdonosi többség megszerzését, ahogyan a részvény-visszavásárlások és a privatizáció kiemelését is az alapdefiníciók között, ugyanis ezekből a kategóriákból nem derül ki, hogy a céltársaság megszűnik, önálló marad, vagy csak az eszközeit veszik át, amely információkat nélkülözhetetlennek tartjuk egy M&A-elemzés elindításához.

A következő fejezetben felállítjuk azt a szempontrendszert, amely alapján javasoljuk a tranzakciók kategorizálását akár magyar, akár külföldi esetek alapján szeretnénk adatbázist összeállítani.

## A javasolt kategóriák az M&A-ügyletek rendszerezéséhez

Figyelembe véve az eddigiekben ismertetett közgazdasági és jogi kategóriák pozitívumait és a közölt kritikákat, a következő négy kategóriát javasoljuk felállítani az M&A-ügyletek rendszerezéséhez: a fúzió, valamint a felvásárlás tárgya szerint további három kategória: cégfelvásárlás, irányításszerző ügylet és eszközfelvásárlás. A szempontrendszeren belül tehát új kategória létrehozását nem tartottuk szükségesnek, hanem az első fejezetben publikált kategóriákból állítottuk össze a szempontrendszert. Az általunk javasolt kategóriák mellett szóló legfontosabb érv módszertani jellegű, ugyanis az M&A szinergiáinak azonosításához az elemzőnek különböző pénzügyi, statisztikai módszereket kell kialakítania, attól függően, hogy a céltársaság beolvadt, vagy önálló maradt (irányításszerző ügylet esetén), hiszen ebben esetben az M&A-ügyletet követően mind a felvásárló, mind a céltársaság külön-külön működik. A következőkben közöljük az egyes kategóriák tartalmát.

A cégfelvásárlás létrejöttékor a céltársaság jogutóddal megszűnik a tranzakciót követően, azaz beolvad a felvásárló vállalat szervezetébe. Az irányításszerző felvásárlások esetében a céltársaság nem olvad be a felvásárlóba, hanem annak leányvállalataként működik tovább. A már hivatkozott 1996. évi LVII. versenytörvény szövegében szereplő irányításszerzés fogalmát Miskolczi Bodnár (2003, p. 292) a következőképpen magyarázza: „Az irányításszerzés nem jár szervezeti változással, a piaci szereplők száma változatlan marad. A vállalkozás/-rész egy vagy több másik piaci szereplő irányítása alá kerül, amely elveszíti üzletpolitikai önállóságát.” Az irányításszerző ügyleteket motiválja az, hogy az integráció helyett az önállóbb működés segíti elő a szinergiák létrejöttét: a részleges felvásárlás a megnövekedett ellenőrzés miatt lehetőséget nyújt a céltársaság hosszú távú teljesítményének javítására, amely nem lehetséges akkor, ha az egész céltársaságot felvásárolják, mivel a céltársaság beolvad a felvásárló vállalatba és a részvényekkel többé nem kereskednek (Akhigbe, 2004). Jogi okok is állhatnak a céltársaság önálló működésének megőrzése mögött, ha a felvásárló vállalat többségi, de nem egyedüli részesedést szerzett. A külföldi adatok ennek az M&A-típusnak a népszerűségét mutatják: Brakman és szerzőtársai az 1986 és 2005 között a világban létrejött azon 27.541 M&A-ügyletet vizsgálták, amelyek értéke minimum a tízmillió dollárt elérte. Megállapították azt, hogy a vállalati részvények nagy hányadát – átlagosan 75,5 százalékát – vásárolják meg a tranzakciók során, amely a felvásárolt vállalatban többségi (átlagosan 80 %) részesedéshez vezet (Brakman et al., 2006, p. 5). Itt megemlíthetjük azokat a lehetséges eseteket is, amelyekben 50 százalék alatti részesedés szerzés is engedélyköteles lehet, ugyanis ezekben az esetekben a felvásárló társaság a már korábban megszerzett tulajdoni részesedése felett a minősített szavazati többséghez szükséges hányadot szerzi meg. Snow (2011, p. 295) azt a stratégiát, amikor egy felvásárló a céltársaság megmaradt részesedését egy későbbi időpontban vásárolja fel, „second bite of the

apple”-nek nevezi. Ennél a kategóriánál tehát azt tartjuk „döntő” szempontnak, hogy a tranzakciót követően a korábbi céltársaság önálló maradt-e, vagy pedig szervezetiesleg beolvadt a felvásárlóba (jogi értelemben megszűnt), nem pedig azt, hogy hány %-os a megszerzett tulajdonosi részesedés.

Azokat a felvásárlásokat, amely esetén a felvásárló nem egy céltársaságot vásárol, hanem annak egyes (gyártó) eszközeit, üzletágát, üzemét, üzlethelyét vagy ügyfélállományát (tehát nem részvényt, üzletrészt) a közgazdasági szakirodalom eszközfelvásárlásoknak nevezi. Mit értünk pontosan „eszközök” fogalma alatt? A 1996. évi LVII. törvény a tisztességtelen piaci magatartás és a versenykorlátozás tilalmáról a következő definíciót közli: „Vállalkozásrésznek minősülnek az olyan eszközök vagy jogok – ideértve a vállalkozás ügyfél állományát is – amelynek megszerzése önmagában vagy a megszerző vállalkozás rendelkezésére álló eszközökkel és jogokkal együtt elégséges a piaci tevékenység végzéséhez.” A céltársaságok ebben a kategóriában is tovább működnek a tranzakciót követően, függetlenül a felvásárló társaságtól.

A negyedik kategória a fúziókat (versenyjogban: összeolvadás, angol terminus: Mergers) foglalja magába. Kettő egymástól független vállalat egyesül (nincsen klaszszikus értelemben vett felvásárló- és célvállalat), vagyis a tranzakciót követően megszűnnek és „új” vállalat alakul (ez a kategória különbözik a közös vállalat alapítástól). A tranzakciót követően egyesült vállalatnak nevezzük az összeolvadt társaságokat.

Az 1. táblázatban közölt szempontrendszerrel tehát nem azt szeretnénk az Olvasó számára ’sugallni’, hogy a szinergiák (vagy disz-szinergiák) létrejöttére éppen a felvásárlás tárgya van a legnagyobb hatással, hanem azt, hogy a tranzakciók számos attribútumai közül ezt tartjuk az elsődleges rendszerezési szempontnak, amelyeket tovább lehet bontani különböző szempontokkal (pl. ágazati tulajdonságok, finanszírozási háttér, tulajdonosi szerkezet stb.) az adott kutatás célkitűzésének megfelelően.

1. táblázat

**Az M&A-ügyletek javasolt rendszerezése a felvásárlás tárgya szerint**

Felvásárlás (Acquisition)			4. Fúzió (Merger)
1. Cég felvásárlás	2. Irányításszerző felvásárlás	3. Eszköz felvásárlás	

Forrás: saját szerkesztés szakirodalmi feldolgozás alapján

A fejezet további részében áttekintjük a létrehozható másodlagos kategóriákat. Elsőként tekintsük át, hogy a már hivatkozott EMIS adatbázis milyen megoldást alkalmaz. Az adatbázis minden M&A-jellemzőt „egy kalap alá vett” a ’tranzakciók sajátosságai’ megnevezéssel (minden ügyletről három jellemző áll rendelkezésre e szempont alatt):

- eszközfelvásárlás (olyan ügylet, amelyben nem teljes vállalat felvásárlására kerül sor, hanem a célvállalat eszközeire),

- eszköz-swap (olyan ügylet, melyben a közreműködő cégek az eszközeiket cserélik fel, a tranzakcióban nem történik pénzmozgás),
- aukció,
- készpénzes vásárlás,
- átváltoztatható kötvények,
- adósság-részvény csere,
- csődbe jutott társaság (illetve annak eszközeinek) felvásárlása,
- hitelből történő felvásárlás (LBO: leveraged buyout),
- alkalmazottak által történő felvásárlás (EBO: employee buyout); menedzsment által történő tranzakció (MBO: management buyout),
- portfólió kivásárlás (pénzügyi befektető által végrehajtott ügylet),
- törzsrészvény, elsőbbségi részvény,
- fordított fúziók (Reverse takeover: egy tőzsdére lépni szándékozó társaság tulajdonosi felvásárolnak egy, a már tőzsdén működő társaságot, ezután a vállalatukat összeolvasztják a tőzsdei céggel),
- squeezeout (a kisebbségi részvényesek több lépcsőben történő kiszorítása az új domináns részesedéssel rendelkező részvényes által az egyesülés során lásd EMIS, 2019; Halász, 2015, p.112),
- start-up cég felvásárlása,
- tőzsdei ügylet,
- stratégiai kivásárlás (olyan ügylet, amelyben egy stratégiai befektető szerzi meg a kiszemelt cég részvényeit),
- tender offer (közvetlenül a részvényeseknek tett felvásárlási ajánlat).

Ezzel a megoldással azért nem értünk egyet, mert a felsorolás a finanszírozástól kezdve a fizetési mód, az ajánlattétel, a lebonyolítás sajátosságai, a tranzakció célján át, a tulajdonosi szerkezetig rosszul strukturáltan tartalmaz jellemzőket (miközben tehát esetenként maximum három jellemzőt közöl az adatbázis, a felsorolás nem csoportosítható be három kategóriába), ezért úgy véljük, hogy ez a rendszerezés adat- és információvesztést okozhat.

Milyen további másodlagos kategóriákat lehetne még használni? A 2. táblázatban összegyűjtöttünk olyan csoportosítási szempontokat, amelyeket már magyar vagy külföldi kutatásokban alkalmaztak. A corporate finance szakkönyvek (akár teljes egészében az M&A-val foglalkoznak, akár csak egy fejezetet szentelnek az M&A tranzakcióknak), általában a felvásárlás iránya szerinti kategóriákat közlik, mint horizontális, vertikális és konglomerátum típusú M&A-ügyletek. Ahogyan azt az előző fejezetben közöltük, ezeket a jellemzőket a GVH versenyhatározatainak elemzése alapján meghatározhatjuk.

A tulajdonosi háttér tekintetében a tulajdonosi szerkezet koncentrátsága (pl. Köke, 2001; Papp & Tóth, 2006; Carline et al., 2009), valamint a tulajdonosok hazai vagy külföldi kötődése (Papp & Tóth, 2006) jelenti a vizsgálatok fókuszát.

Az ágazatok, szektorok, tevékenységi kör szerinti csoportosítás is gyakran előfordul az M&A-kutatásokban, amelyet azzal magyarázhatunk, hogy a vállalatok működ-

dési feltételei eltérőek az egyes szektorokban és ágazatokban, ezért a kutatók azonos szektorokba, ágazatokba sorolják a vállalatokat (Virág et al., 2013). Amennyiben a kutatásunk célja az M&A-tranzakciók pénzügyi elemzése, akkor az ágazati jellemzők szerinti csoportosításnál vegyük figyelembe azt, hogy a pénzügyi vállalkozások és a hitelintézetek éves beszámolási kötelezettségét nem a számviteli törvény, hanem a 250/2000. (XII. 24.) Kormányrendelet szabályozza, ami azt jelenti, hogy ezeknek a társaságoknak eltérő a közzé tett éves beszámolójuk, a többi ágazatban működő vállalathoz képest.

2. táblázat

Kategorizálási szempontrendszer

A lehetséges másodlagos szempontok és alkategóriák	A szempontok és alkategóriák előfordulása egyes M&A-kutatásokban
Felvásárlás iránya (horizontális, vertikális, konglomerátum)	Stephan & Lindstädt (2006)
Ágazat, szektor, tevékenységi kör (a vizsgált ország ágazati kategóriái szerint)	Di Guardo et al. (2013), Ellwanger & Boschma (2013)
Földrajzi, területi kategória (nemzeti és (világ)régiók)	Chakrabarti & Mitchell (2011), Calderón et al. (2002), Balogh (2006), Klimek (2014)
Tulajdonosi szerkezet (külföldi/hazai; koncentrált/ szétaprózódott)	Köke (2001), Carline et al. (2009), Papp & Tóth (2006)
Fizetés (készpénz, adósságrészvény-csere, eszköz swap)	Rahman & Lambkin (2015), Szabó & Szűcs (2014), Moschieri & Campa (2013)
Tranzakció módja (aukció, EBO, MBO, fordított fúzió, squeezeout, tender offer, tőzsdei ügylet)	Moschieri & Campa (2013), Schlingemann & Wu (2015)
Cégméret	Alexandridis et al. (2011), Köke (2001), Burghardt & Helm (2015)

Forrás: saját szerkesztés szekunder kutatás alapján

A 2. táblázatban közölt szempontok és kategóriák tovább bővíthetők, bonthatók az elemszámok, a kutatói célkitűzés és a statisztikai elemzés követelményeinek figyelembevételével, például: a „tranzakció célja” szempont, amelynek alkategóriáit összeállíthatjuk az EMIS adatbázisra alapozva, mint start-up cég felvásárlás, portfólió és stratégiai kivásárlás, eszközfelvásárlás. További lehetőségként tekinthetünk a finanszírozás szempontjára és alkategóriáira (például: LBO, átváltoztatható részvény, részvénykibocsátás).

A dolgozatunk következő kihívása a közreadott szempontrendszernek a magyarországi esetekkel történő alkalmazása, ezért a továbbiakban részletesen ismertetjük az általunk létrehozott adatbázisokat.

## Az alkalmazott adatbázisok összeállításának lépései

A GVH versenyhatározatai tartalmaznak információkat a fuzionáló vállalatok számától kezdve a kiszabott kése-

delmi bírságokig bezárólag. A kutatásunk alapját ezért a GVH honlapján fellelhető 864 határozat elemzése jelenti. A vizsgálatunk kiterjed a GVH által 1997 és 2018 között engedélyezett összes M&A elemzésére.

A versenyhivatal azonban nem vizsgál minden ügyletet, ugyanis a vállalkozások összefonódásához a GVH-tól csak akkor kell engedélyt kérni: „...ha valamennyi érintett vállalkozáscsoport, vagy azon tagjai előző üzleti évben elért nettó árbevétele együttesen a 15 milliárd 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” (1996. évi LVII. törvény VI. fejezet. 23. § (1)). Az összefonódások nem csak a GVH által lehetnek engedélykötelesek. Az ún. közösségi léptékű összefonódások engedélyezése nem a nemzeti versenyhatóságok, hanem az Európai Bizottság hatáskörébe tartozik. Ezek a fúziók addig nem jöhetnek létre, amíg a Bizottság nem nyilvánítja azt a „belső piaccal összeegyeztethetőnek”, amely azt jelenti, hogy a létrejött egyesült vállalat nem képes akadályozni a versenyt az európai piacon (az Európai Unió Tanácsa 139/2004/EK Rendelete). A közösségi léptékű összefonódások elemzése nem képezi a vizsgálatunk tárgyát.

A GVH versenyhatározataiból következő jellemzőket gyűjtöttük:

- a felvásárló vállalatok és a céltársaságok cégnevei,
- a tranzakciók működésének ágazati jellemzői: a GVH piaci koncentrációs vizsgálatot kizárólag az ún. érintett termék- és szolgáltatáspiacokon végzi el, de az érintett piacok szerint történő csoportosítás túl széles skálát jelent (pl. palackos PB-gáz piac, húsipari szárazáru piac), ezért az ágazati kategorizáláshoz a 2008. évi TEÁOR (Tevékenységek Egységes Ágazati Osztályozási Rendszere) szektoronkénti besorolásait javasoljuk alkalmazni,
- az M&A-ügylet iránya (horizontális, vertikális és konglomerátum): a GVH határozataiban elemzi azt, hogy a végrehajtani kívánt tranzakciónak milyen várható horizontális, vertikális és konglomerátum hatásuk lehet, és ez alapján dönt a tranzakció engedélyezéséről; horizontális ügylet esetén olyan vállalatok egyesülnek, amelyek egymással helyettesíthető termékeket és szolgáltatásokat állítanak elő, míg a vertikális tranzakciók során az ellátási láncok különböző szintjein működő vállalatok egyesülnek; a konglomerátum típusú tranzakciók olyan vállalatok egyesülését jelenti, amelyek különböző iparágakban termelnek (Bishop & Walker, 2010),
- a megvásárolt részesedések (üzletrészek és részvények, attól függően, hogy vajon korlátolt felelősségű társaságról vagy részvénytársaságról van szó) és eszközök,
- a felvásárló vállalatok és céltársaságok székhelyei. A versenyhatározatok tartalmazzák a cégek székhelyeit. A székhelyekből azonban nehéz meghatározni azt, hogy az adott társaság melyik országhoz kötődik, amelyet a következő hivatkozás is alátámaszt:

„A legnagyobb transznacionális társaságok alapvető funkcióik (pénzügyek, értékesítési bázisok, menedzsment stb.) nemzetközi szétterítésével több bázisországgal is kapcsolatba kerülhetnek, részvényeseik is sokkal nemzetközibbek. A globalizációs folyamat is módosította a hagyományos nemzeti lobogó jelentőségét a bázisország kormánya és a társaságok viszonyában” (Simai, 2007, p. 326). Mindezek ellenére a székhely adatokat is fel tudjuk használni a további elemzésünkben. A javasolt és alkalmazott csoportosítást az empirikus részben közöljük.

A versenyhatározatok elemzéséből bár számos hasznos információt nyerhetünk, azonban nem tartalmaznak információkat az adott ügylet értékéről (felvásárlási árról), a részvényárfolyamokról és egyéb jellemzőkről (pl. ellenséges vagy barátságos felvásárlásról, fizetési módjáról stb.). A GVH mellett információforrást jelentenek a Thomson egyedi és a PwC összegzett adatai is. Sem a Thomson, sem pedig a PwC nem közli az adatok forrását, a kiválasztás és a feldolgozás módszereit (Vincze, 2009), emiatt arról sincs tudomásunk, hogy a közölt adatok mennyiben reprezentatívak. A rendszerezéshez szükséges még egy adatbázist létrehozni a felvásárló cégek és a céltársaságok éves beszámolóí alapján, amelyet a következő fejezetben ismertetünk.

## Empirikus eredmények

Ebben a fejezetben kategorizáljuk a magyar jogi és gazdasági környezetben létrejött 864 esetet a javasolt rendszerezési eljárás alapján. A csoportosítás előtt az M&A-esetek 'adatredukcióját' ajánljuk, amelynek lépéseit az alábbiakban közöljük. Az adatredukciót és a kategorizálást együtt ábrázoljuk a 3. táblázatban.

Ahogy az az előző fejezetben közöltük, a GVH versenyhatározataiból gyűjtöttük a felvásárló cégek székhelyeit is, amelyből információhoz juthatunk az M&A-ügyletek térbeli jellemzőiről. A magyar székhelyű felvásárló társaságok mellett, külföldi székhelyű cégek is végrehajtanak olyan felvásárlásokat, amelyek GVH által engedélykötelesek. Az adatredukció első lépéséhez a területi jellemzők (cégek székhelyei) alapján az alábbi három kategóriába történő szelekciót javasoljuk:

Azt az esetet, amikor egy külföldi vállalkozás felvásárol egy magyarországi székhelyű céltársaságot, határon-átnyúló fúzióknak és felvásárlásnak (Cross-Border Mergers and Acquisitions: CBM&A) nevezzük. Ilyen tranzakcióra példa az Itochu Logistics Corporation által megszerzett magyar Eurasia Logistic Kft. 2015-ben megvalósult esete (GVH Vj/96-11/2015. jelű határozata, 2015).

A külföldi székhelyű felvásárlások különleges típusa a „globális M&A”, amikor kettő olyan külföldön működő vállalat fuzionál, illetve vásárolja fel az egyik a másikat, amelyeknek vagy árbevételük keletkezett Magyarországi területén történő áruértékesítésből, vagy léteznek leányvállalataik Magyarországon is, ezért szükséges a GVH eljárását lefolytatni. Az amerikai Integrated Device Technology Inc. céltársaság, a tokiói székhelyű Renesas Elect-

ronics Corporation által történő 2018. évi felvásárlása is egy globális M&A, mivel az egyesülő cégek magyarországi vállalatai is összeolvadtak (GVH VJ/35-10/2018. jelű határozata, 2018).

A harmadik és legnagyobb kategóriát a magyarországi székhelyű felvásárló és céltársaságok közötti ügyletek jelentik. Amíg az előző kettő kategóriánál egyértelmű, hogy a felvásárló külföldi tulajdonú, ez a harmadik kategóriánál nem (a tulajdonosi háttér megállapítása meglehetősen bonyolult kutatási feladat, amely meghaladja ennek a tanulmánynak a célkitűzéseit).

A területi szempontok elemzése alapján a következő eredményeket kaptuk. A vizsgált időszakban 213 globális M&A tranzakció fordult elő, vagyis az esetek 25 százalékában a felvásárlást kezdeményező társaságnak és a céltársaságnak is külföldön volt a székhelye, azonban a magyarországi egységeik is összeolvadtak. A 864 M&A tranzakcióból 154 eset volt CBM&A. A magyarországi székhelyű vállalatok által végrehajtott felvásárlások a vizsgált időszakban 57 százalékos részesedéssel (497 eset) rendelkeznek. Azt tapasztaljuk tehát, hogy minden évben a magyarországi székhelyű vállalatok felvásárlásai domináltak. A területi jellemzőket nem csupán önmagukban hasznosíthatjuk, hanem felhasználjuk a további kategorizáláshoz: a vállalatok pénzügyi beszámolóí és az azokhoz történő hozzáférés országonként eltérő, megnehezítve így a (pénzügyi) összehasonlítást. A dolgozatunk második részében javasolt kategorizáláshoz szükségesek a közzétett éves beszámolók is, amelyek a második adatbázisunkat képezik. A külföldi (CBM&A és a 'globális fúziók') felvásárló társaságok éves beszámolóinak az összegyűjtéséhez számos ország különböző adatbázisaihoz kellene hozzáféréssel rendelkezünk. Az Igazságügyi Minisztérium Céginformációs és az Elektronikus Cégeljárásban Közreműködő Szolgálat által működtetett e-beszámoló portálról a magyarországi székhelyű cégek beszámolóit lehet lekérni. A külföldi cégek éves beszámolóinak összegyűjtésére ebben a kutatásban nem vállalkozunk, ezért az adatredukciót és a kategorizálást a magyarországi székhelyű esetekkel folytatjuk, amelyeknek az éves beszámolóíhoz hozzáférünk.

Az adatredukció következő lépésében a vizsgált időszak mentén javasoljuk további esetek kizárását. Ennek a lépésnek a megértéséhez a következő számviteli információkat vegyük figyelembe: Magyarországon a 2000. évi számviteli törvény és annak módosításai szerint a vállalkozások beszámolási kötelezettsége hatféle lehet: éves beszámoló, egyszerűsített éves beszámoló, mikrogazdálkodói egyszerűsített éves beszámoló, egyszerűsített beszámoló, konszolidált éves beszámoló és 2016-tól IFRS szerinti beszámoló.

A vizsgált periódusban többször változott a számviteli törvény alapján az éves beszámoló felépítése, amely megnehezíti a több évet tartalmazó adatsorok felállítását. A második adatbázis összeállítása során azt tapasztaltuk, hogy a 2006-os évet megelőzően az éves beszámolók egy része (technikai értelemben) viszonylag rossz minőségben érhető el. Mindennek hátterében törvényi változások álltak: A 2006. évi V. törvény a cégnylilvánosságról, a bírósá-

A javasolt adatredukciós és rendszerezési eljárás alkalmazása a magyar eseteken

Összes eset száma	864 GVH által engedélyköteles M&A-tranzakció 1997–2018 között														
Adatredukció	213 Globális M&A	154 CBM&A	497 Magyar székhelyről megvalósított M&A												
			247 M&A 1997–2005 között	250 M&A 2016–2018 között											
			17 M&A állami tulajdonú cégek által 21 M&A-ügylet egyszerre több felvásárló társasággal 25 M&A-ügylet 'rendszeres' felvásárló cégek által												
Javasolt kategóriák				13 Cégfelvásárlás			129 Irányításszerző ügylet			45 Eszközfelvásárlás					
Másodlagos kategória				Horizontális: 9	Vertikális: 1	Konglomerátum: 1	Vegyes: 2	Horizontális: 69	Vertikális: 10	Konglomerátum: 14	Vegyes: 36	Horizontális: 34	Vertikális: 5	Konglomerátum: 2	Vegyes: 4
<i>például:</i> a felvásárlás iránya															

Forrás: saját szerkesztés és számítás a GVH versenyhatározatainak elemzése alapján

gi cégeljárásról és a végelszámolásról 18. § (1) bekezdése szerint: „A cégnek a számviteli törvény szerinti beszámolót elektronikus úton, személyre szabott ügyintézési felület útján kell a céginformációs szolgálat részére megküldeni; ennek során nincs helye a papíralapú beszámoló képi formátumú elektronikus okirattá történő átalakításának.”

Ha a kutatási célunk nem pénzügyi jellegű és emiatt nem szükséges az éves beszámoló teljes körű elemzése, hanem az elemzésünk választott eszköztára interjú sorozat, kérdőívzés, akkor azzal szembesülhetünk, hogy az időben távoli tranzakciók által érintett felvásárló társaságok, egyesült cégek korábbi menedzsmentjét, vezető tisztségviselőit nem tudjuk elérni. Mindezen kutatási korlátok miatt az elemzésünket a 2006 és a 2018 közötti időszak 250 esetének elemzésével folytatjuk. A javasolt kategorizálás előtt még további eseteket lehet kiszűrni: A GVH által engedélykötelesek lehetnek a Magyar Nemzeti Vagyonkezelő Zrt. és az állami tulajdonú vállalatok tranzakciói is. A javasolt kategóriák alkalmasak ezeknek az eseteknek a rendszerezésére is, azonban dolgozatunk a nagyobb csoportot jelentő, privát tulajdonú cégek elemzésére fókuszál.

Az utolsó adatredukció keretében azokat az eseteket javasoljuk elkülöníteni, amelyben a felvásárló cég a vizsgált időszakon belül egynél több alkalommal is végrehajtott felvásárlást (például a Magyar Telekom Nyrt. 2006 és 2015 között 9 felvásárlást valósított meg), ugyanis ekkor az egyes tranzakciók szinergiái vagy disz-szinergiái összeadódnak, vagy ellenkezőleg, semlegesíthetik egymás hatásait. Az ilyen eseteket, amelyekből 2006 és 2018 között 25 jött létre, esetanalízis, esettanulmány-elemzés keretében javasoljuk vizsgálni, hasonlóan azt a 22 esetet is, amelyekben egyszerre több felvásárló vállalat vett részt.

Elérkeztünk a második fejezetben javasolt kategorizáláshoz, amelynek keretében 187 M&A esetet négy kategóriába rendszerezünk. Ahogyan azt már korábban jeleztük, egy adott eset besorolásához szükséges nemcsak a GVH határozatának elemzése, amely tájékoztat a felvásárlás tárgyáról, hanem az e-beszámolóról letölthető éves beszámolóé, különös tekintettel annak kiegészítő mellékletére. A GVH versenyhatározataiból gyűjtött 'megerzszerzett részesedések' vizsgálata ugyanis nem elegendő annak eldöntéséhez, hogy vajon az adott felvásárló társaság cégfelvásárlást, vagy irányításszerző felvásárlást hajtott végre. Ezt a következő példával illusztráljuk: Egy céltársaság 100 százalékanak megvásárlása egyszerre jelenthet cégfelvásárlást és irányításszerző M&A-ügyletet is. Itt arra a konkrét információra van szükségünk, hogy a céltársaság az M&A-ügyletet követően vajon beolvadt-e a felvásárló társaságba. Az éves beszámolók kiegészítő mellékleteinek vizsgálatai jelentenek megoldást a pontos rendszerezésre, mivel a kiegészítő mellékletek közölték azt, hogy a felvásárolt céltársaság mikor olvadt be a felvásárló társaságba. Az eszközfelvásárló cégek azonosítása a GVH versenyhatározata alapján elegendő, tehát nem szükséges az e-beszámoló portálon a társaságokat külön ellenőrizni. Az egyes esetek rendszerezése során fűzőkat nem azonosítottunk, ezért ezt a kategóriát nem jelöltük a 3. táblázatban.

A 3. táblázatban láthatjuk a felvásárlás iránya szempont szerint történő besorolások eredményeit is. A beolvadás, az irányításszerző és az eszközfelvásárlás csoportokon belül is a horizontális ügyletek domináltak. A 2000-es évek közepétől kezdődően egyre gyakrabban fordultak elő 'vegyes' típusú ügyletek, amelyeknek horizontális, vertikális és/vagy konglomerátum jellegük egyaránt volt. Az

esetek többségében csak két kategória hatása jelent meg egyidejűleg, de volt néhány olyan M&A-eset, amelynek egyaránt volt horizontális, vertikális és/vagy konglomerátum jellege is.

A javasolt rendszerezés lépéseit összefoglalásaképpen közreadjuk egy M&A-eset azonosításával szemléltetve a 4. táblázatban, amelyben minden szükséges információt ismeretünk az M&A-esetek azonosításához, rendszerezéséhez.

4. táblázat

Egy M&A-eset azonosítása, kategorizálása a közölt szempontrendszer alapján

GVH döntésének ügyszáma		VJ/43/2017.			
Információ		A vizsgált cég vonatkozásában		Információ forrása	Információ alkalmazása
1.	Tranzakció éve	2017		GVH versenyhatározat	Adatredukcióhoz szükséges információ
2.	Felvásárló neve	DIGI Távközlési és Szolgáltató Kft.	Magyar székhelyről megvalósított M&A,  CBM&A,  Globális fúzió	GVH versenyhatározat	Adatredukcióhoz szükséges információ
3.	Céltársaság neve	Invitel Távközlési Zrt.		GVH versenyhatározat	
4.	Felvásárló székhelye (Magyarországon vagy külföldön)	Magyarországon		GVH versenyhatározat	
5.	Céltársaság székhelye (Magyarországon vagy külföldön)	Magyarországon		GVH versenyhatározat	
6.	A felvásárló tulajdonosi háttere	Állami/privát		Magyar Nemzeti Vagyonkezelő Zrt.	Adatredukcióhoz szükséges információ
7.	A felvásárló végrehajtott-e a vizsgált időszakban egynél több ügyletet?	Nem/igen (esetek száma)		GVH versenyhatározatok	Adatredukcióhoz szükséges információ
8.	A felvásárló egyedül vagy több céggel együtt nyújtotta be az engedélykérést a céltársaság megvásárlására?	Egyedül/További cégekkel		GVH versenyhatározat	Adatredukcióhoz szükséges információ
9.	Felvásárlás tárgya	Üzletrész, <u>részvény</u> vagy eszköz		GVH versenyhatározat	Javasolt kategorizáláshoz (Cégfelvásárlás, irányítás-szerző ügylet, eszközfelvásárlás)
10.	Ha nem eszköz-felvásárlás, akkor a céltársaság önálló maradt vagy beolvadt a felvásárló vállalatba?	Önálló maradt, Beolvadt		Éves beszámoló Kiegészítő melléklete	
11.	A tranzakció iránya (Horizontális, vertikális, konglomerátum, vegyes)	Vegyes (A GVH horizontális és vertikális hatásokat is azonosított)		GVH versenyhatározat	Másodlagos kategorizáláshoz
12.	Nemzetgazdasági ág	Felvásárló	Információ, kommunikáció	GVH versenyhatározat	Másodlagos kategorizáláshoz
		Céltársaság	Információ, kommunikáció		
13.1.	A felvásárló tulajdonosi szerkezet koncentráltasága	Van-e domináns (50%+) tulajdonos (szavazati arány alapján)? Igen/Nem		Privát információk, GVH versenyhatározat, külföldi adatbázisok (pl.Thomson)	Másodlagos kategorizáláshoz
13.2.	A céltársaság tulajdonosi szerkezet koncentráltasága	Van-e domináns (50%+) tulajdonos (szavazati arány alapján)? Igen/Nem			Másodlagos kategorizáláshoz
14.	Cégméret	Felvásárló	Nagyvállalat	Éves beszámoló	Másodlagos kategorizáláshoz
		Céltársaság	Nagyvállalat		

Forrás: saját szerkesztés

Megjegyzés: A finanszírozás, a fizetés és a tranzakció módja szempontok azért nem szerepelnek a táblázatban, mert nem rendelkezünk a szükséges információkkal.

## Összegzés

Munkánk elsősorban a magyarországi M&A-ügyletek elemzési eszköztárának bővítéséhez kíván hozzájárulni az M&A-szakirodalom kritikájára építve egy kategorizálási szempontrendszer felállításával. Ahhoz, hogy bármely M&A-kutatásban megalapozott eredményeket kapjunk, fontos a kategorizálás pontossága, mivel a 'kevert' eseteket tartalmazó csoportok elfedhetik a tényleges kategóriák M&A-ügyleteinek valós eredményeit, szinergiáit. A statisztikai vizsgálatokat a javasolt eljárás nem zárja ki, az elvégzett kategorizálást követően a statisztikai szoftver és a klasszifikációs eljárások – természetesen az esetszámok függvényében – a másodlagos kategóriák kialakításában szerepet kaphatnak. A kutatómunka folyamán a létrejött 864 esetet egyesével vizsgáltuk a közölt szempontok szerint. A javasolt kategóriákba történő besoroláshoz egy újabb adatbázist készítettünk a 142 cégfelvásárló és irányításszerző vállalkozások elemzésével. A közölt eredményeink azt mutatják, hogy az 1997 és a 2018 közötti időszakban jelentős a külföldi felvásárlások aránya. A 2006 és 2018 közötti időszak részletesebb elemzése alapján megállapítjuk, hogy napjainkban az irányításszerző ügyletek dominálnak, szemben a cégfelvásárlásokkal. A kapott eredmények indoklására megemlíthetjük a második fejezetben közölt motivációkat (például a beolvadás működési szinergiái, vagy az önállóbb működés előnyei), azonban a konkrét magyarázatok feltárása egy következő tanulmány célkitűzését jelenti.

A dolgozatban közölt módszert bár a GVH versenyhatározatainak elemzéséből készült adatbázison teszteltük, a javasolt kategóriák és rendszerezés nem csak abban az esetben használható, hogy ha a szerző a GVH honlapján közölt versenyhatározatokból állítja össze a szükséges adatbázist.

Az adatbázis elkészítése és az M&A-esetek kategorizálását követően a kutatás következő szakasza az egyes M&A-tranzakciók pénzügyi elemzése lehet, például vállalatértékelési modellekkel. Bár a cégértékelési eljárások, modellek többsége az amerikai számviteli szabályok és kimutatások alapján készültek, már megjelentek a magyar szakirodalomban a hazai számviteli rendszerre adaptált modellek is (Takács, 2015), ezért az értékelés elkészítése remélhetőleg a kutatóknak könnyebb feladat lehet, mint az adatbázisok összeállítása és az esetek kategorizálása.

## Felhasznált irodalom

- Acuris Global (2019). *Value of Merger and Acquisition (M&A) deals in Europe from 2007 to 2018*. Statista. Retrieved from <https://www.statista.com/statistics/408938/value-of-european-merger-and-acquisition-deals/>
- Akhigbe, A., Madura, J. & Spencer, C. (2004). Partial Acquisitions, Corporate Control and Performance. *Applied Financial Economics*, 14(12), 847–857. <https://doi.org/10.1080/09603100410001685349>
- Alexandridis, G., Fuller, K.P., Terhaar, L., & Travlos, N.G. (2011). Deal Size, Acquisition Premia and Shareholder

- Gains. *Journal of Corporate Finance*, 20(1), 1–13. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1782930>
- Balaton, K., Hortoványi, L., Incze, E., Laczkó, M., Szabó, Zs.R., & Tari, E. (2014). *Stratégiai menedzsment*. Budapest: Akadémiai Kiadó.
- Balogh, Cs. (2006). *A határon átívelő akvizíciók és fúziók sikerességét meghatározó tényezők vizsgálata* (PhD-értekezés). Budapest: Budapesti Corvinus Egyetem.
- Bishop, S., & Walker, M. (2010). *Az Európai Közösségi versenyjog közgazdaságtana*. Gazdasági Versenyhivatal. Budapest: Versenykultúra Központ.
- Brakman, S., Garretsen, H., & Marrewijk, C. (2006). *Cross-border Mergers and Acquisitions: The Fact as a Guide for International Economics*. München: Cesifo Working Paper, 1823. <https://doi.org/10.1016/B978-075068289-3.50004-6>
- Bruner, R.F. (2004). *Applied Mergers and Acquisitions*. Hoboken: Wiley.
- Burghardt, D., & Helm, M. (2015). Firm Growth in the Course of Mergers and Acquisitions. *Small Business Economics*, 44(4), 889–904. <https://doi.org/10.1007/s11187-014-9624-y>
- Calderón, C., Loayza, N., & Servén, L. (2002). *FDI In Old vs New Assets: Does The Distinction Matter?* Washington, DC: World Bank.
- Carline, N. F., Scott, L. C. & Yadav, P. K. (2009). Operating Performance Changes Associated with Corporate Mergers and the Role of Corporate Governance. *Journal of Banking & Finance*, 33(10), 1829–1841. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2009.03.012>
- Chakrabarti, A., & Mitchell, W. (2013). The Persistent Effect of Geographic Distance in Acquisition Target Selection. *Organization Science*, 24(6), 1805–1826. <https://doi.org/10.1287/orsc.1120.0811>
- Damodaran, A. (2006). *A befektetések értékelése*. Budapest: Panem Kiadó.
- Di Guardo, M. C., Marrocu, E., & Paci, R. (2013). The Concurrent Impact of Cultural, Political, and Spatial Distances on International Mergers and Acquisitions. *Working Paper Series CRENoS*, 8(4), 1–29. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2271594>
- Ellwanger, N., & Boschma, R. (2013). Who acquires whom? The Role of Geographical Proximity and Industrial Relatedness in Dutch Domestic M&As between 2002 and 2008. *Papers in Evolutionary Economic Geography*, 40(1319). <https://econpapers.repec.org/paper/eguwpaper/1319.htm>
- EMIS (emis.com)
- GVH Vj/96-11/2015. jelű határozata 2015
- GVH VJ/35-10/2018. jelű határozata 2018
- Halász, V. (2015). *Érdekek és értékek az Európai Unió és az Egyesült Államok vállalatfelvásárlási szabályozásában* (PhD-értekezés). Pécs: PTE ÁJK.
- Haspeslagh, P. C., & Jemison, D. (1991). *Managing Acquisitions: Creating Value Through Corporate Renewal*. New York: The Free Press.
- Igazságügyi Minisztérium Céginformációs és az Elektronikus Cégeljárásban Közreműködő Szolgálat

- Klimek, A. (2014). Results of Cross-Border Mergers and Acquisitions by Multinational Corporations from Emerging Countries. *Eastern European Economics*, 52(4), 92–104.  
<https://doi.org/10.2753/EEE0012-8775520404>
- Köke, J. (2001). *Determinants of Acquisition and Failure: Stylized Facts and Lessons for Empirical Studies. Discussion Paper*, No.01-30. Mannheim: Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung.  
<https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.358320>
- Lasserre, P. (2003). *Global Strategic Management*. Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- Miskolczi, B. P. (2003). *A versenytörvény magyarázata*. Budapest: KJK Kerszöv Kiadó.
- Miller Jr., E. L. (2011). *Mergers and Acquisitions: A Step-by-Step Legal and Practical Guide*. Hoboken: Wiley.
- Moschieri, C., & Campa, J.M. (2013). New Trends in Mergers and Acquisitions: Idiosyncrasies of the European Market. *Journal of Business Research*, 67(7), 1478–1485.  
<https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2013.07.018>
- Papp, T., & Tóth, K. (2006). *Vállalatfelvásárlások és – összeolvadások, mint az értékteremtés eszközei*. Budapest: Versenyképességkutató Központ.
- Petitt, B., & Ferris, K. (2013). *Valuation for Mergers and Acquisitions*. New Jersey: Pearson Education Publishing.
- Rahman, M., & Lambkin, M. (2015). Creating or Destroying Value through Mergers and Acquisitions. A Marketing Perspective. *Industrial Marketing Management*, 46(2), 24–35.  
<https://doi.org/10.1016/j.indmarman.2015.01.003>
- Rechnitzer, J. (1998). *A privatizáció regionális összefüggései*. Budapest: Kulturtrade Publisher.
- Schlingemann, F., & Wu, H. (2015). Determinants and Shareholder Wealth Effects of the Sales Method in Acquisitions. *Journal of Banking & Finance*, 59(7), 469–485.  
<https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2015.06.017>
- Simai, M. (2007). *A világ gazdaság a XXI. század forgatógépében*. Budapest: Akadémiai Kiadó.
- Snow, B. (2011). *Mergers and Acquisitions for Dummies*. Indianapolis: Wiley.
- Stephan, K. H. G., & Lindstädt, H. (2006). Horizontal and Vertical Takeover and Sell-off Announcements: Abnormal Returns Differ by Industry. *Corporate Ownership & Control*, 3(2), 23–31.  
<https://doi.org/10.22495/cocv3i2p3>
- Szűcs, B. Á., & Szabó, A. (2014). IPO-k vállalatfelvásárlási céllal. Helyzetkép Kelet-Közép-Európában. *Pénzügyi Szemle*, 59(1), 93–108.
- Takács, A. (2015). *Vállalatértékelés magyar számviteli környezetben*. Budapest: Perfekt Gazdasági Tanácsadó Oktató és Kiadó Zrt.
- Vincze, P. (2009). Vállalatfelvásárlások egy kialakuló piacon. *Közgazdasági Szemle*, 56(1), 69–83.
- Virág, M., Kristóf, T., Fiáth, A., & Varsányi, J. (2013). *Pénzügyi elemzés, csődjelölés, válságkezelés*. Budapest: Kossuth Kiadó.
1996. évi LVII. törvény a tisztességtelen piaci magatartás és a versenykorlátozás tilalmáról
2006. évi V. törvény a cégnyilvánosságról, a bírósági cégeljárásról és a végelszámolásról
2013. évi V. törvény a Polgári Törvénykönyvről Európai Unió Tanácsa 139/2004/EK Rendelet