

A PIACI MAGÁNBEFEKTETŐ ELVE AZ UNIÓS JOGGYAKORLAT TÜKRÉBEN

STAVICZKY PÉTER¹

Tárgyszavak: az állami támogatás fogalma, az előny fennállása, az állam piaci jellegű befektetései, az állam piaci befektetései állami társaságokban, a bírói felülvizsgálat korlátai a Bizottság összetett gazdasági elemzései tekintetében

1. Bevezetés

Az Európai Unió állami támogatási szabályi meghatározzák, hogy a tagállamok milyen módon nyújthatnak versenytorzító hatással bíró támogatásokat, illetve mely esetekben tilos ilyen eszközökhöz folyamodniuk. Az Európai Unió Működéséről szóló Szerződés (EUMSZ) 107. cikk (1) bekezdése² értelmében főszabály szerint tilos a támogatás nyújtása. A főszabály alóli kivételeket az EUMSZ egyes rendelkezései (pl. 93. cikk, 106. cikk (2) bekezdése, 107. cikk (2)-(3) bekezdései), illetve az azokon alapuló uniós állami támogatási joganyag tartalmazza.

Az állam pénzügyi intézkedéseinek állami támogatási szempontú vizsgálata tekintetében kiemelendő, hogy a 107. cikk (1) bekezdésében

¹ Magyarország Európai Unió mellett működő Állandó Képviselőtének állami támogatásokért felelős szakdiplomataja.

² „Ha a Szerződések másként nem rendelkeznek, a belső piaccal összeegyeztethetetlen a tagállamok által vagy állami forrásból bármilyen formában nyújtott támogatás, amely bizonyos vállalkozásoknak vagy bizonyos áruk termelésének előnyben részesítése által torzítja a versenyt, vagy azzal fenyeget, amennyiben ez érinti a tagállamok közötti kereskedelmet.”

foglalt feltételek együttes teljesítése során beszélhetünk állami támogatásról.

E feltételek:

- állami forrás felhasználása (állami bevételkiesés), államnak való betudhatóság,
- piacon meg nem szerezhető előny nyújtása valamely gazdasági tevékenységet végző vállalkozásnak,
- szelektivitás,
- a verseny torzításának veszélye fennáll és érintheti a tagállamok közötti kereskedelmet.

Amennyiben e feltételek közül egy nem teljesül, az intézkedés nem minősül versenyjogi értelemben állami támogatásnak,³ és nem tartozik az Európai Bizottság (Bizottság) engedélyezési fennhatósága alá sem. A tagállamoknak ennek következtében nem kell a Bizottság előzetes engedélyét kérniük az ilyen intézkedés megtétele előtt.

Az állami befektetések esetében majdnem minden esetben felmerül az állami támogatás gyanúja.

Az alábbi cikk egyrészt ismerteti az állami befektetések állami támogatási szempontú vizsgálatával foglalkozó joggyakorlat legfontosabb ítéleteit, másrészt gyakorlati útmutatót kíván adni az állam piaci befektetéseinek meghatározására, illetve bemutatja a magán, illetve állami tulajdonban lévő vállalatokba történő állami tőkeemelések állami támogatási szempontú megítélése közötti különbségeket.

2. Az állami tőkeemelések állami támogatási szempontú megítélése

Amennyiben egy tagállam egy vállalkozásban tőkét emel, az EUMSZ 107. cikk (1) bekezdésében található feltételek közül az állami forrás, a szelektivitás és a versenytorzítás, valamint a tagállamok közötti kereskedelem érintettsége teljesül (illetve az utóbbi kettő teljesülése jellemzően vélelmezhető). Az állami tőkeemelések állami támogatási szempontú vizsgálata ezekben az esetekben arra korlátozódik, hogy az érintett vállalkozás szerzett-e az állami beavatkozás során a piacon számára el nem érhető előnyt. Ennek eldöntésére az Európai Bizottság

³ Lásd a C-280/00. sz. Altmark Trans GmbH és Regierungspräsidium Magdeburg kontra Nahverkehrsgesellschaft Altmark GmbH ügyben hozott ítélet [EBHT 2003, I-7747. o.] 74. pontját és az ott hivatkozott gyakorlatot.

és az Európai Bíróságok joggyakorlata kialakította ún. magánpiaci befektető elvét (Market Economy Investor Principle, MEIP),⁴ amelynek segítségével adott esetben eldönthető, hogy a közsféra résztvevőinek tevékenysége a piacon meg nem szerezhető előnyt jelent-e az érintett vállalkozásnak,⁵ és ennek következtében az intézkedés állami támogatásnak minősül-e, vagy sem. Az elv alapján, amennyiben az állam hasonló módon jár el egy adott tőkebefektetés megtétele során, mint ahogyan azt egy racionális, profitszerzésre törekvő piaci szereplő is tette volna, nem beszélhetünk állami támogatásról, hiszen a tőkeemeléssel érintett vállalkozás nem szerzett előnyt az intézkedés révén.

Az elv alapja az EUMSZ 345. cikke, amely kimondja, hogy az uniós jog nem különbözteti meg a köz- vagy magántulajdont. A joggyakorlat szerint ebből következően a köz- és magánszereplők befektetéseit azonos módon kell megítélni.⁶

Tekintettel arra, hogy az elvet a joggyakorlat alakítja, az egyes ítéletekből kialakuló kép egy koherens, azonban időben változó fogalom, amely sok esetben csak analógia útján alkalmazható konkrét állami intézkedésekre. Az alábbiakban röviden összefoglalásra kerültek a joggyakorlat legfontosabb megállapításai a piaci magánbefektető elvének gyakorlati alkalmazását illetően.

A joggyakorlat alapján a befektetés által keletkeztetett, elvárt profitnak nem kell azonnal jelentkeznie, hiszen egyes ágazatokban a piaci befektetők is csak hosszabb távon remélhetnek megtérülést.⁷

Annak érdekében, hogy az adott állami intézkedés ne minősüljön támogatásnak, elegendő, ha az elvárt nyereség megfelel az állami intézkedéssel érintett adott ágazatra jellemző átlagos nyereségrátának, anélkül, hogy más, összehasonlítható helyzetű befektetőkhez képest

⁴ Az első erre vonatkozó ítéletek még 80-as évekből származnak. A 234/84. sz. Belgium kontra Bizottság ügyben [EBHT 1986, 2236. o.] és a 40/85. sz. Belgium kontra Bizottság ügyben [EBHT 1986, 2321. o.] hozott ítéletek.

⁵ Lásd a C-39/94. sz. Syndicat français de l'express international (SFEI) kontra La Poste ügyben hozott ítélet [EBHT 1996, I-3547. o.] 60. pontját.

⁶ Lásd a C-305/89. sz. Olaszország kontra Bizottság („Alfa Romeo”) ügyben hozott ítéletet [EBHT 1991, I-1433. o.].

⁷ Lásd a fent hivatkozott Alfa Romeo eset 19-20. pontjait, valamint a C-303/88. sz. Olaszország kontra Bizottság (ENI/Lanerossi) ügyben [EBHT 1991, I-1433. o.] hozott ítélet 21. pontját.

nagyobb kockázatvállalására kerülne sor.⁸ Természetesen az elv alkalmazása megköveteli, hogy az állam törekedjen a nyilvánvaló nyereségszerzési lehetőségek kihasználására.⁹

Az államnak egy racionális (prudens) befektető magatartását kell követnie, aki megalapozottan, a beszerezhető információk legteljesebb körének ismeretében hoz befektetési döntést¹⁰ és csak akkor fektet be, amennyiben az megtérül, illetve a megtérülés kockázatát a várható profitfelár ellensúlyozza. Természetesen a Bizottság vizsgálata során szkeptikusabb, ha egy, az előző években rosszul teljesítő cégtől vár az állam megtérülést, mivel a racionális befektető is így tenne.

A racionális piaci befektetőhöz hasonló viselkedés bebizonyítása minden esetben a tagállamot terheli,¹¹ és természetesen könnyebb a bizonyítás, ha adott esetben magánbefektetők az állammal azonos feltételek mellett részt is vettek az ügyletben.¹² Azonban amennyiben alacsony (pár százalékos) a magánbefektetői részvétel, annak meggyőző ereje csökken.¹³ Szintén nem értékelhető a magánpiaci befektető elv szempontjából, ha a munkavállalók járulnak hozzá a tőkeemeléshez, mert őket más szempontok (munkahelyük megőrzése) vezérik. A magánbefektetők döntésének azonban az állami döntéssel együtt kell megszületnie¹⁴ (a joggyakorlat az angol 'concomittance', együttes elköteleződés kifejezést használja), a későbbi magánbefektetői részvétel önmagában nem zárja ki az állami támogatás létét.

⁸ Lásd a T-228/99. sz. WestLB kontra Bizottság ügyben hozott ítéletet [EBHT 2003, I-435. o.].

⁹ Lásd a T-228/99. sz. WestLB kontra Bizottság ügyben hozott ítéletet [EBHT 2003, I-435. o.].

¹⁰ Lásd a T-297/97. sz. Alitalia kontra Bizottság ügyben hozott ítéletet [EBHT 2000, II-3871. o.].

¹¹ Lásd a T-318/00. sz. Freistaat Thüringen kontra Bizottság ügyben hozott ítéletet [EBHT 2005, II-4179. o.].

¹² A Bizottság a Citynet Amsterdam döntésében 33%-nyi független magántőke jelenlétét elegendőnek találta az állami támogatás kizárására. (C53/2006. sz. ügy. HL L 247., 2008.09.16. 27. o.)

¹³ A T-358/94. sz. Air France kontra Bizottság ügyben hozott ítélet [EBHT 1996, II-2109. o.] 148–149. pontjai.

¹⁴ A C-301/87. sz. Franciaország kontra Bizottság ügyben hozott ítélet [EBHT 1990, I-307. o.] 40. pontja és a T-20/03. sz. Kahla Porzellan kontra Bizottság ügy [EBHT 2008, II-2305. o.] 254. pontja.

Az állam intézkedések magánbefektetői megítélése során az állami döntés idejének pillanatát kell vizsgálni, és az akkor rendelkezésre álló információkból kell kiindulni.¹⁵ Annak nincsen jelentősége, hogy évekkel később a befektetés valóban a tervezett nyereséggel járt, vagy egyáltalán nyereséges-e.

Az állami szervek vagy vállalatok a piacgazdasági elv betartása érdekében nem használhatják ki a státuszukból fakadó előnyöket (könnyebb forráshoz jutás, a csődeljárás kockázatának hiánya), vagyis az általuk elvárt profitot is a piacon elvárthoz kell igazítani, továbbá nem vehetik figyelembe az intézkedés közvetett pozitív hatásait, mint például a regionális fejlődés, a várható adóbevételek növekedése, a munkahelyteremtés, a szociális kiadások csökkenése, mivel döntése során ezeket egy magánbefektető sem vette volna figyelembe.¹⁶

Az elv értelmében eltérően kell megítélni egy állami befektető magatartását, ha új befektetés hajt végre, vagy ha a már meglévő vállalkozásában emel tőkét, mivel ez utóbbi esetben előfordulhat, hogy a befektetés célja egy már korábbi befektetés értékének 'megmentése'.¹⁷ Vagyis, ha az újabb befektetés önmagában nem eléggé nyereséges, azonban a korábban befektetett tőke védelme egy cég nyereségességének biztosításával vagy növelésével, indokolt lehet az állam részéről is. Ugyanebből a szempontból a piaci magánbefektető elvének alkalmazása azt is megköveteli, hogy az állami támogatásnak minősülő állami befektetéseket követő újabb állami befektetés csak akkor vizsgálható önmagában, ha célját és megtérülését tekintve 'elválasztható' a korábbi tőkeemelésektől.¹⁸ Egy ilyen elemzés során a legfontosabb értékelendő körülmények: a tőkeemelések kronológiája, célja és a cég várható anyagi helyzete az egyes döntésekkor.

¹⁵ Lásd a C-482/99. sz. Franciaország kontra Bizottság ügyben [EBHT 2002, I-4397. o.] és az a Cityflyer kontra Bizottság ügyben [EBHT 1998, II.757. o.] hozott ítéleteket.

¹⁶ Lásd a 234/84. számú Belgium kontra Bizottság (Meura) ügyben [EBHT 1986, 2263. o.], a C-278/02. sz. Spanyolország kontra Bizottság ügyben [EBHT 1994, I-4103. o.] és T-358/94. sz. Air France kontra Bizottság ügyben [EBHT 1996, II-02109. o.] hozott ítéleteket.

¹⁷ E tekintetben lásd Hans W. FRIEDERISZICK és Michael TRÖGE Competition Policy Newsletter 2006/1. számában megjelent cikkét.

¹⁸ A T-11/95 BP Chemicals Limited kontra Bizottság ügyben hozott ítélet [EBHT 1998, II-3238. o.].

A joggyakorlat szerint a Bizottságnak minden releváns tényezőt (pl. főbb pénzügyi mutatók, a cég eladósodottsági mutatója, várható kilátások a piacon, a cég piaci részesedése, likviditása stb.) értékelő komplex elemzést kell végeznie annak megállapítására, hogy az adott cég a piacról is hasonló feltételekkel szerzett volna-e forrást.¹⁹ Bizonyos veszteségi szint felett azonban a magánbefektető is inkább a felszámolást választaná (természetesen az állam közhatalmi oldalán felmerülő szociális költségek nem vehetők figyelembe)²⁰, és nem fektetne további forrásokat a cégbe.

3. Eltérések a MEIP magán- és állami vállalatok tekintetében történő alkalmazásában²¹

3.1. Az állami tőkejuttatások (tapasztalati) vizsgálata

A befektetések értékelése – általános felvetések

A piaci magánbefektetők csak abban az esetben hajtanak végre befektetést, ha annak várható bevételei meghaladják a befektetett tőke használdozati (hozamlehetőség) költségét (opportunity cost), vagyis azt a megtérülést, amelyeket a befektető elvár, amennyiben hasonló kockázattal járó befektetést hajt végre a tőkepiacon. Ez a megközelítés irányadó minden racionális és kockázatkerülő befektetőre. Ennek alapján néhány tisztázó gondolatot érdemes lefektetni:

1. A magánbefektető a befektetés összes hasznát a befektetés időpontjában becsüli meg. A befektetés előtti tervezett megtérülés igen eltérő lehet a tényleges haszontól.
2. A pénzpiacokon végrehajtott kockázatosabb befektetések nem csak siker esetén járnak nagyobb haszonnal, hanem általában is nagyobb átlagos hozamot hoznak. Ezért kockázatos befektetés esetén az ésszerűen gondolkodó magánbefektető a várható hasznot a pénzpiacokon elérhető, hasonló kockázattal rendel-

¹⁹ Lásd a WestLB ítélet 251. pontját.

²⁰ A C-278/92., C-279/92. és C-280/92. sz. Spanyolország kontra Bizottság (Hytasa) ügyben hozott ítélet [EBHT 1994, I-4103. o.] 22. pontja.

²¹ A fejezet Hans W. FRIEDERISZICK és Michael TRÖGE Competition Policy Newsletter 2006/1. számában megjelent cikkének felhasználásával készült.

kező befektetések minimális várható hasznához méri. Vagyis a kockázatos befektetéseknek magasabb a (használdozati) tőke-költsége.

3. Közgazdasági szempontból kizárólag a tőke használdozati költségét meghaladó haszonnal járó befektetések tekinthetők jövedelmezőnek. Alacsonyabb haszonnál a befektetés gazdaságilag nem jövedelmező, még akkor sem, ha pozitív számviteli eredménnyel jár.
4. Az elvárt haszonnak nem szükségszerűen kell közvetlenül a befektetésből vagy az érintett vállalatból származnia. Az ésszerűen gondolkodó befektető egy adott befektetésnél elfogadja az alacsonyabb megtérülést, ha e befektetés által más eszközökből magasabb bevételekhez juthat. A befektetők minden esetben egyértelműen meg akarják határozni ezeket az externáliákat és összességük hatásukat.
5. Egy befektetőt kizárólag a befektetés megtérülése érdekli. Vagyis a befektetés határjөvedelmezősége a vállalat részére és a vállalat számviteli jөvedelmezősége hasznos lehet a befektetőnek a bevételek meghatározásakor, de ezek alapvetően eltérő fogalmak.

Annak eldöntéséhez, hogy egy adott befektetés megfelel-e a MEIP-nek, a befektető által a befektetési döntés meghozatalakor a befektetésből ésszerűen várható átlagos haszon mértékét kell megbecsülni, és meg kell határozni a tőke használdozati költségét, vagyis azt a hasznot, amelyet egy hasonló kockázattal járó befektetéssel a pénzügyi piacokon el lehetett volna érni.

A befektetés elvárt átlagos hasznának megállapítása

A befektetés hasznát gyakran számviteli megtérülésként számítják ki, ahol a bevételeket elosztják a tőke (ROE), az eszközök (ROA) vagy a beruházás (ROI) könyv szerinti értékével. Azonban ezek a számviteli megtérülések²² általában nem tekinthetők a befektető által elvárt átlagos hozam helyes mérési módszereinek. Piaci befektetők alkalmazhat-

²² Létezik még néhány más, alternatív megközelítés, amelyek a hozzáadott gazdasági értéken (EVA) hozzáadott piaci értéken (MVA) vagy a lekötött tőke mértékén (ROCE) alapulnak.

ják ezeket a módszereket kisebb és könnyebben kezelhető befektetések értékelésekor, a menedzsmenttől kapott adatok felhasználásával. Azonban a számviteli hasznok kiszámítására évente kerül sor, és egy ésszerűen gondolkodó befektető a döntés meghozatalakor a projekt egész élettartalmát figyelembe veszi. Az éves szinten jelentkező hasznok átlagolása így helytelen eredményt adhat. A távoli jövőben jelentkező hasznokat felülértékelhetik, ami a befektetés jövedelmezőségének rossz megítélését okozhatja. Továbbá a számviteli adatok a múltra, a vállalat múltbeli helyzetére vonatkoznak, és ennél fogva inkább a cég teljesítményének utólagos értékelésénél, mint a befektetés várható eredményének előzetes meghatározásához használhatóak. A számviteli hasznok könnyen manipulálhatóak, azokat nagyban befolyásolja a vállalat számviteli politikája. Végül, de nem utolsó sorban, a befektetőket nem igazán a számviteli eredmények, hanem a pénzügyi haszon, vagyis a befektetésből kapott cash flow érdekli.

Valójában a befektetés átlagos éves hasznának meghatározására a leghatékonyabb módszer a befektetés belső megtérülési rátájának (IRR) kiszámítása. Az IRR nem az adott év számviteli bevételein alapul, hanem figyelembe veszi a jövőbeli cash flow áramlását, amelyet a befektető a projekt egész életciklusa alatt elvár. A jövőbeli cash flow áramlását alapul véve az IRR a következő egyenlettel számítható ki:

$$- \text{Befektetés} + \sum_{i=1, \dots, \infty} \frac{\text{ElvártCashFlow}_i}{(1 + \text{IRR})^i} = 0$$

Az IRR kiszámításának legfontosabb része a cash flow áramlásának helyes megbecslése. Tőkebefektetések esetében ez azt jelenti, hogy egy valós és részletes üzleti tervet kell az adott vállalkozásra kidolgozni. Az üzleti tervben szereplő bevételeket ezt követően cash flow számokká kell alakítani, figyelembe véve az olyan nem készpénz jellegű elemeket, mint az értékcsökkenés vagy a működő tőke változása.

Természetesen egy tőkebefektetés várható IRR-jét egy túl optimista vagy túl pesszimista üzleti terv nagyban befolyásolhatja. Ezért nagyon fontos, hogy az előrejelzés során használt alapvető felvételek (feltételezések) valóságosak legyenek. Ekkor lehet hasznos a számviteli haszon és számviteli arányok vizsgálata. Az előrejelzésben szereplő számviteli hasznoknak, növekedési rátáknak, árreseknek és mérlegmutatóknak

(balance sheet ratios) összhangban kell lenniük a vállalat múltbeli teljesítményével és az adott ágazat jellemező mutatóival (benchmark).

A gyakorlatban egy sor további probléma merül fel:

- A befektető által kapott cash flow osztalék formájában jelentkezik, és valójában ez érdekli a befektetőket a leginkább. Azonban az osztalékáramlást nehéz előre jelezni, mivel az nagyban függ a vállalat (osztalék) politikájától. Ezért az előrejelzéseket általában nem osztalék, hanem 'a befektetésből származó szabad készpénz' (free cash to equity, FCE) alapon végzik el. Az FCE lehetséges osztalékként fogható fel, csak az ügylet nyereségességétől függ.²³
- A tőkebefektetéseknek nincs pontosan meghatározható időbeli lejárata. Az elemzés behatárolása érdekében azonban a gyakorlatban a jövőbeli cash flow előrejelzések általában véges számú pénzügyi évre terjednek ki, általában 5 és 10 év közötti időszakra. Az ezt követő időszakban jelentkező bevételek figyelembevételénél azzal a feltételezéssel kell élni, hogy állandó aránnyal növekednek. Ezt az állandó arányt azonban nagyon körültekintően kell megállapítani, és tervezett hasznot érintő kisebb változásokat tudni kell igazolni. Amennyiben a befektetés várható haszna alapvetően a növekedési ráta megválasztásától függ, a részletes üzleti terven alapuló cash flow előrejelzést hosszabb időtartamra kell elvégezni.

A tőke használdozati költségének meghatározása

Az ágazati (megtérülési) adatok áttekintésével elméletileg megállapítható a legalacsonyabb átlagos haszon, amelyet egy piaci befektető elfogadna. Azonban a tőkebefektetésekre vonatkozó megfelelő viszonyítási

²³ A szabad cash flow a következőképpen definiálható: a várható bevételekből a cash flow fenntartásához és esetleges növeléséhez szükséges várható működési kiadások és a tőkeköltségek levonását követően megmaradt cash flow. A tőkearányos szabad cash flow (Free Cash Flow to Equity, FCFE) a cégtulajdonos rendelkezésére álló szabad cash flow-t jelenti, ami az osztalékfizetési-képesség és a befektetők tőkejövédelme lehetőségeinek mérésére szolgál. A diszkontált FCFE ezért megfelelő módja egy kezdeti életszakaszban lévő, és ezért még a piacon nem tevékeny vállalat tőkéje értékelésének, ahol még nem került sor osztalék kifizetésére.

alap nem lehet a múltbeli haszon, hanem csak 'jövőbe tekintő' haszon, amelyet a befektető hasonló kockázatú részvények tőzsdén történő megvásárlásakor elvár. Ez a haszon megbecsülhető például egy, a tőzsdén jegyzett cégekbe történő befektetés modellezésével. Ebben az esetben a vizsgált részvény ára tükrözni fogja a befektetés költségeit és a pénzügyi elemzők által készített szabad cash flow előrejelzésekkel megbecsülhető, a befektető által a befektetéstől elvárható bevételáramlást.

Azonban ezek a – vállalat tőkekölségének becslésére vonatkozó – módszerek igen megbízhatatlannak bizonyultak. Ezért a minimális elvárt hozam kiszámítása majdnem mindig az 'árfolyam-árazási modell'-l (Asset Pricing Model) történik. A fejlett pénzügyi elmélet több árfolyam-árazási modellt dolgozott ki, azonban a tőkebefektetések költségének általános meghatározása leggyakrabban a tőkepiaci árfolyamok modelljével (Capital Asset Pricing Model, CAPM) történik, amelyet Sharpe és Lintner dolgozott ki az 1960-as évek közepén.²⁴ A CAPM feltételezése szerint a kockázatos befektetések elvárt haszna a kockázatmentes befektetések megtérüléséhez adott kockázati prémiummal állapítható meg. A tökéletes tőkepiacon ez a kockázati prémium kizárólag a befektetés kiszámítható kockázataitól függ. Az elvárható haszon a következőképpen fejezhető ki:

$$E(R_i) = r_f + \beta_i * [E(R_m) - r_f]$$

Ahol:

$E(R_i)$ az i részvény elvárt hozama

r_f a kockázatmentes megtérülési ráta

β_i az i részvény bétája

$[E(R_m) - r_f]$ a piaci kockázati prémium.

Gyakorlatban a kockázatmentes megtérülési ráta értéke megközelíti az államkötvények hozamát. A vállalat tőkéjében a β értéke egy hivatásos elemzőtől szerezhető be, ha a cég tőzsdén jegyzett. Tőzsdén nem jegyzett vállalatok esetében a β a hasonló, tőzsdén jegyzett vállalatok β -inak közelítésével és a tőkeáttétel²⁵ kiigazításával állapítható meg. A piaci kockázati felár általában az államkötvények és a széles alapon

²⁴ W. F. SHARPE.: Capital Asset Prices A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. Journal of Finance, 1964/9. 425–442, J. LINTNER.: Prices, Risk and Maximal Gain from Diversification. Journal of Finance, 1965/12. 587–607.

²⁵ Egy vállalat eladósodottságának mértéke.

vett piaci index korábbi megtérüléseinek különbsége alapján becsülhető meg.

Meg kell jegyezni, hogy elméleti alapokon a β -t és a kockázati tőkeprémiumot illetően különböző becslési módszerek léteznek, amelyek jelentős eltéréseket mutatnak a tőkeköltség becslésekor. A gyakorlat azonban jól definiált egységesített eljárásokat (best practices) használ, amelyek kisebb, 3-4%-os eltérést mutatnak a valóságos tőkeköltség becslésekor.

A CAPM elméletileg minden befektetésre alkalmazható, azonban általában csak a tőkejellegű befektetések megfelelő hasznának meghatározására használják. Fix bevételt hozó befektetések, mint pl. hitelek vagy kötvények kockázatalapú hasznát általában a jól megalapozott piaci benchmarkok alapján határozzák meg. Ebben az esetben a kockázatot nem a β határozza meg, hanem egyszerűen egy külső értékelés, amelyet valamelyik hitelminősítő (pl. Standard and Poor's, Moody's) ad meg. A hivatásos hitelminősítők különböző besorolású és lejáratú, a hitelekhez kapcsolódó megtérüléseket adnak meg. Amennyiben a vállalat nem küzd pénzügyi problémákkal, a hozamok általában 30 bázispontnyi intervallumra szűkíthetőek, amely megkönnyíti a hiteljellegű intézkedések állami támogatási elemének felmérését.²⁶

A jelenérték alkalmazása

A befektetések értékelésének alapelveit tehát a megtérüléssel lehet kifejezni. Alternatív megközelítés a befektetési döntés jelenértékének meghatározása, amely azonos, de gyakran intuitívabb eredményekre vezet. A jövőbeli cash flow áramlás jelenértéke úgy értelmezhető, hogy mekkora az az összeg, amelynek a tőkepiacon a jelenben történő befektetésével ez a jövőbeli cash flow áramlás elérhető. Ez kiszámítható a jövőbeli cash flow áramlás megfelelő hozammal (vagyis a tőke költségével) történő diszkontálásával. Például egy tőzsdén nem jegyzett cégben történő tőkerész értékének felbecslésekor a bankok általában a diszkontált cash flow (diszkontált pénzáramlás, DCF) megközelítést alkalmazzák, vagyis a tőkéhez kapcsolódó cash flow jogok jelenértéké-

²⁶ Kiemelendő, hogy a tőkévé alakítható hiteleszközök esetében bonyolultabb számítási metódust kell alkalmazni.

nek meghatározását, amelynek során a diszkontálást a tőkeköltséggel végzik el.

Amennyiben a jövőbeli cash flow jelenértéke meghaladja a beruházását, amely a cash flow-t generálja, a befektető gazdaságilag jövedelmezőnek tekinti a befektetést. Pontosan ez a helyzet, amikor a projekt belső megtérülési rátája meghaladja a minimális elvárt hasznát, vagyis a tőke költségét.

A jelenértékek különösen alkalmasak a tőkebefektetések értékelésére, mivel a megfigyelt piaci árfolyamnak (observed market price) felelnek meg. Ez egy további lehetőség a tőkebefektetéseknél alkalmazott megtérülési becslések valószínűségének ellenőrzésére. A tőzsdén jegyzett vállalatokkal kapcsolatos tőkeügyletek esetén a kibocsátási ár nem térhet el jelentősen a vizsgált piaci árfolyamtól. Amennyiben piaci ár nem áll rendelkezésre, a tőke értéke a tőzsdén jegyzett bechmarkokhoz történő (stock market quoted benchmarks) hasonlítással becsülhető meg, például árfolyam/eredmény ráták használatával. Az egyes ágazatok árfolyam/jövedelem rátáinak összehasonlítása elég bizonytalan, mivel különböző tényezőktől (a vállalat tőkeáttétele, a várható növekedés) függ.

A MEIP alkalmazása

A MEIP teszt elvégzése egy magántársaságba történő állami befektetés esetén a fenti technikák egyszerű alkalmazása. A MEIP tesztnek két lépése van:

1. Meg kell állapítani, hogy a befektető reálisan milyen megtérülést várhat el a befektetése eredményeképpen, a vállalat korábbi működése és a szerződéseken alapuló jövőbeli cash flow megtérülés alapján.
2. Ezt a megtérülést össze kell hasonlítani azzal a reális kockázatkövető megtérüléssel, amit egy befektető a tőkepiaci befektetésektől adott helyzetben általában elvárhat.

Az értékviszonyokon alapuló érvelés további lehetőséget ad a MEIP igazolására, ami különösen a tőkeügyleteknél hasznos. A tőke megtérülésének vizsgálata helyett elegendő azt megvizsgálni, milyen áron adható el az adott tőke(részesedés), részvény. Amennyiben a kibocsátási ár magasabb, mint amennyit a különböző értékelési módszerek adnak, a befektető nem jut megfelelő haszonhoz. A MEIP alkalmazása a

következő teszthez közelít: egyrészt, az állam által megszerzett tőkehányadot értékelni kell, pl. a DFC és/vagy többféle módszerrel, másrészt, a tőkehányad elméleti értékét össze kell hasonlítani a fizetett árral, vagyis az állam által befektetett pénz összegével.

3.2. Az állami vállalatokban végrehajtott befektetések értékelése

A MEIP teszt korlátai állami vállalatokban végrehajtott befektetések esetében

A fenti megközelítés korlátozott mértékben alkalmazható, amikor állami vállalatokban történő befektetésekről van szó. Ezekben az esetekben az állam egyaránt tekinthető eddigi tulajdonosnak (existing shareholder) és új befektetőnek. Ezekben az esetekben az állam növelheti az új tőkebefektetésre jutó megtérülést azzal, hogy csökkenti az értékesítendő tőkeeszközök árát. Különösen egy nyereséges vállalkozásban történő tőkebefektetés nyereségessége emelhető a tőke használdozati költsége fölé. Így az új befektetés esetében a részvénykibocsátás úgy alakítható, hogy teljesítse a MEIP-et.

Természetesen az újonnan kibocsátott részvények értékének csökkentésével a vállalat a korábbi részvényesek tőkéjének értékét 'felhígítja'. Így a korábbi tulajdonosok részvénytulajdonuk értékcsökkenésével gyakorlatilag támogatják az új részvénykibocsátást. Ez a kérdés nem merül fel, ha a vállalat magántulajdonban van, mivel feltételezhető, hogy a magántulajdonosok nem fogadnák el vagyonuk ily módon történő elvesztését. Azonban más a helyzet állami tulajdonban lévő vállalat új részvényének kibocsátásakor. Az állam, mint a részvények eddigi tulajdonosa, elfogadhatja a részvényeinek felhígítását. Így végül is mindegy, hogy a cég közvetlenül a tőkejuttatás során, vagy közvetetten az állami tulajdonos már meglévő részvényeinek értékvesztésével részesül támogatásban.

Következésképpen, a MEIP kizárólag új részvénykibocsátásra történő alkalmazása csak korlátozottan befolyásolja az állam azon lehetőségét, hogy támogatást nyújtson a cégnek. Így még az sem biztosítja egyértelműen, hogy az ügylet piaci feltételek mellett ment végbe, ha az új részvények kibocsátásában (megvásárlásában) magánrészvényesek is részt vesznek. Valójában az egyetlen valós biztosíték a MEIP tőke-

juttatással történő megsértésnek elkerülésére, ha mind a régi, mind az új tulajdonosok között vannak magánbefektetők.²⁷

Finomított MEIP teszt az állami vállalatokra

Annak biztosítása érdekében, hogy a vállalat nem részesül támogatásban sem közvetlenül a tőkejuttatással, sem közvetlenül az állami tulajdon felhígításával, a MEIP-et nem kizárólag az államra mint befektetőre, hanem mint a vállalat már létező tulajdonosára is alkalmazni kell. Ez könnyen megtehető a korábbiakban leírt módszer létező tulajdonosokra és új befektetőkre történő kiterjesztésével. Ennek a legegyszerűbb módja annak megállapítása, hogy a tőkebefektetés hogyan érinti a létező tulajdonosok által megszerzendő, jövőbeli cash flow áramlását. Ami azonban ezt a megközelítést nehezen elvégezhetővé teszi, az az, hogy a tőkebefektetés nem kizárólag a cash flow-t változtatja meg, hanem a vállalat kockázati besorolását, és így a megfelelő diszkontrátát (discount factor) is. Ezáltal a létező tulajdonosok elvárt jövőbeli cash flow-jának csökkenése ('bevételehígulás') növelheti vagy csökkentheti részvényeik értékét ('értéknövekedés vagy-hígulás') attól függően, hogy a diszkontráta csökken vagy növekszik.

Egy alternatív megközelítés azon a tényen alapul, hogy a vállalat csak abban az esetben díjazhatja megfelelően az új tulajdonosokat a régi tulajdonosoktól származó keresztfinanszírozás nélkül, ha a megemelt tőke nyereséges módon kerül befektetésre. Ezért elegendő a befektetés teljes jövedelmezőségét vizsgálni az új részvényesek új részvényeinek jövedelmezősége mellett. Amennyiben a MEIP teljesül az új befektetők esetében, és hasznot hoz a vállalatnak, egyértelmű, hogy az új befektetés jövedelmezősége nem az eddigi befektetőktől származó keresztfinanszírozás eredménye.

²⁷ A joggyakorlat természetesen az egymást követő tőkeemelések esetén sem zárja ki a MEIP teljesülését, hanem minden egyes döntéskor új vizsgálatot követel meg. Lásd 18. lábjegyzetben hivatkozott BP Chemicals ügyben hozott ítéletet.

Például a Landesbank²⁸ esetekben a tőkebefektetés célja nem egyedi befektetési projekt végrehajtása volt, hanem a vállalatok tőkemegfelelési mutatójának növelése. Ennek megfelelően, a bizottsági vizsgálat középpontjában a cég értékének a tőkebefektetés következtében bekövetkező teljes növekedése állt, és a vizsgálat csak kisebb mértékben foglalkozott a befektetés jövedelmezőségével. Azt kellett bizonyítani, hogy a tőkejuttatást követően a teljes cégérték meghaladja a korábbi cégértéket és a befektetett tőkét. Ebben az esetben a tőkebefektetés során 'értékteremtés'-re kerül sor, és az új részvényesek megfelelő megtérüléshez juthatnak az eddigi részvényesek vagyonának felhígítása nélkül.

A teljesség igényéből kifolyólag meg kell említeni, hogy a Törvényszék egyik legújabb ítélete²⁹ alapján azonban – eltérően a WestLB ítéletben felállított kritériumtól – nem elvárt, hogy az állam az ágazati átlagos megtérülést megszerezze, hanem azt kell vizsgálni, hogy az állami befektetéssel érintett vállalkozás számára a piacról azonos mennyiségű tőke megszerzése többbe került volna vagy sem. Amennyiben a befektetés során kimutatható, hogy a céltársaság nem részesült előnyben, az állam nem nyújtott támogatást akkor sem, ha máshol magasabb megtérülés mellett fektethette volna be a rendelkezésre álló összeget.

4. A bírói felülvizsgálat korlátai a piaci magánbefektető elvének alkalmazása során

Amellett, hogy egy bizottsági vizsgálat során a piaci magánbefektető elvének teljesülését a tagállamnak kell bizonyítania,³⁰ fontos kiemel-

²⁸ A kilencvenes évek elején a saját tőke és szavatoló tőke irányelvek megkövetelték a német állami bankoktól, hogy nagy összegben új tőkét szerezzenek a német szövetségi tagállamoktól, amelyek részben vagy egészben a bankok tulajdonosai voltak. A Német Magánbankok Szövetsége – amelynek tagjait szintén érintették ezek a kötelezettségek – panaszt tett az Európai Bizottságnál, mivel a magántulajdonú bankok számára e kötelezettségek teljesítéséhez állami források nem álltak rendelkezésre. A vizsgálat hét bankot érintett, és az Európai Bíróság döntését követő második eljárás csoportban meghozott bizottsági határozatok 979 millió euró tiltott támogatás és kamatainak visszafizetésére kötelezték Németországot.

²⁹ T-163/05. sz. Bundesverband deutscher Banken kontra Bizottság ügyben hozott ítélet [EBHT 2010, II-00387. o.].

³⁰ Lásd a 10. lábjegyzetben hivatkozott Freistaat Thüringen kontra Bizottság ügyben hozott ítéletet.

ni, hogy a Bizottság e vizsgálat során végrehajtott összetett gazdasági elemzése csak korlátozott bírósági felülvizsgálat tárgyát képezik. Bár a joggyakorlat elismeri a Bizottság gazdasági kérdésekben fennálló mérlegelési jogkörét, ez nem jelenti azt, hogy a Bíróságok (a Törvényszék és az Európai Unió Bírósága) nem vizsgálhatja felül a gazdasági jellegű tények Bizottság általi értelmezését.³¹Ez a felülvizsgálat azonban nem terjedhet ki mindenre. A Bíróságok állandó gyakorlata szerint a Bizottság széles mérlegelési köre az alábbi kérdéskörökre korlátozza a bírósági felülvizsgálatot:

- az eljárási szabályok és az indokolásra vonatkozó szabályok betartása,
- a megtámadott határozat meghozatalakor elfogadott tények anyagi pontossága,
- e tények értékelése során nem követtek-e el nyilvánvaló hibát, illetve nem történt-e hatáskörrel való visszaélés,
- a bizonyítékok tartalmazzák-e az adott összetett helyzet értékeléséhez figyelembe veendő összes adatot,
- bizonyítékok alátámasztják-e a belőlük levont következtetést.³²

A Bíróságok különösen nem helyettesíthetik saját gazdasági elemzésükkel a Bizottságét.³³

Ennek következtében a bizottsági értékelés bírósági eljárásban történő megtámadása során a tagállamok, érdekelt felek viszonylag szűk keretek között tudnak csak érvelni, ami a sikerességet is alapvetően befolyásolja.

³¹ A C-12/03. P. sz. Bizottság kontra Tetra Laval ügyben hozott ítélet [EBHT 2005, I-987. o.] 39. pontja, valamint a T-36/99. sz. Lenzing kontra Bizottság ügyben hozott ítélet [EBHT 2004, II-3597. o.] 56. pontja.

³² Lásd a C-525/04. Spanyolország kontra Bizottság és Lenzig AG ügyben hozott ítélet [EBHT 2007, I-9947. o.] 57. pontjában hivatkozott ítélkezési gyakorlatot, valamint a C-341/06. P. és C-342/06. P. sz., Chronopost kontra UFEX és társai egyesített ügyekben hozott ítélet [EBHT 2008, I-4777. o.] 141–143. pontjait.

³³ Lásd többek között a C-323/00. P. sz. DSG Dradenauer Stahlgesellschaft kontra Bizottság ügyben hozott végzés [EBHT 2002, I-3919. o.] 43. pontját, valamint a T-111/01. és T-133/01. sz. Saxonia Edelmetalle és ZEMAG kontra Bizottság egyesített ügyekben hozott ítélet [EBHT 2005, II-1579. o.] 91. pontját és az ott hivatkozott ítélkezési gyakorlatot.

5. Összefoglalás

Összefoglalásképpen megállapítható, hogy a MEIP sikeres alkalmazása a gyakorlatban minden esetben komoly előkészítést igényel az állami résztvevők részéről. A befektetés állami támogatási szempontú megítélése során az adott cég, a befektetés objektív módon igazolható, várható eredményei és az adott ágazat (piac) jellemzői is fontos szerepet kapnak. Amennyiben az intézkedés jogbiztonsági célból nem kerül előzetesen bejelentésre a Bizottság részére, kiemelendő, hogy a tízéves elévülési idő miatt, minden a befektetést előkészítő dokumentumot, háttéranyagot és megalapozó számítást meg kell őrizni, mivel a Bizottság hivatalból vagy panasz alapján ezekre alapozva fogja döntését az utólagos értékelés során meghozni.

A magántulajdonban lévő vállalkozásokhoz képest az állami vállalatokban történő tőkebefektetések esetében a MEIP használata finomított értékelést és többletfeladatot is igényel. Először, be kell mutatni, hogy az új befektetés jövedelmező az új befektetők részére. Másodsor, be kell mutatni, hogy az új befektetők által kapott megtérülés nem az eddigi részvényesek károsodásával valósult meg.