

WÁGNER TAMÁS ZOLTÁN*

Európai aranyrészvény: idejétmúlt elképzelés vagy csodaszer?

Az 1990-es és 2000-es évek aranykorszakát az Európai Bizottság kemény fellépése, valamint az Európai Bíróság ítéletei lényegében véve a 21. század elejére lezárták. A tagállamok számára csak szűk mozgástér maradt a jogintézmény alkalmazására. Mindezek fényében akkoriban meglepőnek tűnt, hogy az Európai Bizottság a harmadik országbeli befektetőkre hivatkozva az európai aranyrészvény bevezetésére tesz majd javaslatot. Azonban mindebből nem lett semmi, látszólag nyomtalanul múlt el a kezdeményezés. A probléma viszont mind a mai napig fennáll: vajon milyen magatartást kellene tanúsítania az EU-nak a harmadik országbeli befektetőkkel szemben? Az imént említett európai aranyrészvény gondolata pontosan ezt testesíti meg, annak járok utána, hogy vajon érdemes-e ezzel az eszközzel élni.

Mielőtt ténylegesen megvizsgálánk a jogintézmény bevezetésének lehetőségét, célszerű röviden áttekinteni, hogy hogyan következett be a sokak számára váratlanul tűnő fordulat. Az uniós intézmények, elsősorban a Bizottság kezdetektől fogva támadta az aranyrészvényt, mivel az sérti a liberalizáció-deregularizáció-privatizáció hármasszavát, illetve torzítja a belső piacot. Az 1997-ben kiadott Közlemény pedig rávilágít arra, hogy az államok nem védekezhetnek azzal, hogy egy intézkedés nem diszkriminatív jellegű: a pusztán veszélyeztetés is elegendő az uniós jogsértés megállapításához. Emellett a nemzeti érdekekre történő hivatkozás sem szolgálhat kimentés alapjául. A kommuniké súlyát jelezte, hogy a Bizottság az esetjogot vette alapul, továbbá az is, hogy ennek nyomán valóságos „hadjáratba” kezdett a tagállami szabályozások ellen. Az ügyben kulcsszerep hárult az Európai Bíróságra: ekkoriban a tőke szabad áramlása vonatkozásában kevés volt az uniós gyakorlat, ráadásul az aranyrészvények tekintetében a Szerződések sem tartalmaztak rendelkezéseket. Így a Testületre hárult a feladat, hogy kijelölje az irányvonalat. Ennek során a tagállamok- Bizottság vitában egyértelműen utóbbi oldalára állt, s az esetkör a tőke szabad áramlásába sorolva egy szűk mozgástérrel leszámítva, lényegében véve ellehetetlenítette a jogintézményt. Mindezt az alábbiak is igazolják:

- Az aranyrészvények pusztán léte is sértheti az uniós jogot
- Az uniós jog biztosította kivételeket szigorúan értelmezte

* PhD hallgató, Pázmány Péter Katolikus Egyetem Jog- és Államtudományi Doktori Iskola.

– Annak ellenére, hogy az esetek döntő többségében nem diszkriminatív tagállami szabályozásról volt szó, egyedül a belga ügy felelt meg a Testület által felállított kritériumrendszernek

– A veszélyeztetés távoli lehetősége is elegendő: az Egyesült Királyság elleni ügyben a Brit Repülőterei Hatóság létesítő okiratának a közlekedési miniszter általi jóváhagyása teremtett alapot a jogsértés megállapítására

– Az alapszabályi rendelkezésekkel létrehozott aranyrészvények is ellentétesek az uniós joggal, ha csak az államot megillető jogosultságot tartalmazzak.

Érdeemes itt megemlíteni Alberto Artest, aki az ítéletek kapcsán arra a megállapításra jut, hogy a nemzeti társasági jogszabályok is az Európai Bíróság elé kerülhetnek, ahol könnyen el is bukhatnak.

Éppen ezért, ahogy azt már korábbi tanulmányomban is említettem, mindenképpen szükséges lett volna az áruk szabad áramlásához hasonlóan korlátok felállítására. Ugyanis túl tágra nyílt az uniós jog alkalmazásának lehetősége, ami már a tagállami szuverenitást is veszélyezteti. Ennek ellenére a Testület nem változtatott a gyakorlatán: az aranyrészvények fokozatosan kikerültek a tagállami jogrendekből.¹ Látszólag az uniós intézmények győzelmet arattak, hiszen megvédték a belső piac egységét és letörték a tagállami protekcionista törekvéseket. Ugyanakkor nem számoltak e politika egyéb következményeivel: az EU lényegében véve megnyitotta kapuit a harmadik országokból érkező befektetők előtt, akik éltek is a felkínált lehetőséggel. 2006-ban a Dubai International Capital megvette a brit Doncastert, ami repülőgép-alkatrészeket gyárt többek között. Szintén ebben az évben egy másik szuverén állami alap az Öböl-menti országokból 30%-os részesedést szerzett az olasz polgári repülőgépgyártó cégben, a Piaggio Aero-ban. 2007-ben ráadásul az előbbi az egyik legnagyobb részvényesi pozíciót kaparintotta meg (3%) Európa leghatalmasabb repülőgépgyártó vállalatában, az EADS-ban. Ezzel párhuzamosan a Qatar Investment Authority 10%-os részesedésszerzési szándékot jelentett be. Ugyancsak ebbe a vállalatba vásárolta be magát az orosz VTB bank (5%), mely tranzakciót az orosz politikai elithez közel állók is erősen támogatták.² Mindezek hatására Nicholas Sarközy és Angela Merkel abban állapodtak meg, hogy aranyrészvénykonstrukcióval védik meg az EU-n kívüli befektetőkkel szemben a céget.³ Emellett a német kormányzat intézkedéscsomagot dolgozott ki a stratégiai vállalatok védelmére a külföldi állami vagy spekuláns alapok ellen. A javaslat azt szorgalmazta, hogy Németország éljen az EK 58. cikkével és korlátozza a tőke szabad áramlását. A csomag értelmében ugyanis 25%-on felüli részesedésszerzési szándék esetén a német hatóságok megakadályozhatnák az ügyletet, amennyiben az a közbiztonságot vagy a stratégiai infrastruktúrát sérti. Továbbá előírja, hogy minden ilyen szándék esetén a befektető köteles azt bejelenteni, amit a hatóság 8-12 hetes eljárás keretében megvizsgál, majd döntést hoz. A bejelentési kötelezettség elmaradása esetén a tranzakció 3 éven belül felülvizsgálható és meg is semmisíthető.⁴ Mindez jól jelezte azt, hogy az alapvetően piacbarát politikát folytató német kormányzat is megrettent a szuverén állami alapok terjeszkedésétől. Ráadásul ebben az idő-

¹ WÁGNER Tamás: Aranyrészvények és az Európai Unió. *Pázmány Law Working Papers* VII. évf., 5 (2016) 8-14.

² O'DONNELL, Clara Marina: *How should Europe respond to sovereign investors in its defence sector?* Centre for European Reform, September 2010. 2. https://www.cer.org.uk/sites/default/files/publications/attachments/pdf/2011/pb_swf_defence_sept10-203.pdf (2016. 12. 29)

³ LÓRÁNT Károly: *Az aranyrészvény*, http://mno.hu/migr_1834/az-aranyreszveny-434205 (2017. 01. 02)

⁴ TAKÁCS Judit: Német tervek a stratégiai jelentőségű vállalatok védelmére. *Nemzet és Biztonság- Biztonságpolitikai szemle* I. évf., 1 (2008) 61-62.

szakban az Európai Bizottság kötelezettségzegési eljárást indított a Volkswagen törvényben lévő aranyrészvénykonstrukció ellen, amit az országban sokan egy szimbólum elleni támadásnak tekintettek. Ennél jóval keményebb álláspontot képviselt ebben az időszakban Nicholas Sarközy, francia köztársasági elnök, aki szerint az európai országoknak-hasonlóan a közel-keleti államokhoz, Kínához és Oroszországhoz- szuverén állami alapokat kellene létrehozniuk, hogy megvédjék a kulcsfontosságú iparágakat a külföldi felvásárlástól. Ennek kapcsán egyenesen így fogalmazott: „*Nem lesznek az a francia köztársasági elnök, aki 6 hónap múlva felébred, és azt látja, hogy a francia ipar idegen kezébe került*”.⁵

Mindezek fényében egyértelműen látszott, hogy az Európai Unió tagállamaiban egyre inkább felszínre törtek a protekcionista törekvések, melyek hosszú távon a belső piac egységét és működését veszélyeztették. Mindezt csak súlyosbította az a tény, hogy az aranyrészvény ügyekben vesztes államok a harmadik országokból érkező befektetőkkel és az ekortájt kirobbanó gazdasági világválsággal szemben nem láttak más kiutat, mint a gazdaságba való nyílt beavatkozást. Úgy tűnt, hogy valóra válnak Colomer főtanácsnok szavai, aki a jogintézményt egyértelműen a tagállami szuverenitás körébe sorolta. S arra figyelmeztetett, hogy a túlzott szigor hatására a tagállamok az Európai Unió által szorgalmazott privatizáció helyett visszaállamosítják a kérdéses vállalatokat. Mindez pedig nemcsak az uniós érdekeket sértené, hanem a külföldi befektetőkét, valamint a kérdéses vállalatét is.⁶ Így a Bizottságon egyre inkább nőtt a nyomás, hogy a kialakult helyzet tekintetében állást foglaljon, s a jogterület fejlődése szempontjából irányt mutasson. Ennek ellenére úgy vélem, hogy sokakat meglephetett hirtelen „pálfordulása”. Ugyanis az addigi keményvonalas álláspontot feladva, egy európai aranyrészvénykonstrukció kidolgozására tett javaslatot. Peter Mandelson kereskedelmi biztos szerint ez egy hatékony eszköz lehetne a közel-keleti, kínai és orosz alapok felvásárlási akciói ellen: „*Meg kell találnunk annak módját, hogy megőrizzük befolyásunkat a kulcsfontosságú ipari szektorokban, és mégis vonzóak maradjunk a külföldi befektetők számára*.” Ugyanakkor azt is hozzátette, hogy ennek európai érdekeket és nem nemzetieket kell szolgálnia. Gyulai-Schmidt Andrea szerint a Bizottság érvrendszere finoman szólva is ellentmondásos és számos kérdést vet fel. Így többek között:

- Ki lenne a „gazdája” a részvényeknek?
- Ki határozná meg a vállalkozások körét, melyekben ilyen részesedés tartható?
- Ki kontrollálná őket?
- Mely esetekben lehetne vétót gyakorolni?⁷

Lóránt Károly ezzel kapcsolatban igen keményen fogalmaz: „*A Bizottság számára teljesen természetes, ha a nyugat-európai nagy cégek felvásárolják az új tagországok (vagy harmadik világbeli országok) nemzeti iparágait tekintet nélkül arra, hogy az hogyan hat az adott ország gazdasági fejlődésére vagy külső gazdasági egyensúlyára. Ha azonban a nagy európai konszernek kerülnek veszélybe, azonnal megkongatják a vészharangot*”.⁸

Mandelson ezzel összefüggésben kijelenti, hogy önmagában véve nincs probléma a harmadik országbeli állami alapokkal és befektetőkkel. Ugyanakkor bizonyos esetekben tevékenységük egyértelműen nem kereskedelmi célú, hanem politikai természetű. Az ilyen törekvésekkel szemben kell fékeket beépíteni a rendszerbe uniós szinten, amelyek nem akadá-

⁵ KAVAJIT Singh: *Europe doesn't need sovereign wealth funds*. <http://voxeu.org/article/europe-doesn-t-need-sovereign-wealth-funds> (2017. 01. 02)

⁶ WÁGNER, 5 (2016) 9.

⁷ GYULAI-SCHMIDT Andrea: Aranyrészvények Európában. *Európai Tükör* XIII. évf., 11 (2008) 60-61.

⁸ LÓRÁNT Károly: (2017.01.02)

lyozzák az egészséges befektetéseket, de fellépnek azokkal szemben, amelyek veszélyeztetik a hosszútávú érdekeinket. Szerinte az egyedi esetekre szabott megoldásokat kell előnyben részesíteni a horizontális megközelítésekkel szemben.⁹

A Bizottság ennek alátámasztására már 2007 júniusában nyilvánosságra hozott egy jelentést, amelyben a tőzsdékre bevezetett európai vállalatokban vizsgálta a társaság alaptőkéjéből való részesedés és a társaságban gyakorolt szavazati jogok közötti arányosságot. A jelentés szerint nincs egyértelmű bizonyíték, hogy az arányosság elve hatással volna a gazdasági teljesítményre vagy a vállalatirányítási gyakorlatra. Ez legfeljebb csak a potenciális befektetők esetében lehet szempont, de a transzparencia megteremtésével ez is kiküszöbölhető.¹⁰

Mindez éles fordulatot jelez a korábbi évekhez képest, hiszen még egy 2005-ös Bizottsági munkaanyag is alapvetően az aranyrészvényekkel szemben foglalt állást. A dokumentum már a legelején leszögezi, hogy a különjogok túlmennek a normál részesedéshez kapcsolódó jogosítványokhoz képest, így eltérnek az egy részvény-egy szavazat elvétől és lehetőséget biztosítanak arra, hogy a kormányok korlátozzák a szavazati jogokat a privatizált vállalatokban. Ezt követően számos esetet hoz fel annak igazolására, hogy a jogintézmény az uniós jogot sérti. Ugyanakkor elismeri, hogy még nem rendelkeznek empirikus bizonyítékkal arra vonatkozóan, hogy az aranyrészvények léte milyen gazdasági hatásokkal jár. Ennek ellenére a dokumentum kiemeli, hogy összességében véve negatív hatásokról beszélhetünk mind a részvényesek, mind a cégek, valamint a tőkepiac integrációja szempontjából egyaránt. Az első esetben ez közvetlen és közvetett módon is megnyilvánulhat, ami elretenteti a stratégiai befektetőket a döntéshozatalban való részvételtől, valamint kihatással jár a portfólió befektetések piacára is. Másrészt negatív következményekkel jár a vállalati teljesítményre is, hiszen az ellenséges felvásárlási szándékok és a piaci nyomás csökkenésével az egész vállalatirányítás minősége is romlik. Mindez pedig a gazdasági teljesítmény rovására megy. Végezetül ellehetetleníti az EU tőkepiacainak integrációját, mivel megakadályozza a tőke és a megtakarítások hatékony allokációját. Ugyanakkor minden kritika ellenére a Bizottság már ekkor elismerte, hogy bizonyos esetekben indokolt megtartásuk, s jobb eszköznek bizonyulnak az állami tulajdon megőrzésénél.¹¹

Ennek kapcsán úgy vélem, hogy érthető volt a szakemberek, a kormányzatok döbbenete Mandelson szavaira: egy évtizedes tabut döntött le az európai aranyrészvénykonstrukció ötletével. Uniós szintű protekcionizmus megjelenése? A tőke szabad áramlásának korlátozása? Ezek mind-mind olyan kérdések, melyek felvetődhetnek az érintettek gondolataiban.

Álláspontom szerint először azt kell megvizsgáljunk, hogy vajon valódi fenyegetést jelentenek-e a szuverén állami alapok az európai vállalatokra, s ezen keresztül a belső piacra? A válasz nem egyszerű, mivel egészen másképp értékelik a jogintézményt a gazdasági válság előtti tanulmányok, mint az azt követőek. Éppen ezért azt javaslom, hogy célszerű egy fogalom-meghatározással kezdeni. Előjáróban elmondható, hogy nem létezik általánosan elfogadott definíció, az egyes szerzők, nemzetközi szervezetek a szuverén állami alapok egy-egy jellemzőjét ragadják meg. Emellett az is nehezíti a meghatározást, hogy napjainkra számos formája fejlődött ki a jogintézménynek, ami szintén az egységes fogalom ellen hat.

⁹ LOVAS István: *Félfordulat az aranyrészvény felé*. http://mno.hu/migr_1834/felfordulat-az-aranyreszveny-fele-432793 (2017. 01. 02)

¹⁰ GYULAI-SCHMIDT 2008. 61.

¹¹ One share, one vote? Golden shares in privatised companies. *Oxera Agenda* (2005) 1-5.

Magát a kifejezést először Andrew Roczanov használta 2005-ös „Ki birtokolja a nemzetek vagyonát?” című cikkében,¹² de maga a jogintézmény már jóval ezelőtt is létezett. Az IMF az alábbi definíciót használja: „*A szuverén vagyonalapok általában speciális befektetési alapok, amelyeket az állam hozott létre vagy tulajdonol és külföldi eszközök fölött rendelkeznek, hosszútávú célokat szem előtt tartva*”. A Monitor Company Group szerint idetartozik „*minden olyan befektetési alap, mely közvetlenül állami tulajdonban van, más állami pénzügyi intézetektől elkülönítetten menedzselve, s fő kötelezettsége nem a nyugdíjfizetéssel függ össze, továbbá különböző pénzügyi eszközökbe fektet be a haszon reményében, valamint nyilvánossá tett befektetéseinek jelentős része külföldön történik*”.¹³

A fenti definíciók elsősorban a tevékenység oldaláról közelítenek, azonban gyakorlatilag nem foglalkoznak azzal a kérdéssel, hogy miből jönnek létre. Ezt a hiányosságot küszöböli ki Danielle Gallo: „*olyan jelentős gazdasági kapacitással rendelkező alapok vagy entitások, melyeket az állam hozott létre, alapvetően privatizációs bevételekből, kormányzati transzfer kifizetésekből, pénzügyi többletből és mindenekelőtt nyersanyagexportból: különösen olajból és gázból*”.¹⁴

Létrehozásuknak számos célja lehet, így többek között szolgálhatja:

- A kormányzati bevételek volatilitásának kiküszöbölését
- A jövő generációi számára a jólét biztosítását
- Az optimális tartalékszinten felüli tartalékok hozamának növelését
- Technológiatranszfert, know-how megszerzését.¹⁵

Ezzel kapcsolatban érdemes megemlíteni, hogy a gazdasági válság idején, 2008 őszén Nicholas Sárközy a nemzeti bajnokok védelmére szuverén állami alapok létrehozását szorgalmazta. Azonban az ötlet számos szakértő szerint már eleve megvalósíthatatlan volt. Ugyanis döntő többségben fejlődő országok hoznak létre ilyeneket, akik jelentős nyersanyagexport- vagy folyófizetési mérleg többlettel rendelkeznek. Ezek a feltételek azonban az európai országok esetében nem állnak fenn.¹⁶ Ennek alapján jól meghatározható azon államok köre, akik ezzel élhetnek: döntően közel-keleti, távol-keleti és orosz alapokról beszélhetünk. A későbbiek során mindez fokozott jelentőséggel bír, mivel számos nyugati ország pusztán ennél a ténynél fogva törekszik az ilyen típusú befektetéseket nemzeti piacáról kiszorítani vagy legalább korlátozni.

A szakirodalomban számos módon tipizálják, így többek között csoportosíthatjuk őket:

- Tőke forrása szerint: nyersanyag-, illetve nem nyersanyagalapú¹⁷
- Forma szerint: alkotmányerejű törvény által létrehozott, elkülönült jogi entitás; állami tulajdonú vállalat; jogi személyiség nélküli vagyonelemek halmaza, melyet az állam vagy a központi bank birtokol¹⁸
- Befektetés szerint.

Ahogy azt már korábban is említettem, a jogintézmény régebbi, mint maga az elnevezés. Ugyanis a szuverén állami alapok elődjének tekintett California Public Employees

¹² BIEDERMANN Zsuzsánna: *A szuverén vagyonalapok*. <http://real.mtak.hu/8497/1/BiedermannKulg.pdf> (2016. 12. 30.) 1.

¹³ Uo. 2-3.

¹⁴ GALLO, Daniele: *The Role of Law, the Rule of Law and the Rise of Sovereign Wealth Funds: The Need for a Greater External and Internal Activism of the European Union*. http://eprints.luiss.it/1295/1/WPG_01-14_Gallo.pdf (2016. 12. 30.) 3.

¹⁵ BIEDERMANN, 2016. 4.

¹⁶ KAVAJJIT, 2017. (2017.01.02)

¹⁷ BIEDERMANN, 2016. 4.

¹⁸ GALLO, 2016. 3.

Retirement System már 1932-ben létrejött. Igaz, kezdetben csak nyugdíj-megtakarítások befektetésével és kezelésével foglalkozott. Később azonban a tevékenységi köre fokozatosan bővült: ingatlanokkal, részvényekkel és végül külföldi befektetésekkel¹⁹. A mai értelemben vett alapok megalakulására az 50-es években került sor. 1953-ban létrejött a kuvaiti Investment Board, melyet Kiribati, illetve az új-mexikói State Investment Office Trust Funds követett.²⁰

Ekkoriban a kormányzatok többnyire nem foglalkoztak velük, mivel csekély szerepet játszottak a nemzetközi gazdasági életben. Azonban a 70-es és 90-es évek alapítási hullámait követően lényegesen megnőtt a számuk és az általuk kezelt vagyon mennyisége is, ami fokozatosan arra készítette az államokat, hogy reagáljanak a megváltozott helyzetre. Mindezt jól mutatja az a tény, hogy 1990-re 500 milliárd dollárt halmoztak fel, ami 2008-ra közel 4 ezer milliárd dollárra,²¹ majd 2013-ra több mint 6 ezer milliárd dollárra nőtt.²² Ezzel párhuzamosan számuk is jelentősen megnőtt: 2000 és 2008 között 20-ról 43-ra emelkedett,²³ majd napjainkra meghaladta a 70-et is. Ennek következtében jelenleg a világ GDP-jének közel 10%-át kezelik.²⁴ A fenti számok is jól mutatják, hogy az alapok az elmúlt 20 évben dinamikus fejlődést tanúsítottak. S tekintetbe véve az egyes országok gazdasági erejét, nem is tűnik alaptalannak elsősre, hogy megrettentek az ilyen mértékű tőkekoncentrációtól. Vajon milyen okok készítetik az államokat arra, hogy fellépjenek velük szemben? Ezt a szakirodalomban az alábbiakra vezeti vissza:

- Az alapot birtokló állam geostratégiai céljait követi, s ezzel nemzetbiztonsági kockázatot jelent
- A fogadó állam szempontjából fontos információkat szivároztat ki
- Átláthatóság hiánya
- Elszámoltathatóság hiánya²⁵
- Globális pénzügyi instabilitást okozhatnak.²⁶

Ezzel kapcsolatban érdemes megjegyezni, hogy a kritikák döntő többsége a gazdasági válság előtti, valamint alatti időszakból származik. Ez különösen igaz a nemzetbiztonsággal kapcsolatos félelmekre. Ennek eklatáns példáját szolgáltatja Alan Tenelson 2008-as cikke, aki szerint az amerikai szabályozás nem biztosít megfelelő védelmet az „ellenséges” külföldi tőkebehatolással szemben. Ez alatt ő egyértelműen a szuverén állami alapokat érti, amelyek kapcsán mielőbbi korlátozás bevezetését sürgeti. Származási helyükre utalva kínai, orosz vagy közel-keleti veszélyforrásokról beszél. Zárójelében arra szólítja fel az amerikai kormányzatot, hogy általános szabályként 10%-os külföldi kormányzati tulajdonkorlátozást vezessen be, ami kormányközeli beruházások esetében 1%-ra csökkenne.²⁷ Mindebből jól látszik, hogy sokak számára az alapok természetét illetően valójában a geopolitikai helyzet a

¹⁹ BIEDERMANN Zsuzsánna, 2016. 6.

²⁰ HEMPHILL, Thomas A.: *Sovereign Wealth Funds: National Security Risks in a Global Free Trade Environment*, https://deepblue.lib.umich.edu/bitstream/handle/2027.42/64327/20299_ft.pdf?sequence=1 (2017. 01. 02.) 553-554.

²¹ Uo. 544.

²² BIEDERMANN, 2016. 8.

²³ HEMPHILL, 2017. 554.

²⁴ BIEDERMANN, 2016. 7-8.

²⁵ GALLO, 2016. 5-8.

²⁶ BIEDERMANN, 2016. 6.

²⁷ TONELSON, Alan: *Sovereign Wealth Funds Adversely Impact National Security*. http://americaneconomicalert.org/view_art.asp?Prod_ID=2946 (2017. 01. 02.)

meghatározó, minden más csak ezt alátámasztandó tényezőként jön számításba. Ezt a narratívát erősítette az a tény is, hogy harmadik országbeli befektetők jelentek meg a sokáig kizárólagos állami tulajdonban lévő védelmi szektorban. Ugyanis az 1980-as és 90-es éveket követően az országok fokozatosan privatizálni kezdték az itt található vállalatokat. Mindez olyan új kockázatokat hordozhat, mint a különféle katonai felszerelésekről szóló információk ellenséges hatalmaknak való kiszolgáltatása vagy a hazai fegyveres erők ellátásának akadályozása. Ráadásul ennek nemcsak nemzetbiztonsági, hanem kereskedelempolitikai következménye is lehet: az amerikaiak például valószínűleg kevésbé fognak egy olyan vállalattal szerződést kötni, amely szoros kapcsolatban áll kínai vagy orosz alapokkal.²⁸

Szintén a korábbi időszak kritikái között találjuk a pénzügyi instabilitás vádját is. Eszerint, mivel az alapok a gazdasági célok mellett politikai célokat is követnek, így fennáll annak a veszélye, hogy helyzetükkel visszaélve gazdasági károkat okoznak a fogadó államban. Ugyanis, ha hirtelen nagy mennyiségű részvényt adnak el, akkor jelentősen csökkenthetik az adott vállalat értékét, ami zsarolási potenciált jelent számukra: általa befolyásolhatják annak magatartását is.²⁹

Ezzel szemben a válság során az alapok sorra megcáfolták ezeket a vádakot. Ahelyett, hogy visszaéltek volna helyzetükkel, segítségére siettek a bajba jutott állami vállalatoknak, bankoknak. Ennek kapcsán találó Gallo megjegyzése: „*nem kétséges, hogy hozzájárultak a globális növekedéshez és pénzügyi stabilitáshoz azáltal, hogy szabad erőforrásokat tartottak fenn a hosszútávú befektetések számára, továbbá likviditást biztosítottak a nyugati cégeknek és újratőkésítették a pénzügyi intézményeket, amelyek súlyos károkat szenvedtek a válság alatt, ahogy ez történt számos amerikai bankkal 2008 és 2009 között*”.³⁰ Ezt mutatja az is, hogy csak a 2007-es esztendőben közel 38 milliárd dollárt fektettek be az amerikai pénzügyi szektorba,³¹ s olyan intézményeknek nyújtottak segítséget, mint a Citigroup, a Merrill Lynch vagy a Morgan Stanley. Emellett a teljeség igénye nélkül az alábbi módokon járultak még hozzá az eddigieken felül a válság mielőbbi leküzdéséhez:

- Növekvő fiskális deficit leszorítása
- Gazdaságélénkítő csomagok finanszírozása
- Betétesek vagyonának garantálása
- Helyi részvények vásárlása.

Ráadásul mindez olyan körülmények közepette valósult ez meg, amikor egyes alapok elvesztették teljes portfóliójuk értékének 30%-át.³² Éppen ezért nem meglepő, hogy minderről Anna Gelpern így ír: „*2008-ra a szuverén alapok ellenfelei olyan helyzetbe kerültek, hogy egyenesen azszal vádolhatták őket, hogy azt a kezét harapják, ami eteti őket: azon kevés forrás közé tartoztak, amelyek részt vettek a botladozó pénzügyi szektor finanszírozásában, New Yorkban és Londonban egyaránt*”.³³

²⁸ O'DONELL, 2016. 2-3.

²⁹ Uo. 3.

³⁰ GALLO, 2016. 4.

³¹ HEMPHILL, 2017. 552.

³² BIEDERMANN, 2016. 9-14.

³³ GELPERN, Anna: *Sovereignty, Accountability, and the Wealth Fund Governance Conundrum*. http://digitalcommons.wcl.american.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1073&context=facsch_lawrev (2016. 12. 30.) 17.

Összességében véve tehát megállapíthatjuk, hogy az előzetes félelmek nem igazolódtak be, mivel az alapok éppúgy viselkedtek, mint a többi pénzüpi szereplő.³⁴ Így egyelőre úgy tűnik, hogy a kritikusok egyik legfontosabb érve csak elméleti lehetőség csupán.

Ezzel szemben a transzparencia és az elszámoltathatóság hiánya továbbra is fennáll. Megemlítendő, hogy számos szerző az utóbbival egyáltalán nem foglalkozik külön. A transzparencia fogalmát a vállalati struktúra, irányítás, befektetés mennyisége, a célok és a befektetési stratégiák fényében lehet értékelni. Többnyire olyan alapok esetében merülhet fel ez a vád, amelyek politikai célokat követnek a gazdasági célok helyett. Éppen ezért nem véletlen, hogy számos ország számára az átláthatóság kérdése szorosan összefügg a korábban már említett nemzetbiztonsági kockázattal. Ugyanis a megfelelő információk hiányában szinte esély sincs arra, hogy az adott kormányzat megbizonyosodjon arról, hogy vajon a területén működő alap milyen befektetési tevékenységet folytat.³⁵ Ez különösen akkor válik hangsúlyossá, amikor az alapok egy rivális ország (Kína, Oroszország) tulajdonában állnak, s egy stratégiai vállalatot készülnek felvásárolni a pénzügyi, energetikai, telekommunikációs ágazatokban.³⁶ Azonban a fenti kritikák nem mindegyikük esetében állják meg a helyüket. Ennek legfontosabb oka, hogy demokratikus és autoriter államok egyaránt éltek a jogintézmény nyújtotta lehetőségekkel. Elsősorban utóbbiak kapcsán merülhet fel a transzparencia hiánya, amit számos kutatás is bizonyít. Így többek között a Sovereign Wealth Fund 2 kutatója, Carl Linaburg és Michael Maduell 10 pontos skála formájában vizsgálta az alapokat. Ennek során a legtöbb pontot döntően a demokratikus országokéi érték el (Chile, Norvégia, Új-Zéland, de: Szingapúr). Hasonló eredményre jutott Edwin M. Truman is, aki szintén a fenti technikát alkalmazta.³⁷

Az előbbiekhöz szorosan kapcsolódik az elszámoltathatóság követelménye, mely azzal foglalkozik, hogy a szuverén alapok kinek tartoznak felelősséggel, továbbá milyen következményei vannak az olyan magatartásnak, ami az érdekeltek előjogait sérti. Ennek kapcsán Gallo a következő feleket különíti el:

- Hazai állampolgárok
- Hazai hatóságok
- A globális piaci szereplők, valamint
- A fogadó állam polgárai és hatóságai.³⁸

Hasonló osztályozást alkalmaz Anna Gelpert is, aki:

- Belső közjogi
- Belső magánjogi
- Nemzetközi jogi, illetve
- Nemzetközi magánjogi elszámoltathatóságról beszél.³⁹

Álláspontom szerint az átláthatóság és elszámoltathatóság követelményeinek megsértése döntő hatással van az alapok hosszútávú megítélésére. A közvélemény és a politikum ugyanis ilyen körülmények fennállása esetén könnyen szembefordulhat velük, s az egész jogintézmény léte veszélybe kerülhet. Mindezt alátámasztja az is, hogy az általuk kezelt hatalmas

³⁴ BIEDERMANN, 2016. 13.

³⁵ GALLO, 2016. 6.

³⁶ HEMPHILL, 2017. 555.

³⁷ BIEDERMANN, 2016. 9-11.

³⁸ GALLO, 2016. 6-8.

³⁹ GELPERN, 2016. 25-26.

összegekkal az egész világgazdaságra komoly hatást gyakorolnak. Éppen ezért a közelmúltban számos olyan törekvés látott napvilágot, amely szabályozni akarta a működésüket. Ezek közül a legjelentősebb a Santiagói elvek, melyek az IMF égisze alatt kerültek kidolgozásra 2008-ban. Ennek keretében 24 alapelvet határoztak meg, amelyek az alábbi kulcsterületeket fogják át:

- Makroökonómiai politikákkal kapcsolatos jogi keretrendszer, célok és koordináció
- Intézményi keretrendszer, valamint irányítási struktúra
- Beruházás- és kockázatkezelési keretrendszer.⁴⁰

A szabályozásra pillantva megállapíthatjuk, hogy alapvető célja a bizalmatlanság megszüntetése, mely az alapoknak és a kormányzatoknak is egyaránt érdeke. Így többek között előírják, hogy az alapok felépítése, más állami hatóságokkal való kapcsolata, valamint tevékenysége nyilvános legyen. Mindez azt jelenti, hogy elsősorban gazdasági célkitűzések alapján tevékenykedhetnek, sem közvetve, sem közvetlenül nem folytathatnak olyan politikát, ami kormányzati érdekeket szolgálna. Szintén figyelemreméltó az az alapelv is, amely szerint minden olyan megállapodást, eljárást be kell jelenteni, ami az alap finanszírozásával vagy költsékezésével kapcsolatos. Éppen ezért évente jelentést kell készíteni a működésről, valamint a teljesítményről a hazai és nemzetközi szabályoknak megfelelően. Emellett a Santiagói elvek további részletszabályokat tartalmaznak a vállalatirányítással, az igazgatóval kapcsolatban, továbbá magatartási kódex bevezetését szorgalmazzák. Végezetül előírják, hogy működésüknek minden tekintetben meg kell felelniük a fogadó ország törvényeinek és bejelentési kötelezettségeinek.

Mindezek alapján a szakirodalom összességében véve üdvözlí az IMF által kidolgozott keretrendszert, mely legitimációs bázisául szolgálhat számukra.⁴¹ Ugyanakkor komoly problémának tartom, hogy kizárólag önszabályozásra épít, s nem fektet le szankciókat ezek megsértőivel szemben. Véleményem szerint így csak részleges hatást tudnak kifejteni, amit számos felmérés is bizonyít. Emellett a szabályozás sem mindig egyértelmű. Ez a helyzet különösen:

- Az információszolgáltatás terén, illetve
- Az eszközállomány vonatkozásában, mivel a tagállamoknak nem kell a befektetéseik adatait nyilvánosságra hozniuk.

Úgy tűnik, hogy a Santiagói elvek csak iránymutatásként szolgálhatnak, sem mint valós kötelezettségekként.⁴² Éppen ezért a jövőben elkerülhetetlennek tartom, hogy nemzetközi szinten egy átfogó kötelező erejű dokumentumban rendezzék a szuverén állami alapok működését.

Ezekután célszerű rátérnünk az európai aranyrészvénykonstrukció kapcsán felvetődött protekcionista vádra. Ugyanis, ahogy azt már korábban is említettem, sokan meglepődtek, amikor a Bizottság előállt a tervvel. Nem véletlenül: az addig a belső piac egységét és a verseny torzítatlanságát féltő Testület egyszercsak megértő lett a jogintézménnyel szemben. Ugyanakkor figyelembe kell venni azt, hogy a Bizottság csak olyan szabályozást fogadott volna el, ami uniós szinten rendezi a kérdést. Így valójában továbbra sem változott meg az álláspontja a tagállami aranyrészvényekkel kapcsolatban. Ennek fényében tehát továbbra is irányadónak tekinthetjük Frits Bolkenstein, korábbi belső piaci biztos gondolatait: „Ez köz-

⁴⁰ HEMPHILL, 2017. 559.

⁴¹ GALLO, 2016. 8-12.

⁴² BIEDERMANN, 2016.11.

vetlenül egy másik tagállamból kiinduló vásárlási szándék ellen irányul. Az a jogszabály is sérti a Római Szerződést, aminek ugyanolyan diszkriminatív hatása van. Nem az eszköz számít, hanem a szándék. Csak azok a kivételek elfogadhatóak, amelyeket a Szerződés kifejezetten megemlít. A Szerződés nem ismeri el a reciprocitás elvét vagy azon jogot, hogy a tagállamok egymással szemben megtorló intézkedésekkel éljenek. Továbbá, nem diszkriminatív intézkedéseket csak olyan mértékben lehet alkalmazni, ahol azt a közérdek feltétlen érvényesülését előtérő követelmények igénylik, s amíg az ilyen intézkedések arányosak és időben korlátozottak.”⁴³ Ennek ellenére számos kritikus azon az állásponton van, hogy a protekcionista politika nemcsak tagállami szinten, hanem uniós szinten is káros: mind a belső piaci integráció eredményeit, mind az EU versenyképességét rombolja. Ehelyett a megoldást inkább abban látják, ha az EU képes lenne egységes politikai szereplőként fellépni a világban.⁴⁴ Álláspontom szerint azonban eltérően kell megítélni a két esetet. Tudniillik, az EU-tól a közvélekedéssel ellentétben nem teljesen idegen a protekcionizmus. Erre jó példát szolgáltat számunkra a közös agrárpolitika. Itt ugyanis a mezőgazdaság speciális helyzetére hivatkozva egyedi megközelítéssel él, mivel a fő cél az importált élelmiszerektől való függőség csökkentése.⁴⁵ A közösségi preferencia elve alapján az EU nyíltan felvállalja, hogy támogatja saját termékeit a világ többi részével szemben, amit elsősorban természetes vámmal és piacvédő intézkedésekkel valósít meg. Ennek érdekében szembemegy a WTO idevonatkozó liberalizációs törekvéseivel is. Az uniós mezőgazdasági politika legfontosabb eszköze a célok eléréséhez az egységes agrárpiaci rendtartás, melynek keretében az EU meghatározza az intervenciók árát, amin garantáltan megveszi a terméket a termelőtől. Ezt egészíti ki a küszöbár intézménye, ami a legkedvezőtlenebbül termelő régió figyelembevételével határozza meg az egységes nagykereskedelmi árát, ennek alapján lehet mezőgazdasági terméket harmadik országból az EU területére behozni. Emellett exporttámogatásokat biztosít az uniós termelők számára, hogy könnyebben tudják eladni termékeiket a világpiacra.⁴⁶ Minderre azért van szükség, mivel:

- Az élelmiszerbiztonság
- A vidékfejlesztés, munkahelyek biztonsága
- A környezetvédelmi indokok, valamint
- A hagyományos kultúra megkínánják.⁴⁷

A közös agrárpolitika protekcionista irányultságának sikerességét igazolja a termelés növekedése, az élelmiszerbiztonság területén megvalósuló önellátóképesség, illetve a mezőgazdasági termékek számára biztosított stabilitás a közös piacon.⁴⁸

Ennek fényében úgy vélem, hogy a Bizottság európai aranyrészvénykonstrukcióját meg kellett volna érdemben vitatni, mivel ahogy láthattuk, protekcionizmusra uniós szinten akad példa, csak itt a cél nem az egyes nemzetgazdaságok védelme, hanem a belső piac stabilitása.

⁴³ CHATZIGIANNAKOS, Zisis: *Golden shares and the jurisprudence of the ECJ*. https://repository.ihu.edu.gr/xmlui/bitstream/handle/11544/267/Zisis%20Chatzigiannakos_4410_assignsubmission_file_Golden%20SharesAnd%20the%20Jurisprudence%20of%20the%20ECJ.pdf?sequence=1 (2016. 12. 29.) 63.

⁴⁴ GYULAI-SCHMIDT: 2008. 45.

⁴⁵ MARKOVIĆ, Ivan – MARKOVIĆ, Milan: Agricultural protectionism of the European Union in the conditions of international trade liberalization. *Economics of Agriculture* LXI. évf., 2 (2014) 424-425.

⁴⁶ SZABÓ Marcel – LÁNCOS Petra Lea – GYENEY Laura: *Uniók szakszabályai*. Szent István Társulat, Budapest, 2013. 186-188.

⁴⁷ RYDÉN, Linda: *The EU common agricultural policy (CAP)*, <http://hj.diva-portal.org/smash/get/diva2:627041/FULLTEXT01.pdf> (2017. 02. 26.) 8.

⁴⁸ MARKOVIĆ – MARKOVIĆ, 2014. 424.

Az eddigiek alapján egyértelmű, hogy a harmadik országokból érkező befektetések, s különösen a szuverén állami alapok helyzetét rendezni kell az EU-ban. Erre több megoldás is kínálkozik, melyek közül csak az egyik az Európai Bizottság által felvetett európai aranyrészvény. Célszerű tehát ezeket áttekinteni.

Egyik lehetőség, hogy a fennálló rendszeren alapvetően nem változtatunk. Ebben az esetben az Európai Bíróság joggyakorlatának megváltozásán múlik minden. Egyrészt érdeemes lenne megfontolnia a Testületnek, hogy szakítson a jelenlegi felfogásával és engedjen teret a megengedőbb értelmezésnek, ahogy azt az áruk szabad áramlása kapcsán is megtette. Erre elsősorban a derogációk kapcsán lenne lehetősége. Így az uniós jog alkalmazásának köre visszaszorulna, s a tagállamok valódi esélyt kapnának arra, hogy megvédjék a stratégiai vállalataikat. Ugyanakkor mindez azzal is járna, hogy a nemzeti szintű protekcionista törekvések legitimizálódnának, ami veszélyeztetné a belső piac egységét. Emellett valószínűleg a tagállamok igyekeznének tovább szélesíteni jogosítványaikat, ami viszont a bírósági ügyteher növekedését eredményezné.

Felvetődött az is, hogy a Testület a tőke szabad áramlása helyett a letelepedés szabadsága körében is vizsgálhatná az aranyrészvényeket. Erre jogalapot a Bizottság kontra Olaszország (2009) ügy szolgáltathat. Ennek alapján az állami befolyás gyakorlása lehetővé válna a nem EU tagországokból érkező befolyásszerzésekkel szemben. Ilyen esetben ráadásul a Bíróság előtt könnyebben lehetne hivatkozni a nyomós közérdekre. Azonban mindez számtalan problémát is felvetne: nem lehet tudni, hogy a tagállamok társasági jogi szabályozása, illetve a tagállamok társasági jogának egymástól való eltérése milyen mértékben ütközik a letelepedés szabadságába. Másrészt az ilyen szabályozás könnyen kijátszható, mivel a harmadik országból érkező befektető EU-n belüli társaságot is alapíthat, melynek következtében hivatkozhatna az alapszabadság biztosította jogokra.⁴⁹

Mindezek fényében úgy vélem, hogy a bírósági joggyakorlat megváltozása helyett érdekesebb lenne egy európai aranyrészvénykonstrukciót kidolgozni. Ennek alapjául egyrészt az államoknak a külföldi befektetéseket érintő szabályozása, valamint a Lisszaboni Szerződés szolgálhatna. Előbbi kapcsán az Amerikai Számvevőszék (US Government Accountability Office) tanulmányát szükséges kiemelni, amely 10 ország szabályozását hasonlította össze. Itt az alábbi beavatkozási okokat említi meg:

- Nemzetbiztonság, honvédelem, alkotmányos rend alapjainak védelme
- Kulcsiparágak védelme
- Nemzetgazdaság biztonsága
- Közrend, közbiztonság, közérdek
- Verseny.⁵⁰

Jól látható, hogy számtalan lehetőség áll a kormányok rendelkezésére, hogy megálljt parancsoljanak a külföldi befektetőknek. Érdemes itt azt is megjegyezni, hogy a fentiek szoros összefüggést mutatnak a tőke szabad áramlása esetében meghatározott kivételekkel. Különösen a nemzetbiztonság és a honvédelem területén mutatnak szigorot az államok, melyet az is bizonyít, hogy a '90-es évekig a szektor teljesen állami tulajdonban volt és a mai napig is döntő részben ez a helyzet. Emellett a már privatizált vállalatokban is igyekeznek bizonyos

⁴⁹ BURGER László: *Újjáéled az aranyrészvény?*, http://www.portfolio.hu/gazdasag/jog/ujjaeled_az_aranyreszveny.132395.html (2017. 01. 02.)

⁵⁰ HEMPHILL, 2017. 557.

ellenőrzési jogosítványokat fenntartani: egyrészt aranyrészvények, másrészt miniszteriális bizottságok formájában. Utóbbiakat nyomozati és blokkoló hatáskörökkel ruházták fel.⁵¹

Az európai aranyrészvény uniós jogi alapját Daniele Gallo szerint az EUMSZ 64. (3) cikke teremthetné meg, amely lehetőséget biztosít a tőke szabad áramlásának korlátozására harmadik országok esetében. Ugyanakkor a Tanács ezzel a jogkörrel csak egyhangúság esetén élhet. Emellett az is megoldást jelenthetne, ha a közvetlen külföldi befektetések, valamint a kétoldalú beruházási megállapodások esetében szerződés módosítással a hatáskörök a tagállamoktól az Európai Unióhoz kerülnének.⁵² Komoly problémát jelenthet azonban, hogy mindkét megoldás azt eredményezné, hogy a tagállamok újabb jogköröket adnának át uniós intézményeknek. Ráadásul ez a jelenlegi helyzetben igen nehezen lenne kivitelezhető, mivel az euroszkepticizmus és a protekcionizmus megerősödése miatt a kormányok jó eséllyel vonakodnának attól, hogy hozzájárulásukat adják a tervezethez.

Ennek ellenére úgy vélem, hogy a mostani geopolitikai helyzet, valamint a szuverén állami alapokkal kapcsolatos aggodalmak miatt szükségünk van az európai aranyrészvényre. Éppen ezért elkerülhetetlen a Szerződések ezirányú módosítása. Álláspontom szerint a lehetséges szabályozásnak az alábbi szempontokat kellene követnie:

- A tagállami gyakorlatot figyelembe véve nem diszkriminatív jellegűnek kell lennie
- Alapját szolgálhatná az amerikai aranyrészvény-szabályozás:⁵³ létre kell hozni egy külföldi befektetéseket vizsgáló bizottságot
- Az ennek nyomán felálló uniós szervnek azonban szélesebb hatáskörrel kell rendelkeznie, mint amerikai társának (kiindulópont lehetne a tőke szabad áramlásával kapcsolatos kivételek)
- Szemben az amerikai gyakorlattal, a szervnek tekintetbe kellene vennie az európai stratégiai vállalatok védelmét is
- Ugyanakkor elkerülve az esetleges megtorló intézkedéseket és a protekcionista törekvések felerősödését, alapvetően befektetőbarát szabályozásra van szükség.

Mindent összevetve látható, hogy igen komplex helyzettel állunk szemben. Ugyanis egyszerre kell figyelembe venni a tagállamok szuverenitását és a belső piacot kívülről veszélyeztető törekvéseket. Tanulmányomban arra próbáltam rávilágítani, hogy a kérdésben meg kell haladni a nemzeti szintű szabályozást, valamint a tagállamközi vitákat: az EU csak egységesen tudja magát megvédeni a harmadik országokból érkező „nem kívánatos” befektetőkkel szemben. Annak ellenére, hogy az elképzelés már több éve feledésbe merült, cseppet sem veszített aktualitásából. Sőt: a geopolitikai változások fényében ismét elő kellene venni. Vajon mit hoz a jövő?

⁵¹ O'DONELL, 2016. 2-4.

⁵² GALLO, 2016. 18-19.

⁵³ GYULAI-SCHMIDT, 2008. 48-49.

TAMÁS ZOLTÁN WÁGNER

European Golden Shares: Obsolete Idea or Panacea?

(Summary)

The European common talk was ruled by the question of golden shares in the '90s and 2000s. Several countries' legal system, also the Hungarian one, contained this entity. The European institutions, especially the Commission definitely opposed it from the beginning. The legal dispute was solved by the rulings of the ECJ which left relatively small room for the Member States to use this device.

Thus, the golden shares were gradually expelled from the legal systems of the Member States which facilitated investors from third countries to gain control in European strategic firms, typically from Russia, China and Middle Eastern countries. The words of Advocate General Colomer started to become true: by abolishing golden shares, the renationalization of privatised companies was the only chance for Member States to regain control. But it is completely the opposite of the European concept which promotes privatization, the protection of capital investments and undistorted market. Hence, the European Union had to respond to the new challenges: Commissioner Mandelson urged European leaders to consider the introduction of European golden shares which would ensure appropriate defence against acquisitions from non-EU countries. European protectionism? There is no free movement of capital in case of third countries? These were the most important questions regarding this issue. Despite the big announcement, the idea slowly fell into oblivion. Is it still relevant now?

In my study, I search for the answer whether it is worth introducing European golden shares. Despite the public belief, protectionism on European level is possible: within the frame of common agricultural policy, the European agricultural market is protected by several market devices, for instance by customs. In my study, the case of Sovereign Wealth Funds (SWFs) is also analysed. Besides, I have to emphasise that we should take into account the reasons for introducing golden shares, furthermore the regulations of the Member States known from the case law.

In my opinion, the European Union can no longer be neutral to investments coming from third countries, especially in the current geopolitical situation. Would the European golden shares be suitable device for that purpose.