

SZALAY RÓBERT ZSOLT

Nemzetközi Magánjogi és Európai Gazdasági Jogi Tanszék

Témavezetők: dr. Somssich Réka egyetemi tanár

dr. Papp Mónika PhD, egyetemi adjunktus

DOI: <https://doi.org/10.56966/2024.31.Szalay>

AZ EUMSZ. 107. CIKKE SZERINTI, AZ EURÓPAI UNIÓ BELSŐ PIACÁVAL ÖSSZEEGYEZTETHETETLEN KÖTVÉNYJEGYZÉSEK ÉS KIBOCSÁTÁSOK SZÜRKE ZÓNÁJA

I. Az állami támogatás, annak hiánya és hiányának igazolása

Az EUMSZ. 107. cikkének (1) bekezdése fekteti le az állami támogatás nyújtásának általános tilalmát¹. Jóllehet az állami támogatás megvalósulhat az állam saját forrásaiból, és nem feltétlenül uniós (példának okáért kohéziós² vagy Helyreállítási és Ellenállóképességi Eszközből³ származó) forrásból, ez nem jelentheti azt, hogy az Európai Unió (EU) tagállamai bármit megtehetnének a saját pénzüikkel. Egy tagállamban egy vállalkozás kedvezőbb helyzetbe hozása ugyanis lavinát képes elindítani, és ezáltal a többi tagállam versenytárs vállalkozásai hátrányosabb helyzetbe kerülhetnek. Ez termelékenységük, piacaik csökkenéséhez, dolgozóik elbocsátásához, de akár a teljes megszűnésükhöz is vezethet, jobb esetben – hazai terminológiával élve – végelszámolással, rosszabb esetben akár csődeljárásból átalakuló felszámolási eljárással. Egy vállalkozás megszűnése kihatással lehet a nemzeti számlákra is: mérettől és számosságtól függően képes megrázni a termékforgalmi egyenleget az elmaradó export- és a növekvő importszükséglet, vagy a krízis kapcsán fellépő, munkanélküliség okozta fogyasztáscsökkenés, ez pedig többletkiadásokat generálhat a szociális kiadásokban, ami mind kimutatható a GDP alakulásában, és még egyéb sok módon lecsapódhat ennek a hatása.

Fontos tehát látni, hogy egy állami támogatás tagállamok közötti dimenzióba léphet. Lehet, hogy ez méltányolható célkitűzéssel indult, de ha a versenytársak közül valamelyik nem részesül támogatásban, azzal hátrány éri, még akkor is, ha nem tőle veszik el és csoportosítják át azt az összeget, melyet (át)adnak a versenytársának. Ez az elem a szelektivitás⁴, azaz akkor beszélhetünk állami támogatásról, ha az szelektív. További szükséges elemek, hogy állami forrásból származzon, azaz államnak betudható entitástól vagy államnak betudható költségvetésből, a kedvezményezett pedig vállalkozás legyen, ide nem értve a közvetett állami támogatás eseteit, amikor a kedvezményezett első ránézésre magánszemélynek tűnik, azonban valójában vállalkozás. Az állami támogatásnak valamilyen gazdasági előnyt kell jelentenie

¹ Craig- de Búrca 2020. 1164.

² <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/hu/sheet/96/kohezios-alap> (2024. 06. 30.)

³ https://commission.europa.eu/business-economy-euro/economic-recovery/recovery-and-resilience-facility_hu (2024. 06. 30.)

⁴ Ferring SA v ACOOS-ügy, C-53/00, 2001. november 22.

mindemellett, és érintenie kell a tagállamok közötti versenyt. Ha a felsorolt elemek bármelyike is hiányzik, az EUMSZ. 107. cikkének alkalmazásában már nem beszélhetünk állami támogatásról.⁵

A tagállamok sokszor a végsőkig is elmennek, hogy igazolják, valamelyik elem nem áll fenn. Jellemzően a gazdasági előny hiányára hivatkoznak, érvelésük szerint ugyanis, az adott vállalkozás nem részesült előnyben, olyan finanszírozáshoz jutott legfeljebb, melyhez bármely hasonló helyzetben lévő vállalkozás is hozzájutott volna, azonos kondíciók mentén. Éppen ezért az állami támogatás fogalmáról szóló közlemény⁶ nevesíti azokat módokat, hogyan tudja egy tagállam igazolni az állami támogatás hiányát, a jelen tanulmány szempontjából releváns elemként, a gazdasági előny hiányát. A közlemény először a piaci magánbefektetői teszt (MEOP/MEIP-teszt)⁷ elvégzését javasolja, amikor egy analízissel igazolható, hogy az állam vagy annak betudható entitás piaci finanszírozóként járt el. Pl. ha a finanszírozást nyújtó állami bank volt, akkor az ugyanolyan feltételek mellett nyújtott hitelt, akár csak egy kereskedelmi bank.⁸ Egyéb megoldásként nevesíti a közlemény az összehasonlító teljesítményértékelést, a *pari passu* igazolást (magánbefektetőkkel történő közös finanszírozás), avagy egyébként bármely más, alkalmas módszert. Az Európai Bizottság a folyamat megkönnyítésére közleményeket bocsátott ki, melyek közül az egyik a hiteltípusú ügyletekhez, a másik a garanciatípusú ügyletekhez kapcsolódik. Ezek olyan ármátrixot nevesítenek, melyek elérésekor az Európai Bizottság a finanszírozást állami támogatástól mentesként ismeri el, és ezek soft lawként kötik a vizsgálatait során.

A következőkben azt kívánom bemutatni, hogy a kötvényügyletek során jelenleg miért nehéz igazolni az állami támogatástól való mentességet, s milyen összemosások történtek és történnek ezen a speciális finanszírozási területen.

II. A kötvény a hitel típusú finanszírozási formákhoz képest

A vállalkozások a hitelfelvétel helyett egyre gyakrabban kötvényeket bocsátanak ki, mivel a kötvények nagyobb szabadságot⁹ biztosítanak a kibocsátó¹⁰, azaz az adós vállalkozás számára. A kötvény alapvetően közép- vagy hosszú távú fizetési ígéret, amelynek során a kibocsátó értékpapírokat bocsát ki, amelyeket a jegyzők – tekinthetők hitelezőknek is – lejegyeznek, és a kötvényért cserébe pénzüsszeget bocsátanak az adós részére. A kibocsátó, azaz az adós köteles a kötvényen feltüntetett összeget (névértéket) a megfelelő és esedékes kupon szerint visszafizetni¹¹. Ezért megállapítható, hogy csupán e jellemzőre tekintettel ez tulajdonképpen fordított kölcsön, hiszen céljaiban nem különbözik az adósi-hitelezői pozíciótól. A kötvény lejegyzője ugyanis – bár megannyiszor befektetőnek nevezzük – nem befektető abban az

⁵ Quigley 2015. 27.

⁶ Bizottsági közlemény az Európai Unió működéséről szóló szerződés 107. cikkének (1) bekezdésében említett állami támogatás fogalmáról 2016/C 262/01, 2016. július 19.

⁷ Friederiszick-Tröge 2006. 107.

⁸ A milánói reptér ügye C-160/19/P, 2020. december 10.

⁹ Binmore-Rubinstein-Wolinsky 1986. 88.

¹⁰ Tanaka 2005. 10.

¹¹ Wright 2006. 288.

értelemben, hogy részesedést szerezne a vállalkozásban. Példának okáért nem válik részvényessé, nem szerez üzletrészt, és a kötvény nem is funkcionál a befektetési alapok esetében alkalmazott befektetési jegyként, mint kollektív befektetési forma. Ezért érthető, hogy Magyarországon a kollektív befektetési formákról és kezelőikről, valamint egyes pénzügyi tárgyú törvények módosításáról szóló 2014. évi XVI. törvény (Kbftv.) sem vonja hatálya alá a kötvények szabályozását.

A kötvényeket Magyarországon – alapvető jogforrásként – a tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvény (Tpt.) szabályozza, azonban irányadó rá nézve a Polgári Törvénykönyvről szóló 2023. évi V. törvény (a továbbiakban Ptk.) 6. Könyvének 5. Része, illetőleg a kötvényről szóló 285/2001. (XII. 26.) Korm.rendelet is. A hitel- és kölcsönnyújtás legfontosabb alapdokumentuma Magyarországon a Ptk. Az alapfogalmakat azonban a hitelintézetekről és a pénzügyi vállalkozásokról szóló 2013. évi CCXXXVII. törvény (Hpt.) tartalmazza, de a vállalkozásokra nem irányadó a fogyasztóknak nyújtott hitelek eltérő, aszimmetrikusan óvó, olykor klauzikálisan kógens szabályozása.

A kötvény forgalomképes, nem határoz meg kötelezően követendő hitelcélokat, az információs összeállítások – melyek jellemzően egyoldalú kinyilatkoztatások, nem úgy, mint a hitelszerződések –, általában csak a „kötvénykibocsátás célját” jelölik meg. Ezek inkább jelzésértékűek, hogy a kötvényt lejegyzők ismerjék, mire fogják fordítani a forrást. Az utóbbi időben, mióta a zöldkötvények népszerűvé váltak, ennek a zöld finanszírozóknál van a komoly jelentősége, akik meg kívánják állapítani – olykor csupán *prima facie* –, hogy a kötvényekből befolyó összeg valóban zöld célokra, de legalábbis nem kifejezetten környezetkárosító tevékenységre fordítódik, nem finanszíroznak belőle pl. fosszilis energiafelhasználást. Ezért a kötvényeknél nincsenek szigorúan követendő mérföldkövek, nincs megkövetelt monitoring, mint a hiteljogviszony esetében. A felmondási események köre is szűkebb, a kibocsátó számára sokkalta kedvezőbbek az úgynevezett rendkívüli kötvény-visszavásárlási események, és ezek legtöbbször a szigorúan értelmezett fizetéseképtelenségi helyzetekre koncentrálnak. A hiteljogviszonyok jellemzően megkövetelik a vállalkozásoktól, hogy ne akviráljanak vállalkozásokat¹², éppúgy, mint az ellenkezőjét, ne adjanak el semmit a hitel futamideje alatt, ne divesztáljanak, avagy legfeljebb a hitelnyújtó jóváhagyásával, ne fizessenek osztalékot, osztalékélelőletet, stb. Az említett jogviszonyokból gyakorta következik, hogy tulajdonos-, avagy vezetőváltás is csupán a hitelnyújtó hozzájárulásával mehet végbe. Ezek a jogosítványok olykor ütköznek a vállalkozások üzleti autonómiájával, hiszen egyértelmű üzleti kérdésekben kötik meg a vállalkozás kezét, ami nagyfokú aggodalmat kelt különösen a speciális területeken működő vállalkozásokban. Hiszen nem bizonyos, hogy a hitelnyújtó, még ha bank is, rendelkezik olyan iparági ismeretekkel, melyek szükségesek ahhoz, hogy a jóváhagyáskor üzletileg életképes döntést hozzon, például az úrkutatásban, az egészségügyi kutatásokban, a távközlésben vagy bármely innovatív szektorban. Ezekre az üzleti területre ráadásul úgy nyomul be a hitelnyújtó, hogy nem is a klasszikus értelemben vett befektető, akinek a részesedése miatt érdekében állna az az üzletvitelbe való beleszólás.

Ezzel szemben a kötvények általában nem korlátozzák a vállalatok mozgásterét, mivel a jegyzőt – világosan szólva – csak a megtérülés érdekli, a hozamot kellően elvárja, ezért cserébe

¹² <https://www.wallstreetmojo.com/bond-vs-loan/> (2024. 06. 14.)

nem kívánja ellenőrizni időközben a kiadásokat, a változásokat, a megvalósulást. További különbség, hogy a kötvényügyletek esetében nem beszélhetünk törlesztőrészletekről, melyekkel a hitelügyletekben havi, negyedéves, féléves vagy éves rendszerességgel teljesítik a visszafizetést a hitelnyújtónak. Ugyanakkor a *balloon*-típusú¹³ hitelügyleteknél is a futamidő vége felé tolódik el a visszafizetés, a *bullet*-típusú hitelügyleteknél pedig az utolsó törlesztőrészlettel történik a tőketartozás egyenlítése.¹⁴ Ehhez *bullet*-típusú hitelügylethez hasonlatos tulajdonképpen a kötvény életciklusa is, hiszen a névérték megfizetése egyben történik a kötvény lejáratakor, míg a kupon megfizetése jellemzően periodikusan esedékes, leggyakrabban negyedéves és féléves ciklusokban, már amennyiben nem úgynevezett „zéró-kupon kötvényről” van szó, amikor nem kapcsolódik kupon a kötvényhez, a hozamot a névérték alatti lejegyzés biztosítja, melynek jelen írásban még lesz jelentősége.

Hogyha egy skálán kívánjuk elhelyezni a kötvényügyletet az egyéb finanszírozási formákhoz képest, akkor az alábbi ábra szemlélteti elhelyezkedését.

1. ábra



Saját szerkesztés

Az ábra azt hivatott bemutatni, hogy a finanszírozó mennyire kerül közel az adósához és az adós projektjéhez, amit a finanszírozásból kívánnak megvalósítani, fedezni. Míg garancia esetén nem a finanszírozó feladata az alapügyletben finanszírozást nyújtani, csupán az alapügylethez kapcsolódva ígér bizonyos teljesítést a kötelezett helyett meghatározott események megtörténtekor. Ezért a garantőrt leginkább az adós adósbesorolása, bedőlési mutatója (PD: *probability of default*)¹⁵, bedőléskori kitettsége (EAD: *exposure at default*) és bedőléskori vesztesége¹⁶ (LGD: *loss given default*)¹⁷ érdekli¹⁸ – a Markov-metódus¹⁹ alapján –, továbbá azok biztosítékai (melyet az alapügylet finanszírozója engedményez jellemzően a garantőrre, amennyiben nem kényszerhitel esete forog fenn), s természetesen a futamidő, amíg a garantőrnek helyt kell állnia. Kevésbé érdekli viszont maga az alapügylet tartalma és célja, ami abból is fakad, hogy a garantőrök jellemzően a tőkeösszeg arányában számolt 80%-nál nem nyújtanak magasabb garanciát. Így az alapügylet finanszírozója is veszít az esetleges bedőlésen, ezért a „*due diligence*” folyamatát nagyobb részt az alapügylet finanszírozójára bízva a garantőr, így optimális esetben soha nem is kerül kapcsolatba az adóssal. Éppen ez adja a garancia üzleti rációját, azaz, hogy az alapügylet adósával a garantőrnek sose kellje érintkeznie,

¹³ <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/commercial-lending/balloon-payment/> (2024. 06.30.)

¹⁴ Az Európai Központi Bank Ajánlása a nemteljesítő hitelekéről, 2017. március, 44. o.

¹⁵ Babatunde 2017. 706.

¹⁶ Schuermann

¹⁷ Kealhofer 2002. 15.

¹⁸ Maclachlan 2004. 2.

¹⁹ Multi-State Markov Modeling of IFRS9 Default Probability Term Structure in OFSAA, PwC, <https://www.oracle.com/us/industries/financial-services/multi-state-markov-model-wp-3432818.pdf> (2024. 06. 14.)

ne kelljen a kedvezményezett számára kifizetést teljesítenie, utána pedig a biztosítékait érvényesítenie az adóssal szemben. A hiteljogviszony és az annak terhére kötött kölcsönszerződések esetében – ahogy már említettem –, elengedhetetlen kapcsolatba kerülni az adóssal, a finanszírozási igényt közvetlenül ki kell elégíteni. Ez a kötvényre is igaz volna, azonban – a korábban kifejtettek okán – a kötvénynél erőteljesebb ellenőrzés vetül az adóra. A skála végén pedig a tőkejuttatások állnak, amikor a finanszírozó részesedést is szerez az adott vállalkozásban, például start-up-ban kockázatitőke-finanszírozásként, hiszen ilyenkor a finanszírozó (befektető) érdekeltté válik a vállalkozás mindennapi működésében, és jellemzően ebbe bele is kíván szólni. Ez pedig nem csupán a főbb társasági kérdéseket érinti (például az ügyvezető személye), hanem iparági kérdéseket is, példának okáért azt, milyen áron érdemes beszerezni az alapanyagot a gyártáshoz. Finanszírozni tehát sokféleképpen és sokféle közelségből lehetséges, különösen akkor, ha minden, jelenleg nem említett finanszírozási típusra is gondolunk: a lízingre, a különféle tőkealapokra, az opciós kötvényre, a faktoringra, a forrfitírozásra, a váltóleszámítolásra, végképp nem említve azt, hogy ezek is mind a külső finanszírozás elemei, de a vállalkozások belső finanszírozással is bírnak, példának okáért értékcsökkenési leírás vagy adózott eredmény visszaforgatása útján. Ezek közé ékelődik be tehát – véleményem szerint – a kötvény, mely számosságát tekintve ritkább a hitelügyleteknél, léptékét tekintve azonban jelentős kötvénykibocsátókhoz és projektvolumenekhez kapcsolódik.

Ezeknek az ügyleteknek azonban változatlanul meg kell felelniük a piaci feltételeknek, és az államnak betudható entitás kötvényügyletei során kivétel nélkül köteles garantálni azt, hogy az EUMSZ. 107. cikk (1) bekezdésének hatálya alatt ezek az ügyletek nem tartalmazzak összeegyeztethetetlen állami támogatást. Az Európai Bizottság (Bizottság) a lengyel Nauta-ügyben²⁰ megerősítette, hogy a kötvényeket ugyanúgy szükséges árazni, mint a hiteleket (Nauta-formula), tehát legalább a referencia-kamatlábról szóló közleménnyel (Referenciárata Közlemény)²¹ összhangban kell lenniük, ha nem is kell lefuttatniuk egy standard piacgazdasági magánbefektetői tesztet (MEO/MEIP-tesztet), vagy pari passu-igazolást, vagy összehasonlító teljesítményértékelést (benchmarkingot) az állami támogatás fogalmáról szóló közlemény alapján.

III. Kötvényjegyzés

Az "ár" azonban a kötvények esetében más, hiszen nem a kamatláb az egyetlen ár, amit figyelembe kell vennie egy állami entitásnak, amikor kötvényt jegyez le. A kötvények esetében a kamatot általában kuponnak²² nevezik, a mögötte álló működési logika azonban teljesen ugyanaz. Mindazonáltal a kupon nem sokat árul el arról, hogy a kötvények jegyzése (avagy kibocsátása) után a kibocsátó mekkora összeget kap, ellentétben a hitelügyletekkel, ahol a visszafizetendő tőke és az arra épülő kamat is egyértelműen meg van nevezve, és többnyire ezek együttes összege adja ki a visszafizetendő összeget. A tőkén és a kamatlábon kívül

²⁰ Bizottsági döntés SA. 33113 (2012/C) (ex 2011/NN, 2011/CP), 2013. március 20., 25. pont

²¹ A Bizottság közleménye a referencia-kamatláb és a leszámítolási kamatláb megállapítási módjának módosításáról 2008/C 14/02, 2008. január 19.

²² Wright 2006. 288.

többnyire vannak bizonyos költségek is, nem csupán a teljes hiteldíjmutató (THM), hanem például egy esetleges szerződésmódosítás költségei is, a szerződéskötési díj, a hitelbírálati díj, az előtörlesztési díj, stb. Ha azonban egy bank 10 millió forint értékben ad kölcsönt egy vállalkozásnak, az azt jelenti, hogy a kamatot ez alapján számítják ki, és azt is, hogy az adósnak folyósított kölcsön tőkeösszege 10 millió forint lesz.

A kötvények esetében ez nem ilyen egyszerű, hiszen a kötvények, mint hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok, névértékkel rendelkeznek, amelyek nem feltétlenül egyeznek meg a valós piaci értékükkel. Ez utóbbit gyakran nevezik piaci értéknek, reálértéknek vagy jegyzési értéknek is, a különbséget általában a névérték alatti vagy feletti jegyzések okozzák. Ez a gyakorlatban azt jelenti, hogy a kötvényen megjelenik ugyan a névérték összege, – a példa kedvéért 1 millió forint –, ez azonban nem jelenti azt, hogy a jegyző 1 milliót fizetne érte. A jegyző a kibocsátó által elfogadott bármilyen összegért jegyezheti, tehát ha egy befektető 900.000 forintért vásárolja meg, az azt jelenti, hogy a névérték 90%-áért jegyezte a kötvényt, ami 900.000 forint reálértéket jelent. Ennek az ellenkezője is előfordulhat, általában akkor, ha egy kibocsátó széles körben megbízható, népszerű, felfelé ívelő spirálban van, vagy magas kamatot ígér, és ilyenkor a jegyzők a névérték felett vásárolják meg a kötvényeket, s a reálérték lehet akár 1,1 millió forint is, ami a névérték 110%-áért történő jegyzést jelent. Ezzel szemben a hitelezés során egyetlen bank sem szab olyan kritériumot, miszerint 1 millió forint 90%-át adná kölcsön a piaci dinamikára, a piac feszességére, az adós kivételes megbízhatóságára tekintettel. Ha 900.000 forintot kíván kölcsönadni egy bank, akkor 900.000 forintot ígér, érthető módon, hiszen ez – a piaci értékeket tükröző, forgalomképes kötvénnyel ellentétben – a természetéből fakad. A kötvénynél önmagában nem pénz, hanem egy ígélet alapvetően a bizalom és elvárások kártyája, amelynek az értéke igencsak változékony lehet térben és időben egyaránt. Ez adja a kötvények árazásának különbségét, mivel a kupon önmagában nem mutatja meg a teljes képet a befektető hozamáról. A kupon csak azt mutatja meg, milyen kamatot kap a befektető, azt azonban nem, hogy mekkora összeget fizetett a kötvényért és mennyit fog visszaváltáskor visszakapni.²³ Állami támogatási oldalról tehát kruciális megállapítani, hogy amennyiben egy befektetőnek 10%-os kupont ígérnek, de a kibocsátó népszerű trendjei miatt csak 110%-os piaci értéken tudja lejegyezni a kötvényeket, akkor a befektető alapvetően nem nyer semmit ezen az ügyleten, mivel 10%-kal többet fizetett a kötvényekért, és a kamatláb csak ezt a 10%-os különbséget kompenzálja, de nem jelent nyereséget, mivel a kupont a kötvény névértéke, nem pedig a piaci értéke alapján számítják ki. Ennek az ellenkezője is kimondható: ha egy kibocsátó csak 0%-os kupont ígér, a befektető azonban a névérték 90%-áért tudja lejegyezni ezeket a kötvényeket, akkor visszaváltáskor a befektető megnyerheti ezt a 10%-os különbözetet.

Természetesen a másodlagos kötvénypiacon is realizálható nyereség a névérték alatti lejegyzésből, azonban a befektető ezen az ügyleten is veszíthet, ha a kibocsátó lefelé ívelő spirálba kerül, és ezért a jegyző csak még kevesebbet cserélheti el a kötvényt. Másrészt viszont sokat nyerhet – különösen a kockázatos besorolású kibocsátók vagy portfóliók esetében –, amikor a befektető alacsony piaci értéken jegyzi a kötvényeket, és később, ha gazdasági fellendülés következik be, akár a tízszereséért is továbbadhat ezeken a kötvényeken, mint

²³ Wright 2006. 288.

amennyiért először jegyezte le őket, természetesen a kupon változatlansága mellett. Éppen ezért használjuk a kötvényekkel kapcsolatban a hozam (*yield*²⁴) kifejezést a kamat helyett, mert a kamat mint kupon, csak egy eleme a hozamnak, a hozam azonban a piaci érték (a névértékkel szemben) és a kupon együtteséből áll.

Éppen ezért úgy gondolom, hogy egy kötvényjegyzés árazásának értékelésekor az „árat”, a referenciaárat, melyhez képest megállapítható, hogy az ár tartalmaz-e állami támogatást, hozamként kell értelmezni, nem pedig egyszerűen kamatként, kuponként. Ezért amikor egy államnak betudható entitás (a továbbiakban: állami bank) kötvényeket jegyez, akkor a hozamnak kell megfelelnie a Referenciaráta Közleménynek, nem pedig a kamatnak önmagában. Tehát ha a Referenciaráta Közlemény mátrixa szerint legalább 10%-ot kell felszámítani kamatfelárként, akkor ezt többféle módon is elérhetjük:

- megvalósítható a kötvények 90%-os piaci értéken történő jegyzésével, anélkül, hogy kupont várnánk, vagy
- 120%-os piaci értéken történő jegyzéssel és 30%-os kupon felszámításával, vagy
- névértéken történő jegyzéssel és 10%-os kupon felszámításával, vagy
- 95%-os piaci értéken történő jegyzéssel és 5%-os kupon felszámításával, stb.

A lényeg az, hogy a piaci értéket a kuponnak legalább annyira ki kell egyenlítenie, hogy elérje a Referenciaráta Közlemény logikája által meghatározott minimális árszintet, tehát a hozamnak legalább ezen a szinten kell lennie.

2. ábra ²⁵

Bázispontban kifejezett kamatfelárak			
Hitelminősítési kategória	Biztosítékokkal való fedezettség		
	Magas	Általános	Alacsony
Kiváló (AAA-A)	60	75	100
Jó (BBB)	75	100	220
Kielégítő (BB)	100	220	400
Gyenge (B)	220	400	650
Rossz/Pénzügyi nehézségek (CCC és ennél alacsonyabb)	400	650	1 000 (°)

A gyakorlat azonban azt igazolja vissza, miszerint a Bizottság nem konzekvens a kupon–kamatt–névérték problématriász értékelésekor, és megannyiszor adós marad a névértéken felüli jegyzés figyelembevételével, immanensen egyenlőségjelet téve a hozam és a kupon között.

A másik jelentős gondot a már röviden említett másodpiaci értékesítés jelenti, ami a kötvény forgalomképességéből fakad, és szintén eltér a hitelügyletektől, így a Nauta-formula újfent

²⁴ <https://economictimes.indiatimes.com/definition/bond-yield> (2024. június 30.)

²⁵ A Referenciaráta Közlemény táblázata

ellentmondásba ütközik. Abban az esetben ugyanis, ha egy állami bank megfelelő hozamelvárással jegyez le kötvényt, és nem hagy állami támogatást a kibocsátónál, azonban a másodpiacon jóval a lejegyzéskori érték alatt ad túl a kötvényen, akkor összeegyeztethetetlen állami támogatást nyújthat a kötvény új tulajdonosa számára. Abban az esetben például, ha az állami bank névértéken jegyezte le a kötvényt, például 2,2%-os kupponnal, és a kibocsátó BBB minősítéssel, továbbá alacsony fedezettséggel rendelkezett, akkor a 2. ábrának megfelelően a 2,2%-kal (220 bázispont) megvalósul a kötvényjegyzés piaci konformitása, és a jegyzés nem tartalmaz állami támogatást. Amennyiben azonban ez az állami bank a másodlagos piacon névérték alatt értékesíti ezt harmadik félnek, – bár teljesül a 2,2%-os minimumhozam –, de a harmadik félnél megjelenhet a piaconál nagyobb előny. Hiszen előfordulhat akár az is, hogy az állami bank a névértékének csupán 10%-án értékesíti a kötvényt a másodpiacon. Ekképpen a kötvényügyletek a másodpiacon is gondot tudnak okozni, azonban kevés figyelem és ellenőrzés irányul rájuk.

A kötvényjegyzések során azonban – ahogyan bármikor máskor is –, lehetőség van arra, hogy a jegyzés állami támogatástól mentes mivoltát más módon igazolják, és ne a Referenciárata Közlemény alapján. A MEOP/MEIP-teszt ezt általában kiválóan kezeli, a gond a *pari passu-igazolás* során merül fel. A *pari passu-igazolás* lényege, hogy nem tartalmaz a kötvényjegyzés állami támogatást, amennyiben a kötvényjegyzésben legalább 30%-ban (eltérő értelmezés és gyakorlat jellemzi ezt az indikátorszámot)²⁶ nem csupán állami bank szerepel, hanem piaci magánszereplő is, aki (avagy akik) az állami bankkal egyidejűleg, azonos feltételekkel vesz(nek) részt a kötvényjegyzésben. Kölcsön, tőkejuttatás, befektetési alapokban való részvétel, de akár garancia esetén is ez kétség nélkül értelmezhető és igazolható is. Kötvények esetében azonban ezen metódus rejtetten eltéríti a realitást, ugyanis a kötvények jegyzése jellemzően versenyhelyzetben történik, online rendszerekben „licitálnak” a finanszírozók a lejegyzés reményében, a legalacsonyabb kuppontól indulva felfelé. Azaz, amennyiben az állami bank rögtön 0%-os kuponra licitál, akár piaci ár alatt is megszerezhetné az összes kibocsátandó kötvényt, és bár részt vett több szereplő a jegyzésen, a kialakult árat ezáltal mégsem lehet piacinak tekinteni. Véleményem szerint akkor sem állami támogatástól mentes a kötvényjegyzés, ha az állami bank a kötvények csupán 70%-át jegyzi le piaci ár alatt, hiszen így legfeljebb 30% marad a piaci magánszereplőknek, akik egyébként, lehet, hogy a 100%-ot lejegyzték volna valós, magasabb, piaci áron, piaci hozamelvárással. Éppen ezért úgy gondolom, a kötvényjegyzések esetében érdemes volna a Bizottságnak átgondolnia a *pari passu-igazolási* módot, hiszen ott, ahol versenyben lehet „elkapkodni” a finanszírozást, nem állapítható meg kétséget kizárólag a piaci konformitás. A problémát pedig súlyosítja, hogy az első esetkört sem ellenőrzik, és jelenleg a Bizottság megelégszik *pari passu*-ügylet esetén az aukción való részvétellel, még akkor is, ha végül csupán az állami bank jegyez le kötvényeket, hiszen elmosódik az aukció versenyszerű licitálásából fakadó természetes különbözőség.

További probléma, mely a Nauta-formulát gyengíti, hogy a gyakorlatban a nagyvállalatok esetében a kölcsön olcsóbb, mint a kötvénykibocsátás. A kötvénykibocsátás szabadságának ellenértéke van, és ez az ellenérték a magasabb ár, a magasabb hozamelvárás a finanszírozók részéről. Kötvényt nem bocsáthat ki bárki, és az infrastruktúrája is sokszorosan költségesebb,

²⁶ Vissers 2019.

ezért a kölcsön és a kötvény azonos kezelése nem csupán az említett szabadságjegyek miatt is félrevezető, hanem a piacon empirikusan igazolható, hogy a kölcsön alapvetően olcsóbban hozzáférhető. A kölcsön is akkor válik drágábbá, ha az szabad felhasználású. Ugyanezt a logikát követi a kötvény is: a kötvénykibocsátó tágas mozgástere nagyobb költségvonzattal jár, így reformra lenne szükség a két finanszírozási forma megkülönböztetése érdekében.

IV. Kötvénykibocsátás

Általában az állami bankok azok, amelyek pénzt adnak, azonban a forrásoldalon is szükség van bizonyos mennyiségű pénzre a működéshez, ezért egyes relációkban a bank az, aki hitelfelvevővé, adóssá, kötvénykibocsátóvá válik. A piaci magánadós elve ismeretes²⁷ az állami támogatási jog területén, azonban a kötvények világában nem rendelkezik kiforrott jogirodalommal és esetjoggal. A forrásbevonásnak ez a módja azonban kifejezetten jelentős olyan bankok vagy más finanszírozók esetében, amelyek nem gyűjthetnek betétet, így a legfontosabb forrásoldali bevételtől esnek el, és ez nagyban korlátozza mozgásterüket. Ezért az állami bankok gyakran bocsátanak ki kötvényeket, hogy a napi működéshez és az ügyletek finanszírozásához szükséges pénzüsszeget összegyűjtsék. Mivel az állami bankok hitelminősítése rendszerint megegyezik az államáéval, az állami bank így általában viszonylag olcsón jut forráshoz, ahhoz képest, hogy hitelezőként milyen áron adja tovább ezt a kölcsönösszeget a hitelfelvevőknek, ez különbség pedig a nyereség egyik elemét képezi. Amikor az állami bank adósként lép fel, és az adós és a hitelfelvevő pozíciót cserél, a feje tetejére áll a helyzet, hiszen ekkor már nem az a kérdés, hogy egy piaci magánbefektető milyen reális²⁸ feltételekkel finanszírozna egy üzletet, hanem az, hogy a piaci magánbefektető milyen feltételekkel keresne finanszírozást, milyen feltételekkel adósodna el. Ha túl magas hozamot fizet az állami bank, magasabbat, mint amelyet egy normális piaci szereplő fizetne, akkor ezzel előnyt biztosítana a kötvény lejegyzőjének, ezért nem ígérhet az állami bank magasabb hozamot, mint amit egy piaci magánbefektető ígérne. Ha magasabbat ígérne, az burkolt finanszírozást jelenthetne, és ez összeegyeztethetetlen állami támogatásnak minősülne, mivel ugyanolyan hatást váltana ki, mintha olcsóbban adna az állami bank kölcsönt, mint amilyen kamatszínvonalon a kereskedelmi bankok tennék. Ezért – úgy vélem – a kötvénykibocsátásnál az állami bank nem ígérhet magasabb hozamot, mint amit – más igazolási metódus híján – a Referenciaráta Közlemény mátrixa (kibocsátásnál minimumként, lejegyzésnél, úgy hiszem, jobb benchmark híján maximumként) meghatároz, és ezúttal az árazás alapja csak az állami bank lehet, nem pedig a lejegyző. Ráadásul az állami bankok adóbsbesorolása az államéval rendszerint azonos, és sokszor még állami garancia vagy kezesség is áll mögöttük, így az állami bank rendszerint „AAA” minősítésű, ezért a minimális hozam viszonylag alacsony lenne. A gyakorlatban azonban az állami bankok és egyéb állami entitások általában még olcsóbban is képesek forrást gyűjteni a piacról, hiszen az ő kötvényeiknek a jegyzése általában ugyanolyan lukratív és kockázatkerülő, mint az állami kötvények, állampapírok vásárlása. Másrészt ezeket a helyzeteket általában kötvényaukciók fedik, ellentétben a jegyzéssel, ahol az állami bank

²⁷ Autostrada Wielkopolska v European Commission-ügy, T-778/17, 2020. március 13.

²⁸ Staviczky 2012. 9.

kötvényeinek jegyzéséért nagyszámú finanszírozó versenyez, így jelenlétük és ajánlataik garantálják a MEOP/MEIP-konform árazást, hiszen egymással is versenyeznek, hogy egymás ajánlatát túljérjék. Az aukciók esetében piaci kamatelvárásért jegyzik az állami entitások kötvényeit, hiszen ilyenkor is 0%-ról indulhat az aukció, ugyanakkor ami hátrány a jegyzéskor, az előnnyé válik kibocsátáskor. Tehát ahol nyílt aukcióval állunk szemben, vagy ha több befektető van meghívva, ott maga az aukció jellege igazolja az állami bank kötvényeinek árazását, mivel azok egyértelmű és versenyszerű automatizmus eredményei lesznek, természetesen ha nem áll fenn licitmanipuláció, például „*bond bid rigging*” formájában.

V. Konklúzió

A kötvények különleges megoldást nyújtanak a finanszírozás területén, azonban, mint láthattuk, egyetlen finanszírozási mód sem feleltethető meg a többinek: vagy az árszínvonalukban térnek el vagy más inherens jegyükben, mely ideálisan kifejezhető és mérhető is a finanszírozott adóstól és projektől való finanszírozói távolsággal. Ennek megfelelően, úgy gondolom, át kell gondolni, hogy a kötvényügyleteket mennyire érdemes azonosan kezelni a hiteltípusú ügyletekkel, figyelembe véve a finanszírozási formákban rejlő természetes eltéréseket. A természetes eltéréséből fakadóan a garancia- és kezességi ügyletek árazási megfelelőségére, a Bizottság a Kezességvállalási Közleményt²⁹ megalkotta, egyéb finanszírozási formák tekintetében pedig a MEOP/MEOP-teszt és a *pari passu* igazolás egyediesített verzióit követeli meg. Ez is világosan mutatja, a kötvények külön rezsimeket érdemelnek, hiszen a fentiekből világosan látszik, a kötvények mind kibocsátói, mind lejegyzői oldalról önálló releváns piacot³⁰ képeznek. A releváns piac nem tartalmazza egyidejűleg a kötvényeket és a hitelügyleteket, ezek önálló releváns piacot alkotnak, s ennek megfelelően kezelésük sem lehet egységes. Ezen felül megoldásra vár a piaci magánadás elve szerinti kötvénykibocsátás kérdésköre, a másodpiaci értékesítés és a *pari passu-igazolás* alkalmazhatóságának problémája is. Jelenleg, úgy vélem, a kötvénykibocsátások és kötvényjegyzések szürke zónát képviselnek az Európai Unió állami támogatási jogában, ugyanis amennyire hasonlítanak a bevett megoldásokra, annyira el is térnek azoktól, a különbségek kezelése azonban egyelőre elmarad.

Felhasznált irodalom

Adegbemi Babatunde Onakoya – Ayooluwa Eunice Olotu: Bankruptcy and Insolvency: An Exploration of Relevant Theories, In International Journal of Economics and Financial Issues, 2017, 7(3), 706. o.

²⁹ Bizottsági közlemény az EK-Szerződés 87. és 88. cikkének a kezességvállalás formájában nyújtott állami támogatásra való alkalmazásáról 2008/C 155/02, 2008. június 20.

³⁰ A Bizottság közleménye az uniós versenyjog alkalmazásában az érintett piac meghatározásáról C/2024/1645, 2024. február 22.

K Binmore, Rubinstein, A Wolinsky: The Nash bargaining solution in economic modelling In The RAND Journal of Economics, Vol. 17, Issue 2, 1986, 88. o. DOI: <https://doi.org/10.2307/2555382>

Paul Craig – Gráinne de Búrca: EU Law Text, Cases and Materials, Seventh Edition, Oxford University Press, Oxford, United Kingdom, 2020, 1164-1176. o. DOI: <https://doi.org/10.1093/he/9780198856641.001.0001>

Hans W. Friederiszick – Michael Tröge: Applying the Market Economy Investor Principle to State Owned Companies — Lessons Learned from the German Landesbanken Cases, Competition Policy Newsletter, Chief Economist Section, Numer 1, Spring 2006, 107. o.

Stephen Kealhofer: The Economics of the Bank and of the Loan Book, Moody's – KMV LLC, 2002, 15. o.

Ian Maclachlan: Choosing the Discount Factor for Estimating Economic LGD, Australia and New Zealand Banking Group Ltd., 2004. május, 2-3. o.

Conor Quigley: European State Aid Law and Policy, Third Edition, Hart Publishing, Oxford and Portland, Oregon, 2015, 27. o. DOI: <https://doi.org/10.5040/9781782259329>

Til Schuermann: What Do We Know About Loss Given Default? Wharton Financial Institutions Center Working Paper No. 04-01, 2004. február, 27-31. o. DOI: <https://doi.org/10.2139/ssrn.525702>

Dr. Staviczky Péter: A piaci magánbefektető elve az uniós joggyakorlat tükrében, Állami Támogatások Joga, 13 (2012/1) 3–19., 9-10. o.

Misa Tanaka: Bank loans versus bond finance: implications for sovereign debtors, In Bank of England Working Paper No. 267, 2005. október 19., 10-37. o. DOI: <https://doi.org/10.2139/ssrn.824244>

Loes Vissers: The pari passu concept: an effective method to assess whether the Market Economy Operator Principle has been complied with? The application of the MEOP and the pari passu concept & the recovery of State aid granted through private contracts on the basis of Dutch Recovery legislation, 2019. augusztus 28., European Law LL.M szakdolgozat, Tilburg University, Holland Királyság

Sue Wright: International Loan Documentation, Finance and Capital Markets, Palgrave Macmillan, 2006, 288. o. DOI: <https://doi.org/10.1057/9780230514799>

THE GREY ZONE OF BOND SUBSCRIPTIONS AND ISSUANCES CONSTITUTING INCOMPATIBLE STATE AID UNDER ARTICLE 107 TFEU

Granting state aid is generally prohibited under Article 107(1) TFEU. State aid consists of five distinct elements and failing to encompass all five, a measure shall never constitute state aid. One of these five elements is the conferral of economic advantage and Member States are keen on relying on the lack of this very element in order to avoid granting incompatible state aid. The European Commission adopted several notices and communications in order to ease and facilitate the situation of Member States wishing to prove the lack of state aid in their financing measures. The Commission enlisted several methods, including the MEOP/MEIP test, benchmarking or *pari passu* transactions to this end and adopted separate notices on how to price loan-type and guarantee-type transactions therewithal, to comply with Article 107(1) TFEU. The Commission has reinforced it now several times, it considers bond transactions falling under the loan-type transactions, however, the nature and the practice of bond issuances and subscriptions suggest it strongly otherwise. I unapologetically argue, bonds constitute a completely separate relevant market and they cannot be confused with loans, although, this interpretation of mine remains, thus far, unbuttressed by the legal practice of the Commission, therefore, I consider it a legal grey zone.