

TEMELJNA RAZISKAVA

REGULACIJA MEDNARODNIH TOKOV KAPITALA KOT INSTRUMENT NADZORA UČINKOV NEPOSREDNIH TUJIH INVESTICIJ

Doc. dr. Anita Maček

POVZETEK

Naraščanje obsega neposrednih tujih investicij in znotraj njih čezmejnih združitve in prevzemov je prineslo nove priložnosti za podjetja, ki so udeležena v tovrstnih mednarodnih transakcijah. Z vnašanjem strukturnih sprememb v gospodarstvu pa čezmejne združitve in prevzemi povzročajo določen pritisk na ekonomsko politiko države prejemnice tujih investicij. Slednji se je v zadnjih letih dodatno povečal predvsem zaradi poseganja tovrstnih procesov v strateške panoge držav prejemnic, poleg tega pa so se v vlogi tujih investorjev pojavili tudi t.i. skladi državnega premoženja, ki lahko v primeru večjih nakupov ogrozijo ekonomske cilje posamezne države – prejemnice tuje investicije.

Ključne besede: neposredne tuje investicije, čezmejne združitve in prevzemi, regulacija

REGULATION OF INTERNATIONAL CAPITAL FLOWS AS AN INSTRUMENT OF CONTROLLING ECONOMIC EFFECTS OF FOREIGN DIRECT INVESTMENTS

ABSTRACT

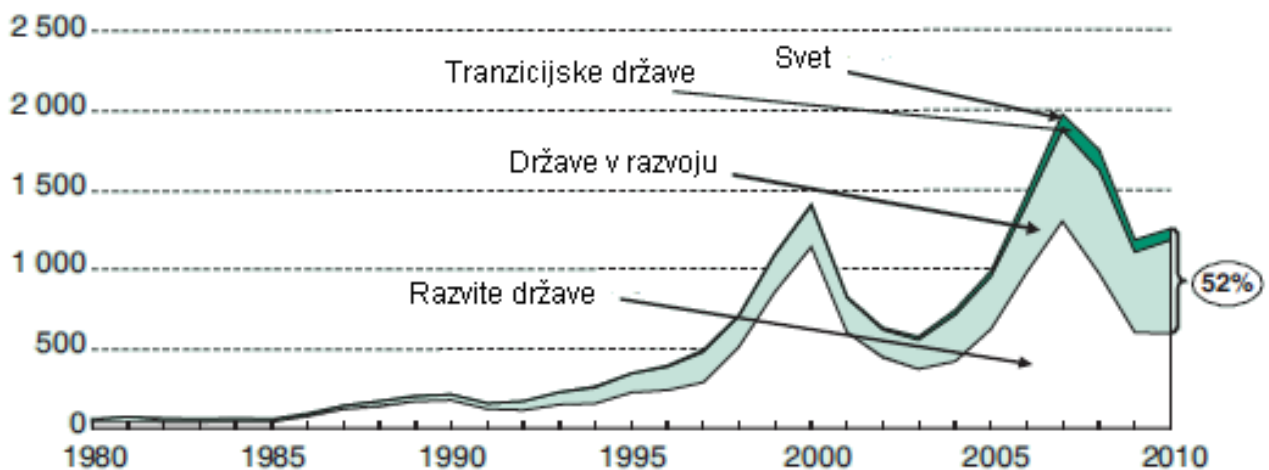
Rising international capital flows and cross-border mergers and acquisitions have brought new opportunities for companies which participate in such transactions. On the other hand, as this causes structural changes in the economy, cross-border mergers and acquisitions represent also certain pressure on the economic policy in the receiving country. This pressure has risen in the last few years mainly because of two reasons, the first one being the entrance of cross-border mergers and acquisitions into the strategically important sectors and the second one being the increased role of foreign wealth funds in cross-border mergers and acquisitions, which can, in the case of big acquisitions, threaten economic goals of the individual receiving country.

Key words: foreign direct investments, cross-border mergers & acquisitions, regulation

1 UVOD

Naraščanje obsega neposrednih tujih investicij (NTI) je sestavni del globalizacije. Razvoj tehnologije in liberalizacija mednarodne menjave pa sta nacionalne politike prisilili k liberalizaciji teh kapitalskih tokov (Dunning 1993, Rajan in Zingales 2003). Na spodnjem grafu prikazujemo gibanje globalnih NTI v obdobju od 1980 do 2010.

Graf 1: Razvoj NTI med 1980 in 2010



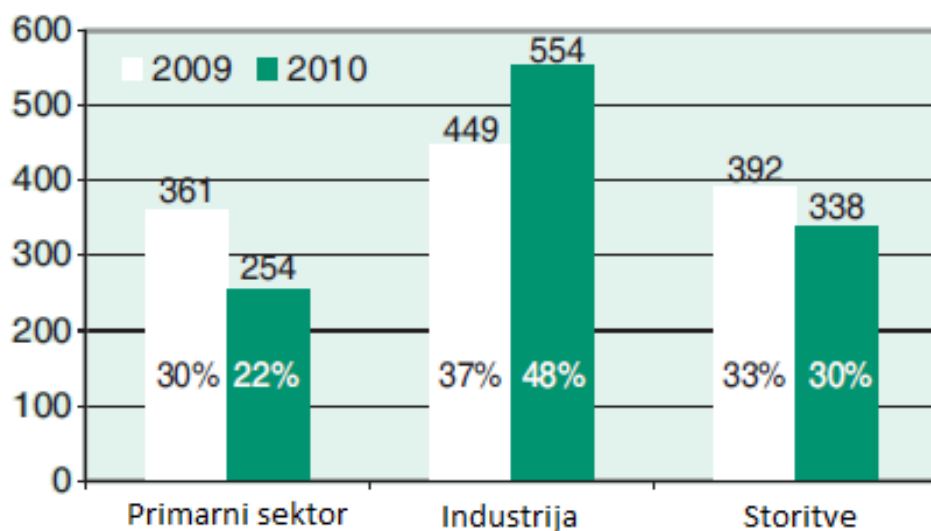
Vir: UNCTAD 2011.

Iz grafa 1 vidimo, da se je v obdobju med leti 1980 in 2000 obseg globalnih NTI povečeval. V letu 2001 so rast prekinili napadi v ZDA, katerih posledica se na obsegu globalnih NTI pozna še v naslednjih dveh letih, nato pa je med leti 2004-2007 mogoče opaziti ponovno stabilizacijo in rast NTI, ki pa je bila v letu 2008 prekinjena zaradi gospodarske in finančne krize. V letih 2008 in 2009 se je zato obseg globalnih NTI zniževal. V prvem letu se je v primerjavi s prejšnjim letom znižal za 12 %, v letu 2009 pa se je v primerjavi z letom 2008 znižal za 32 %. V letu 2010 se je obseg globalnih NTI pričel povečevati in se tako v primerjavi z letom 2009 povečal za 5 % (na 1,2 mia ameriških dolarjev), vendar je bil še vedno za 37 % nižji od največjega obsega, ki je bil dosežen leta 2007 (1,98 mia ameriških dolarjev).

Vsa leta je bil največji obseg globalnih NTI v razvitih državah, v letu 2010 pa so države v razvoju in tranzicijske države skupaj prvič pritegnile več kot polovico globalnih NTI. V lanskem letu se je močno povečal obseg mednarodne proizvodnje,

državna multinacionalna podjetja pa so tudi lani igrala pomembno vlogo na trgu mednarodnih tokov kapitala (MTK). Po podatkih UNCTAD (2011) naj bi bilo v letu 2010 najmanj 650 multinacionalk v lastništvu posameznih držav, ki imajo 8.500 tujih podružnic po vsem svetu. To sicer predstavlja manj kot 1 % vseh multinacionalk na svetu, vendar so njihove izhodne investicije v letu 2010 kljub temu znašale 11 % celotnega obsega globalnih NTI. Lastništvo in upravljanje multinacionalnih podjetij, ki so v lasti države, logično povečuje skrb v državah prejemnicah teh investicij, dodatno pa skrb povečuje tudi struktura vlaganj NTI. Le-to prikazujemo v spodnjem grafu.

Graf 2: Vlaganja NTI po panogah



Vir: UNCTAD 2011.

Iz grafa vidimo, da se je obseg globalnih NTI v letu 2010 v primerjavi z letom 2009 povečal v industriji, medtem ko se je v primarnem sektorju in sektorju storitev njihov obseg zmanjšal. Če obseg primerjamo z obsegom pred krizo (2005-2007), lahko ugotovimo, da si je primarni sektor že opomogel, sektor storitev je še vedno na manj kot polovici, medtem ko je obseg globalnih NTI v industrijo le še 10 % manjši, kot je bil v omenjenem obdobju.

Pritisk na domače ekonomske cilje in s tem na ekonomsko politiko, ki ga povzročajo povečan obseg NTI, struktura vlaganj teh tokov in lastništvo multinacionalk v rokah posameznih držav sproža zaščitniško reakcijo držav prejemnic teh investicij, ki s

ciljem preprečitve vstopa tujih lastnikov v določene strateške sektorje države, sprejemajo različne obrambne ukrepe.

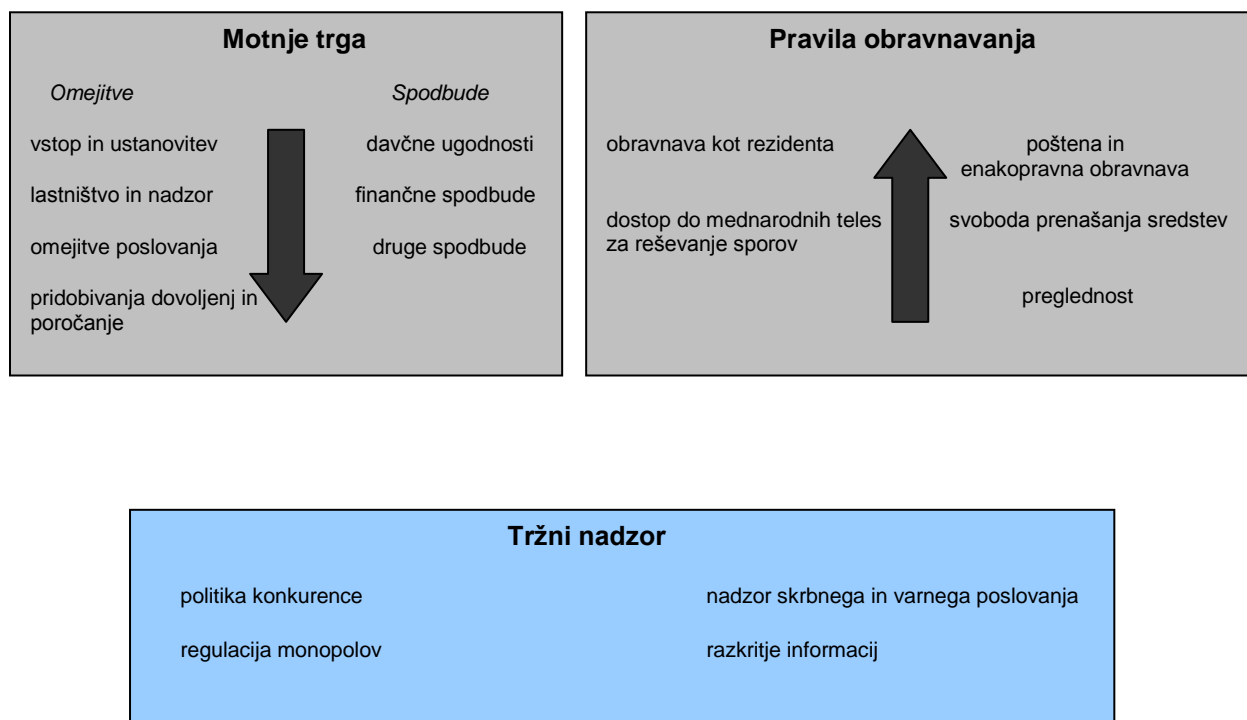
V prvem delu temeljne raziskave bomo prikazali pomen liberalizacije in privatizacije za rast MTK ter razvoj mednarodnega nadzora in koordinacije MTK, nato pa bomo prikazali reakcije realne ekonomske politike na te procese.

2 LIBERALIZACIJA IN PRIVATIZACIJA KOT DEJAVNIKA RASTI MEDNARODNIH TOKOV KAPITALA

Na povečanje obsega mednarodne trgovine in investicij so v glavnem vplivali gospodarska rast posameznih držav, liberalizacija, privatizacija in večja dostopnost komunikacij in tehnologij (Adler in Hufbauer 2008). Liberalizacija v splošnem opredeljuje svobodo posameznika, ki ga ne ovira vlada, institucije ali tradicija, z ekonomskega stališča pa liberalizacija predstavlja predvsem umik vlade iz delovanja trgov.

World Investment Report (UNCTAD 1998, 94-95) liberalizacijo opredeljuje kot dinamični proces, ki vključuje odstranjevanje motečih dejavnikov na trgu, okrepitev pozitivnih pravil obravnavanja tujih investitorjev in okrepitev tržnega nadzora. Omenjene tri aspekte liberalizacije v poročilu prikazujejo s spodnjo sliko.

Slika 1: Liberalizacija politik NTI



Vir: UNCTAD (1998, 94).

Kot prikazuje slika 1, sta zmanjšanje motenj na trgu in okrepitev pravil obravnavanja NTI neposredni posledici liberalizacije, medtem ko je nadzor trga nad temi procesi potreben za doseganje čim večjih koristi liberalizacije. Ob tem je potrebno ločiti razliko, ki obstaja med liberalizacijo NTI in politiko, ki ustvarja boljšo klimo za investicije, čeprav ta ločitev v praksi vedno ni preprosta (UNCTAD 1998, 95).

Države liberalizacijo v največji meri podpirajo, ko njihova ekonomska politika verjame v pozitivne posledice MTK (Kobrin 2005, 75), njene splošne posledice pa se kažejo predvsem v povečanju konkurenčnosti gospodarstva (Akdede 2005, 101-103).

Drugi pomemben dejavnik rasti MTK je privatizacija. Gre za obliko prevzema dela ali celotnega podjetja s strani domačih ali tujih prevzemnikov. Predvsem Vzhodni ter Srednji Evropi je privatizacija predstavljala pomemben del tranzicije v tržno gospodarstvo, hkrati pa je bila tudi orodje za privabljanje NTI (UNCTAD 2000, 159). Privatizacija prevzetim podjetjem ponuja priložnost, da se pod tujim lastništvom hitreje in učinkoviteje prestrukturirajo, dodatno pa pozitivno vpliva tudi na konkurenco na posameznem trgu (UNCTAD 2008, 23). Za prevlado pozitivnih posledic pred morebitnimi tveganji privatizacije, mora država prejemnica NTI voditi zdravo, učinkovito in mednarodno konkurenčno ekonomsko politiko. Dodatno pa se morajo v procesu privatizacije, v katerega so vključeni tuji investitorji, vlade osredotočiti tudi na prevzemno ceno in na ugled ter poslovni načrt tujega investitorja (Kalotay in Hunya 2000, 62).

Kljub pozitivnim posledicam, ki jih lahko privatizacija prinese, predstavlja ta proces politično precej občutljivo zadevo v mnogih državah, predvsem ko gre za delovno intenzivne države, v katerih prevladuje strah pred izgubo delovnih mest (Kalotay in Hunya 2000). Intenzivnost, s katero privatizacija stimulira NTI je zato od države do države različna in odvisna od gospodarske politike posamezne države.

V zadnjih letih so po obsegu privatizacije izstopale Avstrija, Francija, Portugalska in Irska, ki so leta 2006 pričele z velikim privatiziranjem državnih podjetij (UNCTAD 2007, 72), v letu 2007 (UNCTAD 2008, 77) pa so po obsegu privatizacije svojih pomembnih sektorjev izstopale Poljska in Latvija, ki sta privatizirali državna letalska in telekomunikacijska podjetja, ter Portugalska, ki je prodala glavni delež v podjetju Rede Electrica Nacional (REN). Na drugi strani so Slovaška, Estonija, Litva in Poljska

države, ki so v letu 2007 proces privatizacije močno zavirale. Slovaška je ustavila velike privatizacijske načrte in razglasila renacionalizacijo številnih strateških panog. Podobno se je zgodilo tudi v Estoniji, Litvi in na Poljskem, kjer so vlade preprečile privatizacijo podjetij, ki naj bi bila nacionalno strateškega pomena. V letu 2010 se je proces privatizacije zaključil v Turčiji. V tem letu in v prihodnjih pa se izvaja naslednji val privatizacije v Rusiji in Ukrajini (UNCTAD 2011).

Odnos do MTK se je v državah prejemnicah skozi leta spreminjal, nadzor nad mednarodnimi kapitalskimi tokovi pa je zagovarjal že Keynes. Njegove glavne poudarke na tem področju prikazujemo v nadaljevanju.

3 KEYNES IN NADZOR MEDNARODNIH TOKOV KAPITALA

Keynes je v svojih tezah zagovarjal aktivno vlogo države pri delovanju trga, saj je po njegovem mnenju le tako mogoče doseči gospodarsko rast in stabilnost. Po njegovi tezi trg idealno deluje le, če država zagotovi stanje blizu polne zaposlenosti (Harris 1947, Reich 1999), značaj kapitalistične države pa naj bi »zahteval mnogo več centralnega planiranja, kot ga imamo danes« (Keynes 1982). Keynes ni nasprotoval kapitalizmu ali zanimal osrednje vloge trga, ampak je k Smithovi nevidni roki dodal koncept vidne roke države. Postavil je ideološko podlago za »menedžersko državo« in mešano gospodarstvo (Hall 1989, Rasmussen 2006), politika pa je, kljub temu da je Splošna teorija kot strokovna podlaga keynesianizma izšla že leta 1936, njegov koncept sprejela šele po 2. svetovni vojni.

Keynes je veljal za najuglednejšega ekonomista med tistimi, ki so podpirali nadomeščanje uvoza z domačo proizvodnjo (1933) in nadzor MTK. Za nadzor MTK se je zavzemal, saj naj bi ti tokovi nacionalno ekonomijo izpostavili nestabilnostim v mednarodnem gospodarskem prostoru, omogočali beg kapitala, ogrožali potencialno gospodarsko rast in davčno bazo ter vodili v prerazporeditev dohodka od revnih k bogatim. Menil je, da bi nacionalne države morale imeti možnost za neodvisno vodenje politike obrestne mere, ne pa da so podvržene enotni obrestni meri, ki jo implicira popolna mobilnost kapitala. Keynesova stališča so se udeležila v njegovem sodelovanju pri oblikovanju brettonwoodskega sistema fiksnih tečajev. Z Whiteom, ki je sodeloval pri pripravi dokumentov v imenu ZDA, sta se strinjala, da je v povojni ureditvi potrebno zagotoviti nadzor nad MTK, da bi se dosegla prosperiteta. Države naj bi uporabljale učinkovite instrumente nadzora in sodelovale pri njegovem izvajanju. Ameriško finančno ministrstvo je temu nasprotovalo in zahtevalo soglasje o popolni finančni liberalizaciji (Bond 1999), do katere ni prišlo. V nekem smislu je prav takšno omejevanje pomenilo kal za kasnejši razpad brettonwoodskega sistema.

Keynes se je, ko je zagovarjal potrebno državno intervencijo, zavedal možnega odpora posameznih kapitalistov oziroma gospodarskih družb (Rasmussen 2006), vendar takrat njihov vpliv še ni bil tolikšen, kot je danes. Prav rast industrijskih in finančnih multinacionalnih družb pa je verjetno pripomogla k zatonu keynesianske ekonomske politike (Crotty in Epstein 1995).

Zaradi učinkov, ki jih imajo mednarodni kapitalski tokovi na države prejemnice, lahko v preteklosti opazimo številne poskuse regulacije teh tokov. Razvoj le-teh prikazujemo v nadaljevanju.

4 MEDNARODNI NADZOR IN KOORDINACIJA NA PODROČJU MEDNARODNIH TOKOV KAPITALA

Kot pobude za čim bolj učinkovit nadzor so skozi pretekla obdobja bili predlagani različni mednarodni predpisi, kodeksi in sporazumi, ki pa iz različnih razlogov pogosto niso bili sprejeti ali upoštevani. V nadaljevanju prikazujemo posamezne poskuse mednarodnega nadzora in koordinacije MTK, posebej pa izpostavljam glavne značilnosti evropske Direktive o prevzemnih ponudbah, ki to področje ureja na evropski ravni.

4.1 Poskusi nadnacionalnega urejanja mednarodnih tokov kapitala

Poskusi nadnacionalnega nadzora MTK segajo že v obdobje delovanja banke za mednarodne poravnave (Bank of International Settlements – BIS), ki so jo ustanovili na Haaški konferenci 1930. Ta naj bi pomagala stabilizirati MTK in bi naj na tem področju imela podobno vlogo, kot jo ima danes v evroobmočju ECB (Siegel 1998). Naslednji poskus nadnacionalnega nadzora MTK sega v obdobje Bretton–Woods, ko je politika pod vplivom izkušenj iz krize v dvajsetih in tridesetih letih verjela, da je nadzor MTK pomemben za finančno stabilnost nacionalnih gospodarstev. Z ustanovitvijo OEEC (1948), ki se je leta 1961 preobrazila v OECD in s sprejetjem dveh kodeksov o liberalizaciji (1961): Kodeksa o liberalizaciji kapitalskih tokov in Kodeksa liberalizacije nevidnih transakcij¹ se je pričelo obdobje liberalizacije kapitalskih tokov (Dailami 1999, 7, OECD 2002), dodatno pa je k liberalizaciji prispeval tudi razpad brettonwoodskega sistema (1971). Kodeks liberalizacije nevidnih transakcij kasneje ni bil več v veljavi, lahko pa kot poskus mednarodnega

¹ Kodeks liberalizacije nevidnih transakcij se je v glavnem nanašal na čezmejne storitve.

urejanja tokov kapitala upoštevamo tudi Konvencijo glede zaščite privatne lastnine (OECD 1967), katere osnutek so predstavili že leta 1967. Ker ni bila podpisana, je ne uporabljajo kot instrument, ampak kot model za bilateralne investicijske pogodbe. Leta 1976 je OECD sprejela Deklaracijo o tujih investicijah in multinacionalnih podjetjih (Declaration on international investment and multinational enterprises), katere cilj je bil izboljšati investicijsko klimo, spodbujati pozitiven prispevek multinacionalnih podjetij k ekonomskemu in družbenemu napredku ter zmanjševati in odpravljati omejitve oziroma težave, ki lahko nastanejo pri teh transakcijah (OECD 2000). Leta 1991 so bila v Deklaracijo dodana še priporočila o reševanju sporov (Conflicting Requirements) (OECD 2000, 22).

Leta 1972 je bila za globalno regulacijo financ ustanovljena Mednarodna kreditna in trgovinska banka – BCCI (Bank of Credit and Commerce International). Preden se je začela njena razgradnja v številnih sodnih postopkih v 80. letih, v katerih so ji razvite države oporekale pristranost, je vključevala 78 držav s preko 400 podružnicami, s tem pa je nadzirala preko 20 milijard ameriških dolarjev in glede na bilančno vsoto predstavljala sedmo največjo zasebno banko na svetu (Kanas 2005).

Leta 1974 je bila ustanovljena Mednarodna organizacija nadzornikov trga vrednostnih papirjev (International Organization of Securities Commissions – IOSCO), ki jo je na začetku sestavljalo enajst agencij za regulacijo trga vrednostnih papirjev iz Severne in Južne Amerike. V današnjem času, ko deluje globalno in nadzira več kot 90 % svetovnega trga vrednostnih papirjev, IOSCO sicer označujejo ohlapne smernice ter pogosti spori interesov pri njihovem določanju (IOSCO 2008). Zaradi mnogih neuspešnih poskusov nadsionalnega nadzora MTK pa v zadnjem obdobju zahteve po mednarodni koordinaciji nadzora nad kapitalnimi tokovi vsebujejo tudi zahteve po iskanju demokratičnega konsenza za oblikovanje takšnih mednarodnih politik in demokratizaciji najpomembnejših institucij kot so WTO, IMF in Svetovna banka (Stiglitz 2000).

V območju EU se je regulacija svobodnega pretoka kapitala formalno uveljavila leta 1994 z Maastrichtskim sporazumom (1994), ki je dereguliral MTK znotraj in zunaj EU (Huizinga in Jonung 2005). Inicijativo za doseganje večje stabilnosti MTK v EU predstavlja t.i. Level 3” Committees. To je leta 2005 dosežen dogovor o sodelovanju med tremi odbori EU; Odbor evropskih nadzornikov trga vrednostnih papirjev (The

Committee of European Securities Regulators – CESR), Odbor evropskih nadzornikov bank (*Committee of European Banking Supervisors – CEBS*) ter Odbor evropskih nadzornikov za zavarovanja in pokojnine (*Comitee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors – CEIOPS*) (FSA 2008). Širše sodelovanje na področju regulacije MTK predstavlja posvetovanje med regulatorji finančnih trgov (*Financial Market Regulatory Dialogue*). V tej obliki čezatlantske koordinacije z ameriške strani nastopajo ameriško finančno ministrstvo, svet guvernerjev ameriške centralne banke ter ameriška komisija za vrednostne papirje in trgovanje (*American Securities and Exchange Comisison*). Iz Evrope pa je vključena Evropska komisija. Omenjeni dialog vključuje posvetovanje med parlamentoma obeh gospodarstev in je komplementaren z čezatlantskim poslovnim sodelovanjem (*Transatlantic Business Dialogue – TABD*) (European Commission 2004). Četudi si omenjene iniciative prizadevajo za čim večjo koordinacijo med regulatorji in podpirajo oblikovanje skupnih teles, pa ne zapuščajo prevladujoče vloge trga pri uravnavanju teh transakcij, saj je eden izmed njihovih pomembnih ciljev odprava ovir za finančne transakcije (Ackermann 2007).

Kot že omenjeno pomembno vlogo pri regulaciji MTK predstavlja tudi evropska Direktiva o prevzemnih ponudbah 2004/25/ES, ki jo podrobneje predstavljamo v nadaljevanju.

4.2 Evropska direktiva o prevzemnih ponudbah

Direktiva o prevzemnih ponudbah (v nadaljevanju prevzemna direktiva) naj bi bila pomembna osnova za povečanje konkurenčnosti Evrope (Commission of the European Communities 2007, 3). Njen glavni cilj je bil uveljaviti načeli notranjega trga EU, s katerima bi se podjetjem olajšalo čezmejno poslovanje; prost pretok kapitala in pravica do svobodnega ustanavljanja podjetij (Bratina in Maček 2007, 108). Čeprav je šlo pri prevzemni direktivi za enega najpomembnejših vidikov oblikovanja mednarodno konkurenčne ekonomske integracije, odziv držav članic na omenjeno pobudo ni bil pozitiven. Prevzemna direktiva je bila po omahujoči podpori držav članic sprejeta po več kot 17 letih usklajevanj in pogajanj, šele leta 2004 (Wymeersch 2008, 2). Za njen sprejem pa je bilo pomembno dovoljenje državam, da pri prenosu

zakonodaje v domači pravni sistem ohranijo posamezne obrambne mehanizme podjetij pred prevzemi. Pri prevzemni direktivi ne gre za seznam enotnih pravil, ki bi urejala čezmejne združitve in prevzeme (Č-M Z&P) znotraj EU, ampak so z njo so določena le omejena področja pravil, ki jih je morala vsaka članica implementirati v svojo zakonodajo o prevzemih (Freshfields Bruckhaus Deringer 2006, 12).

Prevzemna direktiva obsega 23 členov in po posameznih vsebinskih sklopih zajema (Uradni list Evropske unije 2004, 22-31):

- splošna pravila, ki se nanašajo na izvajanje prevzemne ponudbe,
- regulativni okvir za organe, pristojne za nadzor nad potekom ponudbe,
- glavna pravila o prevzemni ponudbi (npr. rok za sprejem ponudbe, pravična cena, vsebina ponudbe),
- člene, ki preprečujejo omejitve prevzemnikom,
- razkritje zahtev za podjetja, ki kotirajo na borzi,
- člene, ki se ukvarjajo s problemi za manjšinske delničarje, ki lahko sledijo uspešnemu prevzemu (poznano kot "squeeze-out" in "sell-out").

Vsebino prevzemne direktive lahko razdelimo na dva dela. Cilj prvega je harmonizacija pravil postopka prevzemnih ponudb z vidika finančne transakcije, drugi pa se nanaša na obrambne mehanizme pri procesih Č-M Z&P (Wymeersch 2008, 3). Rok za implementacijo direktive v domači pravni sistem je bil 20. maj 2006, vendar je to v roku uspelo storiti le petim državam članicam; Danski, Franciji, Madžarski, Luksemburgu in Veliki Britaniji (Freshfields Bruckhaus Deringer 2006, 12). Ostale članice so jo v svoj pravni red implementirale kasneje.

Učinkov prevzemne direktive še ni mogoče predvideti. Wymeersch (2008, 16) zagotavlja, da je z opredelitvijo enotnega postopka prevzemne ponudbe, prevzemna direktiva pripomogla k večji povezanosti trgov vrednostnih papirjev v Evropi. Dodatno pa koristi prinašajo še členi, ki se nanašajo na zaščito manjšinskih delničarjev. Pravila razkritja obrambnih mehanizmov bi naj pripomogla k večji preglednosti procesov Č-M Z&P in lažjemu ter hitrejšemu odločanju investitorjev. Prevzemna direktiva pa naj bi dolgoročno pomagala tudi pri izboljšanju standardov upravljanja družb (Commission of the European Communities 2007, 10).

Na drugi strani pa Komisija evropskih skupnosti (Commission of the European Communities 2007, 10-11) opozarja tudi na nevarnosti oziroma pomanjkljivosti prevzemne direktive. Te se nanašajo predvsem na pravilo nevtralnosti, ki določa, da morajo biti organi vodenja ali nadzora od trenutka, ko se seznanijo s prevzemno ponudbo, nevtralni. Vzdržati se morajo kakršnihkoli obrambnih mehanizmov (razen iskanja alternativne prevzemne ponudbe), ki bi utegnili onemogočiti prevzemno ponudbo. Dodatno tveganje pa prinaša t.i. break-through rule oziroma pravilo spregleda, katerega rezultat so lahko dodatne ovire na trgih vrednostnih papirjev. Komisija od sprejetja prevzemne direktive spremlja in bo tudi v prihodnje spremljala procese Č-M Z&P in njihove učinke.

Odnos ekonomske politike do mednarodnih kapitalskih tokov je praviloma različen glede na to, za katero obliko NTI gre. Posebno pozornost pri tem zbujejo Č-M Z&P, saj se pojavljajo v sektorjih, ki imajo velike eksterne učinke, predvsem na zaposlenost in delovanje infrastrukture.² Č-M Z&P so zaradi tega pogosteje razlog za pojav emocionalnih razprav o »nacionalnem interesu« v medijih, politiki in strokovnih razpravah. V naslednjem poglavju prikazujemo realno ekonomsko politiko na področju NTI v EU.

² Pri tem mislimo predvsem na sektorje mobilne telefonije, transporta, avtomobilske industrije, kemične industrije, telekomunikacij in finančnih storitev.

5 REALNA EKONOMSKA POLITIKA NA PODROČJU NEPOSREDNIH TUJIH INVESTICIJ V EU

Vprašanja glede »nacionalnega interesa« so se opazno pojavila v času, ko se je v 90. letih tudi preko NTI in Č-M Z&P pričela konsolidirati evropska industrija. Možnosti države, da se upira MTK, so povezane z velikimi stroški in izgubo dela BDP, vendar je tako razmišljanje držav pogosto. Raziskave pri ocenjevanju javnega mnenja o pritokih tujega kapitala so pokazale, da je v konkretnih primerih odprtost nacionalnih dejavnikov na težki preizkušnji³ (Vaara idr. 2001, Ovin 2003, Urban 2003), pri tem pa ne gre le za ogroženost ekonomskih ciljev in položaja domačih elit, temveč tudi za problem vloge domačih lastnikov (UNCTAD 2000).

Glede na dejstvo, da NTI prinašajo tako priložnosti kot tudi nevarnosti, Mehta in Dugal (2003, 34-36) predlagata, da mora ekonomska politika svoje ukrepe usmeriti v maksimiziranje koristi in minimiziranje stroškov teh procesov. To lahko naredi z različnimi ukrepi, npr. z regulacijo lastništva, kriterijev velikosti, pregledovanjem ali spodbudami.

V osnovi ločimo liberalni, selektivni in nadzorni pristop ekonomske politike do procesov NTI. Pri liberalnem pristopu je regulacija namenjena le usklajenosti NTI z nacionalnimi, ekonomskimi, političnimi in kulturnimi cilji. Za zmanjševanje stroškov NTI pa Mehta in Dugal (2003, 34-36) predlagata selektivni pristop ekonomske politike do NTI, pri katerem skuša država ustvariti ugodne pogoje za privabljanje NTI. Države se v okviru tega pristopa navadno poslužujejo različnih ukrepov s področja davčne politike, carin, politike deviznih tečajev, idr. (Ageel in Nishat 2005, 2-3). Država pa lahko za svojo politiko do NTI izbere tudi nadzorni pristop, s katerim določi sektorje, v katerih so tuje investicije prepovedane, omeji obseg tujega lastništva v izbranih panogah, zaščiti domače lastništvo zemljišč ali uvede pregled in presojo tujih investicij (Thomsen 1999, 19-21). UNCTAD (2000, 202) k omenjenim instrumentom dodaja še politiko konkurence, saj lahko Č-M Z&P močno ogrozijo konkurenco tako v času vstopa na trg kot tudi kasneje.

³ Njihove rezultate je skozi 90. leta potrjevala realna politika velikih evropskih socialnih držav (npr. prevzem Mannesmanna s strani Vodafone, Olivettija s strani nemškega Telekom).

Svoboda držav pri uvajanju zaščitnih ukrepov v zvezi z NTI je deloma omejena z različnimi sporazumi, npr. sporazumi o prosti trgovini, sporazumi o zaščiti in spodbujanju mednarodnih naložb, s prevzemno direktivo ipd.

V tabeli 1 prikazujemo število regulacijskih sprememb na področju NTI, ki so se zgodile od leta 1991.

Tabela 1: Spremembe regulacij NTI od leta 1991 do leta 2010

Leto/spremembe regulacij NTI	1991	1995	2000	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Število vseh regulatorskih sprememb	82	112	150	205	177	98	106	102	149
Bolj naklonjene NTI	80	106	147	164	142	74	83	71	101
Manj naklonjene NTI	2	6	3	41	35	24	23	31	48

Vir: UNCTAD (1999, 2006, 2008, 2011).

Iz tabele 1 vidimo, da so bile še ob koncu 90. let⁴ in v začetku novega desetletja spremembe regulacij zelo naklonjene NTI - npr. v letu 2000 so bile od 150 regulacijskih sprememb samo 3 v smislu omejevanja tovrstnih transakcij. Od leta 2003 pa trend podpore liberalizacije MTK nekoliko pada. V letu 2005 je število neprijaznih oziroma omejitvenih politik že dosegalo 20 % vseh vpeljanih regulacijskih sprememb, v letu 2007 jih je bilo 25 %, v letu 2009 jih je bilo 30 %, v letu 2010 pa že 32%. Kot omenjeno že v prejšnjih poglavjih, je razlog za zmanjšanje podpore liberalizacije MTK verjetno naraščajoč obseg tujih prevzemov v strateških sektorjih posameznih držav (Ahearn 2006), naraščanje NTI, ki so v lasti posameznih držav in struktura vlaganj NTI, deloma pa je k zmanjšanju podpore liberalizaciji MTK v zadnjih letih prispevala tudi gospodarska in finančna kriza.

⁴ Glede na poročilo UNCTAD (2000) je med leti 1991-1999 od 1035 sprememb v regulaciji NTI, 94% le-teh ustvarilo bolj prijazno okolje za NTI.

V letu 2010 je 74 držav sprejelo regulatorne spremembe, ki se nanašajo na NTI. Nekatere države so v tem smislu sprejele regulacijo, da bi zaščitile nacionalne ekonomske cilje, druge so uvedle pregled in presojo tujih investicij, spet tretje pa so oblikovale dodatne instrumente za preučitev prevzemov podjetij, ki so v lasti države (Marchick in Slaughter 2008, 2, UNCTAD 2011).

Glede na poročilo Global FDI Policy (Marchick in Slaughter 2008) v regulacijah in sprejemanju zakonodaje v smeri nadzora NTI oziroma Č-M Z&P izstopajo Rusija, Nemčija, Madžarska, Francija in Grčija. Osredotočene so predvsem na zaščito pred vstopom tujih investorjev v podjetja, ki so strateško pomembna za državo. Na drugi strani izstopa Velika Britanija, ki v zadnjih 20 letih, ko je prišlo do močnega oživljanja MTK, sprejema največ vhodnih NTI v Evropi. Njena liberalna ureditev je tako napredovala, da lahko tujec kupi kontrolne delnice večine britanskih korporacij.

Študija, ki raziskuje protekcionizem na področju NTI, ki jo je izvedel CMS (2008) na podlagi raziskovanja konkretnih primerov in politik v 17 evropskih državah, prikazuje, da – razen v Veliki Britaniji in na Nizozemskem – v vseh evropskih državah obstajajo pravila, ki diskriminirajo tuje investitorje. Avtorji študije so protekcionizem glede na rezultate razdelili v pet glavnih skupin (CMS 2008, 4-5).

Prva skupina zajema države, ki preprečujejo prevzem zemlje s strani tujcev, vanjo pa sodijo Avstrija, Bolgarija, Poljska, Rusija, Romunija, Švica in Ukrajina.

Druga skupina vključuje protekcionizem, povezan s prevzemi podjetij s področja obrambne industrije. Skupina vključuje največ držav; Češko republiko (orožje), Francijo (orožje, nuklearna energija, storitve zasebnega varovanja), Nemčijo (orožje, satelitska tehnologija), Italijo, Romunijo, Rusijo, Slovaško, Španijo in Ukrajino (vse za orožje).

Tretja skupina preprečuje tuje prevzeme v strateških panogah, ki niso neposredno povezane z obrambo, ampak so za države nacionalnega pomena. To so energija (Italija, Ukrajina, Španija), farmacevtska industrija (Romunija, Francija) in finančne storitve (Švica).

Četrta skupina preprečuje prevzeme s strani tujcev v panogah, ki skušajo zaščititi javni interes. To so panoge, ki so zaščitene pred tujim političnim vplivom, ali pa

panoge, ki ščitijo ljudi pred hazarderstvom. Panoga elektronskih medijev je zaščiten v Avstriji, Ukrajini, na Poljskem in Slovaškem. Tuje investicije v igre na srečo in igralništvo pa zahtevajo javno odobritev na Češkem, Poljskem, Slovaškem, v Franciji in Romuniji.

Peta skupina zajema državi, ki glede na rezultate CMS (2008, 4-5) nimata zakonske diskriminacije tujih prevzemov. Sem sodita Velika Britanija in Nizozemska, ki nimata nobenih posebnih pravil, ki bi preprečevala prevzem podjetij s strani tujcev. Posedujeta pa nekatera pravila za izbrane sektorje, ki zahtevajo potrditev regulatorja, npr. Velika Britanija lahko posega v primerih, ko gre za nacionalno varnost.

V evropskih državah smo bili proti koncu leta 2005, leta 2006 in kasneje priča odmevnim primerom protekcionizma zaradi tujih investicij. Leta 2006 je na primer nemška kanclerka Angela Merkel holdinškemu podjetju Russia Sistema preprečila prevzem deleža podjetja Deutsche Telekom. Istega leta je italijanski minister za infrastrukturo španskemu podjetju Abertis preprečil prevzem italijanskega podjetja Autostrade. Španska vlada je večkrat zelo uspešno ustavila E.ON-ovo ponudbo za prevzem podjetja Endesa. Francoski predsednik vlade de Villepin je interveniral pri združitvi Suez and Gaz de France, da bi preprečil prevzem podjetja Suez s strani italijanskega energetskega podjetja ENEL. Leta 2007 je italijansko podjetje Olimpia pričelo s pogajanjem za prodajo delnic Telecom Italia amerišskemu podjetju AT&T in mehiškemu operaterju America Movil, vendar prodaja zaradi političnih pritiskov zaščite pred tujimi investitorji ni bila realizirana. V istem letu je izstopal tudi francoski primer intervencije, ko je francoska vlada ob špekulacijah tujega prevzema francoske banke Societe Generale, dosledno zagovarjala, da bo francoska banka ostala v državni lasti (CMS 2008, 13).

5.1 Posledice regulacije neposrednih tujih investicij

Ovire, ki jih postavlja ekonomska politika NTI, vplivajo na podaljšanje trajanja transakcije, ceno in tudi na kasnejši razvoj NTI. Na dolgi rok pa oviranje tokov NTI lahko vpliva tudi na zmanjšan obseg tokov NTI (Marchick in Slaughter 2008, 33).

Intervencije vlad v mednarodne tokove kapitala so se že večkrat izkazale kot negativne. Posledice politike poudarjanja »ekonomskega nacionalizma« in favoriziranja »nacionalnih prvakov« so se pokazale tako v Nemčiji, ki je s ciljem preprečitve možnosti izmenjave podatkov, ki so temeljili na protokolih ZDA, ščitila monopolizem ponudbe stacionarne telefonije in zato porabila veliko denarja, ter v Franciji, ki je porabila milijarde za razvoj neuspešnega letala »Ultrasonic Concorde«, še več pa za poskus ustanovitve industrije računalništva s sedežem v Franciji. V izgube je zašla tudi španska vlada, kar je nazorno pokazal primer, ko je španski minister Zapatero leta 2005 pozdravil prevzemno ponudbo špansko-katalonskega energetskega podjetja Gas Natural (za 21,3 €), ki je dobila prednost pred ponudbo nemškega E.ON (za 40 €). Španska vlada je bila zaradi dajanja prednosti domačim političnim razmeram s favoriziranjem Gas Natural-a pripravljena izgubiti 20 milijard €. Podobna zgodba je bila z Endeso, kjer si je moral italijanski ponudnik ENEL deliti prevzem s špansko Acciono, da je španski delež v tem podjetju ostal kontrolnih 50,01 % delnic (Heufers 2008). Omenjeni primeri jasno kažejo, da so v posameznih državah interesi vlad večji od negativnih posledic, ki jih lahko prinesejo intervencije.

Vlade so naklonjene zamisli »nacionalnih prvakov«, ker imajo od tega dvojno korist. Zaradi vztrajanja pri domačem lastništvu pomembnih podjetij dobijo pozitivno notranjepolitično publiciteto, večkrat pa se pojavijo kot t.i. »angeli rešitve«, ko podjetjem, ki zaidejo v težave, zagotovijo pomoč (Heufers 2008). Očitno se zanašajo na slab spomin političnega trga, ki pozabi, da so ista podjetja verjetno izgubila konkurenčnost ravno zaradi prevelike državne podpore in odvisnosti od nje.

Vse večji protekcionizem na področju politike NTI z ekonomskega vidika ni ugoden, saj izziva upor globalnega kapitala z velikimi posledicami za svetovno gospodarstvo. Ne smemo namreč pozabiti, da arbitražna pri MTK ne poteka le na temelju različnih mejnih stopenj donosa in varnosti naložb, ampak zasebni vlagatelji iščejo tudi stabilne razmere, ki jih označuje predvsem odnos realne politike do NTI in do Č-M Z&P (Maček 2008, 33).

6 ZAKLJUČEK

Odnos do liberalizacije mednarodnih tokov kapitala se je skozi obdobja zelo spreminjal. Medtem ko je od leta 1990 mogoče opaziti predvsem veliko podporo liberalizaciji teh tokov, je v zadnjem času mogoče opaziti številne reakcije posameznih vlad, ki nakazujejo na zmanjšano podporo liberalizaciji.

Primerjava odziva nekaterih držav na procese mednarodnih kapitalskih tokov v zadnjih letih kaže na naraščajoč zaščitniški odnos držav, ki je posledica naraščajočega obsega teh tokov, spremembe strukture teh vlaganj, vstopa tujih lastnikov v sektorje, ki so strateškega pomena in poleg tega prispevajo pomemben delež v domačem BDP, ter naraščanja števila multinacionalk, ki so v lasti posameznih držav.

Kljub temu, da vsaka NTI pomeni določeno izgubo nacionalnega nadzora nad delom gospodarstva in se to tendenciozno lahko označi kot izguba nacionalne suverenosti, so negativne posledice intervencij na tem področju jasno pokazale, da mora biti ekonomska politika vseh držav pozorna, da skrb za nacionalni interes usmerja racionalno. Na pomembnost tega je že leta 2000 opozorila Danuta Hübner, Evropska komisarka za regionalni razvoj, ki meni, da neracionalno usmerjanje skrbi za nacionalni interes hitro vodi v nacionalizem in tako ogroža demokracijo (Hübner 2000). Po mnenju Mortimora in Vergare (2004) je za državo najpomembneje, da si ustvari nazorno predstavo o svojih pričakovanjih od neposrednih tujih investicij, v katerih sektorjih gospodarstva imajo določene konkurenčne prednosti, in kako daleč bo tujim investicijam dovolila vstopiti v svoje gospodarstvo.

Seznam literature

1. Ackermann, J. 2007. *Effective regulation of international financial markets – priorities for action*. IIF Open Program. Commerzbank Tower, Frankfurt.
2. Adler, M., in G. C. Hufbauer. 2008. Policy liberalization and FDI Growth 1982-2006. *Working paper* 08-07. Peterson Institute for International Economics [online]. Dostopno na: <http://www.petersoninstitute.org/publications/wp/wp08-7.pdf>. [21. 3. 2009].
3. Ageel, A., in M. Nishat 2005. *The Determinants of Foreign Direct Investment in Pakistan* [online]. Dostopno na <http://www.pide.org.pk/pdf/psde20AGM/THE%20DETERMINANTS%20OF%20FOREIGN%20DIRECT%20INVESTMENT%20IN%20PAKISTAN.pdf>. [17. 3. 2009].
4. Ahearn, R. 2006. Europe: *Rising Economic Nationalism?* CRS Report for Congress. Order Code RS22468
5. Akdede, S. H. 2005. *The Links Between Economic Liberalization and Productivity Growth* [online]. Dostopno na: <http://sbe.dumlupinar.edu.tr/9/101.pdf>. [7. 6. 2008].
6. Bond, P. 1999. *A case for Capital controls* [online]. Dostopno na: <http://www.isgnweb.org/pub/01-007.htm>. [2. 9. 2006].
7. Bratina, B., in A. Maček. 2007. Novi zakon o prevzemih ZPre-1 v luči ureditve prevzemov v EU. *Naše gospodarstvo* 53 (3/4): 107–115.
8. CMS. 2008. *Fortress Europe. The risk of rising protectionism in Europe* [online]. Dostopno na: <http://www.cmslegal.com/newsmedia/news/newsdetail/pages/default.aspx?PublicationGuid=64cb4272-74d7-436b-9956-055d1ffab1b7>. [7. 1. 2009].
9. Commission of the European Communities. 2007. *Report on the Implementation of the Directive on Takeover Bids*. Commission staff working document. SEC 268.
10. Crotty, J., in G. Epstein. 1995. *In Defense of Capital Controls*. Amherst: University of Massachusetts.
11. Dailami, M. 1999. Managing Risk of Capital Mobility. *World Bank Policy Research Working Paper* 2199 [online]. Dostopno na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=623952. [5. 9. 2007].
12. Dunning, J. H. 1993. *Multinational Enterprises and the Global Economy*. England: Addison–Wesley.

13. European Commission. 2004. *EU-US Financial Markets Regulatory Dialogue* [online]. Dostopno na: http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/general/eu-us-dialogue-report-state-of-play_en.pdf. [2. 3. 2009].
14. Freshfields Bruckhaus Deringer. 2006. *Public takeovers in Europe* [online]. Dostopno na: <http://www.freshfields.com/publications/pdfs/2006/15414.pdf>. [5. 4. 2007].
15. FSA. 2008. *Joint work by the three Level 3 committees (3L3)* [online]. Dostopno na: <http://www.fsa.gov.uk/pages/About/What/International/european/lamfalussy/committees/index.shtml>. [2. 3. 2009].
16. Hall, R. A. 1989. *The political power of economic ideas: Keynesianism across Nations*. New York: Princeton University Press.
17. Harris, E. S. 1947. *The New Economics: Keynes' Influence on Theory and Public Policy*. New York: Alfred A. Knopf.
18. Heufers, R. 2008. *National champions - a waste of taxpayer's money* [online]. Dostopno na: http://www.fnst-freiheit.org/webcom/show_article.php/_c-705/_nr-149/printmode-true/i.html [30. 6. 2008].
19. Hübner, D. 2000. *Limits to National Sovereignty*. Executive Secretary, United Nations Economic Commission for Europe- European Forum Alpbach [online]. Dostopno na: <http://www.unece.org/press/execsec/2001/dh280800.htm> [2. 9. 2006].
20. Huizinga, H., in L. Jonung. 2005. *The internationalisation of asset ownership in Europe*. Cambridge University Press.
21. IOSCO. 2008. *IOSCO Historical Background* [online]. Dostopno na : <http://www.iosco.org/about/index.cfm?section=history>). [15. 02. 2009].
22. Kalotay, K., in G. Hunya. 2000. Privatization and FDI in Central and Eastern Europe. *Transnational Corporations* 9 (1): 39-66.
23. Kanas, A. 2005. Pure contagion effects in international banking: the case of bcci's failure. *Journal of Applied Economics* 1. 5. 2005.
24. Keynes, J. M. 1933. National Self-Sufficiency. *Yale Review* 22: 758.
25. Keynes, J. M. 1982. *The Collected Writings of John Maynard Keynes*. Volume XXI, Activities, 1931-1939: The World Crisis and Policies in Britain and America, London: Macmillan.

26. Kobrin S. J. 2005. The determinants of liberalization of FDI policy in developing countries: a cross-sectional analysis, 1992-2001. *Transnational Corporations* 14 (1).
27. Maček, A. 2008. Regulacija mednarodnih tokov kapitala – komu naj služi? *Bančni vestnik* 57 (10): 30-33.
28. Marchick, D. M., in M. J. Slaughter. 2008. *Global FDI policy: correcting a protectionist drift*. CSR 32 [online]. Dostopno na: http://www.cfr.org/content/publications/attachments/FDI_CSR34.pdf. [15. 6. 2008].
29. Mehta, P. S., in M. Dugal. 2003. *ABC of FDI. Monographs on Globalisation and India – Myths and Realities*. 3. CUTS Centre for International Trade, Economics & Environment.
30. Mortimore, M., in S. Vergara. 2004. Targetting winners: Can FDI policy help developing countries industrialize? *European Journal of Development Research* 16 (3): 499-530.
31. OECD. Organization for Economic Co-operation and Development. 1967. *Convention on the Protection of Foreign Property* [online]. Dostopno na: <http://webdomino1.oecd.org/horizontal/oecdacts.nsf/Display/C1C13D9B6E6C863CC125729B0054D765?OpenDocument>. [10. 10. 2007].
32. OECD. Organization for Economic Co-operation and Development. 2000. *The OECD Declaration and Decisions on International Investment and Multinational Enterprises: Basic Texts* [online]. Dostopno na: [http://www.ois.oecd.org/olis/2000doc.nsf/LinkTo/NT00002BE6/\\$FILE/00085743.PDF](http://www.ois.oecd.org/olis/2000doc.nsf/LinkTo/NT00002BE6/$FILE/00085743.PDF). [26. 5. 2008].
33. OECD. Organization for Economic Co-operation and Development. 2002. *Forty Years' Experience with the OECD Code of Liberalisation of Capital Movements*. Directorate for financial, fiscal and enterprise affairs.
34. OEEC. Organisation for European Economic Co-operation. 1948. V *History of the OECD*. [online]. Dostopno na: http://www.oecd.org/document/63/0,3343,en_2649_201185_1876671_1_1_1_1,00.html. [5. 2. 2009].
35. Ovin, R. 2003. Ekonomska politika Slovenije na poti v odprto gospodarstvo. *Economic and Business Review* (5): 63-73.

36. Rajan, R. G., in L. Zingales. 2003. The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the Twentieth Century. *Journal of Financial Economics* 69: 5–50.
37. Rasmussen, H. 2006. *A short biography of John Maynard Keynes* [online]. Dostopno na: <http://economics.about.com/od/famouseconomists/p/keynes.htm>. [30. 9. 2009].
38. Reich, R. B. 1999. *John Maynard Keynes. His radical idea that governments should spend money they don't have may have saved capitalism* [online]. Dostopno na: <http://www.jobsletter.org.nz/art/keynes.htm>. [15. 9. 2006].
39. Siegel, M. 1998. *Control of International Capital: A survey of Policy Options* [online]. Dostopno na: <http://www.globalpolicy.org/socecon/glotax/currtax/1998/silver.htm>. [5. 10. 2006].
40. Stiglitz, J. E. 2000. Capital Market Liberalization, Economic Growth, and Instability. *World Development* 28 (6): 1075–1086.
41. Thomsen, S. 1999. Southeast Asia: The Role of Foreign Direct Investment Policies in Development. *Working papers on international investment* [online]. Dostopno na: <http://www.oecd.org/dataoecd/5/24/1897793.pdf>. [2. 4. 2008].
42. UNCTAD. United Nations Conference on Trade and Development. 1998. *World investment report 1998. Trends and Determinants*. New York.
43. UNCTAD. United Nations Conference on Trade and Development. 1999. *World investment report 1999. FDI and the Challenge of Development*. New York and Geneva.
44. UNCTAD. United Nations Conference on Trade and Development. 2000. *World investment report 2000. Cross-Border Mergers and Acquisitions and Development*. New York and Geneva.
45. UNCTAD. United Nations Conference on Trade and Development. 2006. *World investment report 2006. FDI from Developing and Transition Economies. Implications for Development*. New York and Geneva.
46. UNCTAD. United Nations Conference on Trade and Development. 2007. *World investment report 2007. Transnational Corporations, Extractive Industries and Development*. New York and Geneva.

47. UNCTAD. United Nations Conference on Trade and Development. 2008. *World investment report 2008. Transnational Corporations and the Infrastructure Challenge*. New York and Geneva.
48. UNCTAD. United Nations Conference on Trade and Development. 2011. *World investment report 2011. Non-equity modes of international production and development*. New York and Geneva.
49. Urban, A. 2003. EU Enlargement, EU Identity, Culture and National Identity in the Eastern Regions. *European Integration Studies* 2 (2): 45–51.
50. Vaara, E, J. Tienari, N. Sauri, in I. Bjoerkman. 2001. *Global Capitalism Meets National Spirit: Discourses in Media Texts on a Cross-Border Acquisition*. Paper presented at the 2nd Critical Studies Conference, Manchester [online]. Dostopno na:
<http://www.mngt.waikato.ac.nz/ejrot/cmsconference/2001/Papers/Lanaguage%20of%20New%20Capitalism/Vaara.pdf> [9.11. 2004].