

## Az Európai Gazdasági és Szociális Bizottság véleménye – Tárgy: A pénzügyi piacok alakulásának gazdasági és társadalmi következményei

(2008/C 10/23)

2007. január 17-én az Európai Gazdasági és Szociális Bizottság úgy határozott, hogy Eljárási Szabályzatának 29. cikke (2) bekezdése alapján saját véleményt dolgoz ki: *A pénzügyi piacok alakulásának gazdasági és társadalmi következményei.*

A bizottsági munka előkészítésével megbízott „Gazdasági és Monetáris Unió, gazdasági és társadalmi kohézió” szekció 2007. szeptember 4-én elfogadta véleményét. (Előadó: Olivier DERRUINE.)

Az Európai Gazdasági és Szociális Bizottság 2007. szeptember 26–27-én tartott, 438. plenáris ülésén (a szeptember 26-i ülésnapon) 115 szavazattal 25 ellenében, 13 tartózkodás mellett elfogadta az alábbi véleményt.

### 1. Ajánlások

#### Információ, átláthatóság, valamint a befektetők és fogyasztók védelme

1.1 Fontos hangsúlyt fektetni olyan statisztikai eszközök kialakítására, amelyek lehetővé teszik a *hedge fund*-ok és a *private equity* cégek tevékenységének jobb nyomon követését, valamint a *corporate governance*-hoz kapcsolódó mutatók pontosítását. Mindez pedig képezze egy legalább európai szintű harmonizáció tárgyát.

1.2 Prudenciális (egyfajta „Bázel III”) normákat kellene alkalmazni a *hedge fund*-okra és a *private equity* alapokra a pénzügyi ágazat egy részével szembeni, növekvő mértékű gyanakvás eloszlása, a kockázatvállalás (különösen az eladósodás) miatti rendszeres sokkhatások kockázatának csökkentése és a befektetési módok közötti tisztességes verseny biztosítása érdekében.

1.3 „Az EGSZB felszólítja a Bizottságot, hogy a társasági jog és a vállalatirányítás korszerűsítésére vonatkozó cselekvési tervének megfelelően a lehető leggyorsabban nyújtsa be az intézményi befektetők befektetési és szavazatvényesítési politikával kapcsolatos tájékoztatói kötelezettségére vonatkozó törvényjavaslatát <sup>(1)</sup>”.

1.4 A pénzüket *private equity* alapokban elhelyező befektetők védelmének erősítése érdekében módosítani kellene az ÁÉKBV (átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozásokra vonatkozó) irányelvet <sup>(2)</sup>, hogy ezekre a szereplőkre is vonatkozzon, és nagyobb fokú átláthatóságra kötelezze őket. Amennyiben a magas hozam ígérete vonzó elem, a végső befektető esetleg figyelmen kívül hagyja a vállalt kockázat mértékét.

<sup>(1)</sup> »Az egységes piac felülvizsgálata«, CESE – INT/332.

<sup>(2)</sup> 1985. december 20-i 85/611/EGK tanácsi irányelv az átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozásokra (ÁÉKBV) vonatkozó törvényi, rendeleti és közigazgatási rendelkezések összehangolásáról – HL L 375., 1985.12.31., 3–18. o.

1.5 Az Európai Bizottságnak támogatnia kellene a fogyasztók pénzügyi szolgáltatásokkal kapcsolatos tájékozottságának és főként ismereteinek a javítását célzó kezdeményezéseket, az érintett felekkel (bankok, fogyasztói szövetségek, állami hatóságok, szolgáltatók stb.) együtt hajtva végre azokat. Ezek a fogyasztók ugyanis nem mindig rendelkeznek a szükséges pénzügyi kultúrával, ezért nem mindig vannak tisztában a vállalt kockázatokkal <sup>(3)</sup>.

1.6 Azokat a tőzsdén jegyzett vállalkozásokat, amelyek kivásárlás tárgyát képezik, de adott szintet meghaladó forgalommal rendelkeznek vagy bizonyos számú munkavállalónál többet foglalkoztatnak, mindig kötelezni kellene minimális információk közzétételére, mivel a tőzsdéről való kivonulásuk után a jegyzéssel járó publikálási kötelezettségek többé nem vonatkoznak rájuk.

#### Kockázatkezelés és -megosztás

1.7 Meg kellene fontolni, hogy – a már létező modelleken alapulva – kötelezni lehetne a befektetési alapokat – különösen a bér takarékok alapokat – portfóliójuk diverzifikálására (lásd az 1.2. pontot is).

1.8 Az amerikai másodlagos jelzálogpiaci válság a pénzpiac más szegmenseiben és az Unióban is érezteti a hatását. Egy európai bankválságnak a felügyelet megfelelő reagálást lelassító töredezettsége miatt úgy tűnik, jelentős költségvonzata lenne. A szubszidiaritás elve alapján a nagybankoknak uniós szintű felügyelet alá kellene tartozniuk. Az EGSZB kéri e bankokat, valamint az Európai Bizottságot, és az Európai Bankfelügyelők Bizottságát (CEBS), hogy vitassák meg, miként valósítható meg ez a felügyelet, és határozzák meg az érintett bankok azonosítását lehetővé tevő kritériumokat.

1.9 A kezelői kockázat megosztását lehetővé tevő átruházott alapkezelés esetében a kezelő megbízatásának meghosszabbítása ösztönözné egy hosszabb távú szemléletmód kialakulását, és csökkentené az arbitrázson túlmenő spekulációt. Ezáltal csökkenhetnek a rövid távú szemléletmód miatti torzulások, illetve enyhülhet a kezelői szolgáltatások nyújtóinak spekulatív magatartásán keresztüli verseny a hozamért.

<sup>(3)</sup> Ahogy az Európai Bizottság által 2007 márciusában megszervezett, „A pénzügyi képesség növelése” című konferencián kiderült, a Gordon Brown pénzügyminiszternek bemutatott Sandler-jelentés érdekes gondolatébresztőket tartalmazott.

1.10 Átláthatóbbá kellene tenni azokat a hitelminősítő intézeteket, amelyek egyszerre rablók és pandúrok is, úgy érteve, hogy segítik a befektetési bankokat a származékos termékek kialakításában, felértékelésében és eladásában.

#### A pénzügyi stratégia és az európai szociális modell összeegyeztetése

1.11 Az adókedvezmények ösztönözhetnék a hosszabb távú stratégiával működő nyugdíjalapokat arra, hogy pénzügyi befektetési politikájukban érvényesüljön a minőségi jelleg és a szociális felelősség, mivel a szociálisan felelős (\*) befektetések jelenleg a folyamatban lévő befektetéseknek csupán kis részét teszik ki (°).

1.12 A Bizottságnak és a tagállamoknak ügyelniük kell arra, hogy a vállalkozások szociális felelőssége valóban valamennyi érintett félre kiterjedjen, beleértve az olyan befektetési alapokat is, amelyek hatást gyakorolnak az általuk részben birtokolt, és adott esetben irányított vállalkozásokra. E tekintetben az EGSZB-nek kételyei merültek fel a munkavállalói tájékoztatásról és konzultációról szóló irányelvnek a holdingokra történő alkalmazásával kapcsolatban (°), és ezért kéri a szóban forgó irányelv felülvizsgálatát, amennyiben a holdingok nem érintettek.

1.13 A fentiek kiegészítéseképpen a dolgozók jogainak a vállalkozások átruházása esetén történő védelméről szóló irányelvet (°) frissíteni kell úgy, hogy lefedje a részvényátruházás révén megvalósított vállalatátadás esetét is. Így jobban szem előtt tartható a dolgozók tájékoztatáshoz és konzultációhoz való joga.

1.14 A bérekre (azaz bevételekre) vonatkozó statisztikákat legalább ötszörös mértékben finomítani kell, a bérpolitika által az árak stabilitására tett hatás jobb értékelése érdekében.

1.15 Az általános gazdasági érdekű szolgáltatások az európai szociális modell egyik alappillére képezik. Az eladósodás általi kivásárlásra szakosodott private equity alapok számára is vonzó választási lehetőség, mivel jelentős pénzforgalmat generálnak, (szinte) monopóliumhelyzetben vannak, adósságuk alacsony, működési költségeik viszont magasak. A fogyasztók, a polgárok és a kohéziós erő esetleges károsodásának elkerülése érdekében „az EGSZB ismét síkra száll az ÁÉSZ keretirányelvbe foglalandó,

(\*) Lásd különösen az ENSZ Környezetvédelmi Program Pénzügyi Kezdeményezés (UNEPFI) keretében folytatott munkát, amelyről az „A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment” (2005.) című jelentés számol be.

(°) Lásd különösen az ENSZ Környezetvédelmi Program Pénzügyi Kezdeményezés (UNEPFI) keretében folytatott munkát, amelyről az „A legal framework for the integration of environmental, social and governance issues into institutional investment” (2005.) című jelentés számol be.

(°) Az Európai Parlament és a Tanács 2002/14/EK irányelve (2002. március 11.) az Európai Közösség munkavállalóinak tájékoztatása és a velük folytatott konzultáció általános keretének létrehozásáról – Az Európai Parlament, a Tanács és az Európai Bizottság közös nyilatkozata a munkavállalók képviselőitől – HL L 80., 2002.3.23., 29–34. o.

(°) A Tanács 2001/23/EK irányelve (2001. március 12.) a munkavállalók jogainak a vállalkozások, üzletek vagy ezek részeinek átruházása esetén történő védelmére vonatkozó tagállami jogszabályok közelítéséről – HL L 82., 2001.3.22., 16–20. o.

illetve – szükség esetén – ágazati irányelvekbe sorolandó közös alapelveinek közösségi szintű meghatározása mellett” (°).

#### Közteherviselés

1.16 Ahogyan néhány ország (Dánia, Németország, Egyesült Királyság) már megtette, vagy dolgozik rajta, a szubszidiaritás elvének szem előtt tartásával meg kellene fontolni olyan szabályok bevezetését, amelyek korlátozzák a kölcsönök kamatainak adóból való leírhatóságát a vállalat kivásárlása esetén.

1.17 Az OECD szervezetén belül már elvégzett munka, valamint az adóparadicsomokból eredő tisztességtelen verseny elleni harc folytatása keretében el kellene gondolkozni az adószabályok módosításának lehetőségéről annak érdekében, hogy a *hedge fund*-ok adóalapját a gyakorlatban az a hely határozza meg, ahonnan az alap kezelője a tevékenységeket ténylegesen irányítja – ez ugyanis általában valamelyik OECD-ország egyik nagyvárosában van. Ezenkívül nem a tőkenyeresre, hanem a szokásos bevételre kivetett adókulcsot kellene alkalmazni.

1.18 Mivel a nagyon rövid időtávú befektetési döntések zömét adóparadicsomokból (*offshore*) hozzák meg, az EGSZB felkéri a Tanácsot, az Európai Bizottságot és az EKB-t, hogy fontolja meg egy, a Szerződés 59. cikkén alapuló intézkedés lehetőségét (°).

1.19 Az EGSZB kiemeli az adópolitikák terén való egyeztetés élnépszerűségének fontosságát, minimumértékek rögzítésével, különös tekintettel a tőke megadóztatásának különféle formáira. Ezt a politikát a méltányosság és a gazdasági hatékonyság kettős célkitűzése indokolja.

## 2. Bevezetés

2.1 Az elmúlt 25 év során a világgazdaság mélyreható átalakuláson ment keresztül. Miközben általánosságban megelégszünk azzal, hogy a globalizáció számlájára írjuk e jelenséget, pénzügyi dimenziójával, valamint a globális pénzügyi piac kiépülésének következményeivel korántsem vagyunk kellőképpen tisztában.

2.2 Ezért – míg a média és a politikák kialakítói továbbra is a GDP mutatójára összpontosítanak – a valóságos helyzettel kapcsolatban csak akkor láthatunk tisztán, ha a tágabb perspektívákat is felvázoljuk. 2002-ben a világ GDP-je mintegy 32 ezer milliárd dollárnak felelt meg: ez a számadat csillagászati méretei ellenére eltörpül a GDP-n kívüli pénzügyi tranzakciók egészéhez képest (kb. 1 123 ezer milliárd dollár), amelyek értékben az előbbinek mintegy 35-szörösét jelentik!

(°) Lásd különösen Az általános érdekű szolgáltatások jövője c. EGSZB-véleményt, HL C 309., 2006.12.16.

(°) „Ha rendkívüli körülmények fennállása esetén a harmadik országokba irányuló vagy onnan származó tőkemozgás a gazdasági és monetáris unió működésében súlyos nehézségeket okoz vagy azzal fenyeget, a Tanács a Bizottság javaslata alapján, az EKB-val folytatott konzultációt követően minősített többséggel védintézkedéseket hozhat harmadik országokkal szemben hat hónapot meg nem haladó időszakra, amennyiben ezek az intézkedések feltétlenül szükségesek”.

## A világgazdasági szféra (ezer milliárd USA dollárban, 2002)

Kereskedelem és termelés		Tranzakció pénzneme	
származékos piaci tranzakciók	699	Egyesült Államok (dollár)	405,7
átváltási tranzakciók	384,4 (*)	Eurorendszer (euró)	372,9
pénzügyi tranzakciók	39,3	Japán (jen)	192,8
termékekre és szolgáltatásokra vonatkozó tranzakciók (globális GDP)	32,3	Egyéb monetáris zónák	183,6
összesen (bankközi tranzakciók)	1 155	Összesen (bankközi kifizetések)	1 155

(\*) Ebből 8 kapcsolódott a nemzetközi kereskedelmi tranzakciókhoz.

Forrás: François Morin: „Le Nouveau mur de l'argent: Essai sur la finance globalisée”, 2006.

2.3 A pénzügyi globalizáció legfőbb kiváltó okát az intézményi befektetőkben szokás megjelölni. E befektetők növekvő súlyának egyúttal állandó velejárója a *corporate governance* angolszász gyakorlatainak elterjedése (a kisebbségi részvényesek védelme, átláthatósági kötelezettségek, az intézményi befektetők közgyűlési aktivitása, valamint a részvényes-vezető-dolgozó viszonyrendszer módosulása) illetve a hitelderivatívák megjelenése, mely újkeletű pénzügyi eszközök lehetővé teszik bizonyos olyan kockázatok eloszlását, amelyeket korábban elválaszthatatlannak gondoltak az egyes értékpapiroktól. E változásokat az új információs és kommunikációs technológiák tették lehetővé, illetve gyorsították fel.

2.4 Fontos itt kiemelni, hogy a tág értelemben vett intézményi befektetők beruházási perspektívájuk szerint különböző stratégiákat alkalmaznak. Míg egyesek a pénzügyi piacokat általában stabilizáló arbitrázsokhoz folyamodnak, másoknak – például a nyugdíjalapoknak – nagyon hosszú távú kötelezettségeket kell vállalniuk. Ugyanazon megnevezés alatt jelentős eltéréseket találhatunk: Példaként említhetők a *private equity* alapok, amelyek közül némelyik az eladósodás általi kivásárlásra (*leveraged buy-out*) szakosodott, ezek 3–5 éves időtartamra fektetnek be egy vállalatba. Mások üzleti angyalként (*business angel*) kockázati tőkét visznek innovatív kkv-kba, és akár tizenöt éven keresztül is fenntarthatják kötelezettségeiket <sup>(10)</sup>.

	Birtoklási időtartam	
	részvény	kötvény
Hedge fund-ok	1–5 hónap	1–5 hónap
Egyéb befektetési alapok	9 hónap–1 év	1–6 hónap
Biztosítók	20–40 hónap	6–30 hónap
Háztartások	3–5 év	8 hónap–4 év

Forrás: Natixis: „L'effet de la présence des hedge funds sur l'équilibre des marchés financiers”, *Recherche économique*, 2007/4. szám.

2.4.1 Mindazonáltal ezek a szereplők egymással is közeli kapcsolatban lehetnek. Így például, a *private equity* alapok által 2005-ben előteremtett tőke 24 %-a a nyugdíjalapok szektorából származott, 18 %-a a kereskedelmi és befektetési bankokból, 11 %-a pedig biztosítóktól <sup>(11)</sup>. A befektetési alapok és más vagyongazdálkodó vállalatok egyik, mind fontosabbá váló funkciója az, hogy nyugdíjalap-kezelési szolgáltatásokat nyújtanak, és megbízás révén biztosítók is.

<sup>(10)</sup> A teljesség igénye nélkül álljon itt néhány jellemző, segítségképpen a *hedge fund*-ok és a *private equity* cégek megkülönböztetéséhez. A *hedge fund*-ok piacképes eszközökkel dolgoznak: például részvényekkel, de úgyszintén nyersanyagokkal, hitelderivatívákkal stb. Többféle stratégiát alkalmaznak céljuk – vagyis az abszolút hozam – elérése érdekében. Ha egy vállalatba fektetnek be, a részvények kis százalékaival is megelégszenek, de aktívan lépnek fel a vállalat döntéseinek befolyásolása érdekében. A *private equity* cégek az érték kivonására törekszenek, és főként a vállalatok kivásárlását alkalmazzák, eladósodáshoz folyamodva. A tőzsdéről kivonuló vállalat így már nem köteles információkat közölni magáról. Néhány év és a vállalat teljes átalakítása után a *private equity* cég kivonja a befektetését a vállalkozásból.

<sup>(11)</sup> M. Aglieta: *The surge in private equity*, 2007.

2.5 Az angolszász országokban már 20 évvel ezelőtt bizonyos mértékben kifejlődött intézményi befektetői kör érdeklődése fokozatosan fordult a többi kontinentális európai ország felé. A különböző tagállamokban sorra kezdtek megjelenni az ilyen jellegű alapok. Mára elmondható, hogy a kollektív kezelésben lévő eszközök fele az amerikai befektetők ellenőrzése alatt áll.

2.6 Becslések szerint ma az intézményi befektetők hajtják végre a tőzsdei tranzakciók 80 %-át, ezért nem tűnik ésszerűnek az ilyen nagy befektető szervezetekével ellentétes pozíciót nyitni. Ők a legfontosabb határokon átívelő részvénytulajdonosok is: az Eurobarométer egy (2005. őszi) felmérése szerint a háztartások csupán 1 %-ának volt egy másik ország vállalatában részvénye, illetve alig 3 % szándékozott külföldi részvényt vásárolni. Ráadásul a háztartások közül kevesen vesznek részt aktívan a részvényesek közgyűlésén, miközben az intézményi befektetők az utóbbi néhány évben egyre látványosabban és határozottabban vannak jelen a közgyűléseken.

2.7 Ez a vélemény elsősorban a tőzsdén jegyzett vállalkozásokra vonatkozik, mivel ezek vannak aktívan jelen a tőzsdepiacokon. Általában nagyvállalatokról van szó. Azonban, mivel e vállalatok döntő befolyást gyakorolnak a foglalkoztatásra és a többi vállalkozás magatartására, az őket érintő átalakulások a gazdaság és a társadalom egészére kihatnak:

- Európában minden harmadik, az Egyesült Államokban minden második munkahelyet ők teremtenek meg,
- főként a kitermelőiparban, illetve a szállítás, a telekommunikáció és a vállalkozásoknak nyújtott szolgáltatások területén, vagyis a gazdaság neuralgikus pontjain vannak jelen,
- a kvk-k működési módját is befolyásolják az alvállalkozási viszonyok és a pénzügyi részesedésvállalások révén.

### 3. A *corporate governance* rendszerek konvergenciája <sup>(12)</sup>

3.1 Általában véve két jellemző intézmény-együttest és gyakorlatot (*corporate governance*) szokás megkülönböztetni, amelyek a vállalatok vezetésének, igazgatásának, illetve ellenőrzésének módjára, az érintett felek közötti kapcsolatokra és a vállalatok célkitűzéseire is hatással vannak.

- Az angolszász modellben a vállalkozások tulajdona rendkívül sokféle oszlik el, és igen hangsúlyos az intézményi befektetők jelenléte, jóllehet ez utóbbiak nem vesznek részt a vállalatvezetésben. Bár a befektetők általában az értékpapíroknak csupán maximum 3 %-át birtokolják, befolyásukat az általuk birtokolt részvények bejelentett, illetve megvalósított eladása révén gyakorolják. Jellemzően ez a rendszer működik a nagyszámú tőzsdén jegyzett vállalattal rendelkező országokban.
- A kontinentális Európában és az egyéb országok többségében – köztük Japánban – uralkodó modellt olyan részvényesek

jelenléte jellemzi, amelyek nagyobb, 10–20 % közötti részvénypakettekkel rendelkeznek, amelyek tényleges ellenőrzést biztosítanak a számukra. Ilyen részvényes lehet maga az állam, illetve bankok és egyéb vállalkozások. Ezek a részvényesek közvetlenül szerepet vállalnak a vállalat irányításában. Az előző modellel ellentétben e rendszerben a munkavállalók is bizonyos mértékig részt vesznek a vállalat ügyeiben, ami extrém esetben a német „Mitbestimmung” formáját öltheti.

3.2 Az elmúlt két évtizedben bizonyos konvergencia mutatkozott a kontinentális európai és az angolszász modell között. A konvergenciafaktorok között megemlíthetjük: az Egységes Európai Okmányt; egyes állami vállalatok privatizációját; a különösen a tőzsdei tőkenyerésre vonatkozó németországi adóreformokat, amelyek a bankokat ipari részesedéseik eladására készítették; az amerikai munkaügyi minisztérium által az intézményi befektetőkhez intézett, a szavazati jogok gyakorlására vonatkozó, kötelező felhívást (1988. illetve 1994.); az Egyesült Államok gazdasági vitalitását az 1990-es években, amely ellentétben állt a kontinentális Európa országainak viszonylagos stagnálásával; a nagyvállalatok több tőzsdén való bejegyzését; az új nemzetközi számviteli standardokat stb.

3.3 Ennek ellenére a kapitalizmus nemzeti/regionális formáinak sokszínűsége bizonyos mértékben továbbra is fennmaradt. Ezt a következő tényezők magyarázzák:

- a gazdasági intézmények nemzeti sokszínűsége: a jog, a politika és a kultúra, valamint a forráselosztás módjának eltérései;
- a tőke- és munkaerőpiacok, a jogi szabályozások, valamint a vállalatok működését összehangoló normák egymástól való kölcsönös függése;
- a más típusú rendszerre való átállás költségei, tekintettel arra, hogy a fent említett elemek egyikének módosulása veszélybe sodorja az egész rendszer koherenciáját.

### 4. Gazdasági khatások

4.1 Az intézményi befektetők felemelkedésével szélesebb kör számára vált lehetővé a pénzügyi piacokhoz való hozzáférés és a portfóliókockázat diverzifikálása, mivel ezek a szervezetek egy befektetéskezelő csapat szakértelmét bocsátják rendelkezésre. A háztartások megtakarításainak összegyűjtésével megnőtt a rendelkezésre álló források mennyisége, és lehetővé vált a nagyobb fokú diverzifikáció, aminek köszönhetően csökken a magánszemélyek egyéni kockázatának mértéke. Az ÁÉKBV-k magas megtérülés lehetőségét kínálják a szerény pénzügyi eszközökkel és korlátozott piaci ismeretekkel rendelkező magánszemélyek számára. A tény, hogy a tőke intézményi befektetők kezében összpontosul, csökkenti az alkuköltségeket a vállalatok és a közigazgatás számára, mivel csak egy tárgyalóféllel állnak kapcsolatban.

<sup>(12)</sup> James Shinn: „Private profit or public purpose? Shallow convergence on the shareholder model”, Princeton University, 2001. Tanulmányok 14 országról: Egyesült Államok, Egyesült Királyság; Belgium, Franciaország, Németország, Olaszország, Hollandia és Spanyolország; Kína, Japán, Dél-Korea, Malajzia, Szingapúr és Tajvan; Roger M. Baker: „Insiders, outsiders, and change in European corporate governance”, University of Oxford, 2006.

4.2 Az intézményi befektetők, jellegüktől függetlenül (*hedge fund*-ok, nyugdíjalapok, bankok és biztosítók, *private equity* alapok stb.) mintegy 300 milliárd háztartás megtakarításait kezelik, amelyek elsősorban az Egyesült Államokban, Európában és Japánban koncentrálnak<sup>(13)</sup>. Céljuk a megbízók megtakarításai által elérhető hozamok maximalizálása, a befektetők által vállalt kockázati szint tekintetbe vételével.

4.3 A befektetési alapok arányának növekedése a fogyasztók és a háztartások pénzügyi eszközei terén magától értetődően egyre inkább piaci kockázatoknak teszi ki a háztartások megtakarításait<sup>(14)</sup>.

4.4 Az ÁÉKBV-kon és a biztosítókon kívül a lakosság a nyugdíjbiztosítókat is jól ismeri. Az általános felfogás szerint ez utóbbiak nyújtják az egyik megoldást a népesség elöregedéséből adódó költségek csökkentésére. Két típusuk létezik: a meghatározott járadékot nyújtó és a meghatározott összegű befizetéssel működő típus. Az első esetben a kockázatot a befizető, azaz a munkáltató viseli, míg a második esetben a kedvezményezett. Bár ez utóbbiakat kockázatosabb eszközstruktúra jellemzi, mégis egyre népszerűbbek, mert a befizetők igyekeznek csökkenteni hosszú távú kötelezettségeik kockázatát, a munkavállalók pedig egyre jobban vonzódnak az olyan megtakarítási lehetőségekhez, amelyek magasabb megtérülést ígérnek, és munkáltatók között könnyebben átvihető jogosultságokkal járnak<sup>(15)</sup>.

4.5 Az eszközöket maguk az alapok kezelik, de ezt a feladatot (részben vagy egészében) gyakran átadják befektetési alapoknak vagy más kezelőtársaságoknak. Ezenkívül, bár a befektetés időtávja elvileg hosszú, a kezelés minőségét rövid távon, a megtérülés függvényében ítélik meg. Ez a magyarázata annak, hogy erősen megemelkedett a részvények részesedése az összes eszköz között, és hozzájárult a részvényárak emelkedéséhez.

4.6 A *corporate governance* modelljeinek konvergenciája az IKT-k fejlődésével, az intézményi befektetők megnövekedett aktivitásával és a gazdaságossági normák változásával együtt arra készítette a nagyvállalkozásokat, hogy minden áron maximalizálják értékpapírjaik hozamát (osztalékok és tőkenyereségek). Saját jövődöbéli *cash flow*-termelési képességük, illetve az európai szociális modell által előtérbe helyezett partnerségi viszonyok pedig háttérbe szorultak.

4.7 E folyamat új vállalatirányítási dinamika születéséhez vezetett. Ennek lényege olyan stratégiaváltások kikényszerítése proaktív módon, amelyek célja a folyamatos tőkenyereség-termelés a részvényesek javára (*shareholder value*), szemben a közép- és hosszú távú versenyképesség javításával. Ilyen stratégia a vállalat saját részvényeinek visszavásárlása (*shares buyback*) a nettó tőkemegtérülés indikátorának javítása érdekében, az esetenként minden iparági logikát nélkülöző egyesülés illetve részesedésszerzés, az egyik vállalat tevékenységi körének

csökkentése és a feladatok átcsoportosítása a vállalatcsoporton belül a befektetési portfólió könnyebb diverzifikálása érdekében, a vállalatáthelyezés, a foglalkoztatottak számának és a munkaszerződések rugalmasságának mérséklése a fix költségek csökkentése vagy változó költségekké való átkonvertálása érdekében<sup>(16)</sup>.

4.8 Általában a magas – ágazattól függően 10–20 %-os – reálértéken számított megtérülési arány (ROE) igénye megingatja a makrogazdaságot: ilyen magas megtérülés hatására a profitnövekmény jóval meghaladja a GDP-t. Egyéb tényezők (elváándorlás, vállalatáthelyezések, az import növekvő térhódítása stb.) mellett ez is hozzájárult ahhoz, hogy a javak mind nagyobb tömege áramlik a tőketulajdonosokhoz. Észrevehetően megváltozott a hozzáadott érték eloszlása az európai országokban. Az Európai Bizottság, az OECD és a BIS adatai szerint a 15 tagú EU átlagában a fizetések GDP-hez viszonyított aránya az 1980-as évekbeli 71,5 %-ról 2004-re 66,7 %-ra csökkent. Ez a közel 5 GDP százalékpontnyi változás ugyanekkora tőkehozam-emelkedést (profitnövekményt) jelent.

4.8.1 A javak elosztásában való ekkora mértékű változás deflációt okoz: növeli a megtakarítások mértékét, de mivel a munkavállalók vásárlóereje kevésbé nő, az általuk képviselt kereslet nem lendül fel, és a vállalkozások nincsenek ösztönözve befektetéseik realizálására. Másrészt, mivel a profit egy nagy hányada újraelosztásra kerül a részvényesek között (osztalék és visszavásárlás formájában), forrástöbblet keletkezik, és a jelenség önmagát gerjeszti tovább.

4.8.2 Egyébiránt, mivel az OECD vezető országai versenyeznek a forrástöbblet által generált, de a hazai piac dinamizmusának csökkenése miatt visszafogott közvetlen külföldi tőkebefektetésekért, adócsökkentési politikába kezdtek, ami terheket róhat költségvetésükre, hacsak nem csökkentik a közkiadásokat, a szociális kiadások kivételével (lásd népesség elöregedése).

4.8.3 Ezenkívül, mivel a kölcsön után fizetett kamat több országban is adómentes, az eladósodás általi kivásárlás (*leveraged buy-out*) egyfajta működési támogatásnak felel meg, amelyet az állami hatóságok nyújtanak az ekként kedvezményben részesített *private equity* alapoknak. Azonkívül, hogy felvetik az ilyenfajta eljárásról nem folyamodó más gazdasági szereplőkkel szembeni tisztességtelen verseny kérdését, az eladósodottság révén való részesedésszerzések az államháztartásra is többféle módon kihatnak. A Dán Adóügyi Minisztérium<sup>(17)</sup> egy tanulmánya megjósolja, hogy minden más tényező változatlansága esetén ez a veszteség két év múlva Dániában akár az összes társaságiadó-bevétel 25 %-át is kiteheti. Hasonló helyzet áll elő az európai országok és a Stabilitási és Növekedési Paktum költségvetési kritériumainak alávetett euróövezet országainak többségében.

<sup>(13)</sup> J. Peyrelevade: „Le capitalisme total”, 2005., 39–42. o.

<sup>(14)</sup> BIPE, idézett mű. A háztartások részvényekbe, befektetési alapokba, élet- és nyugdíjbiztosításba fektetett pénzügyi eszközeinek részesedése Németországban, Olaszországban és Franciaországban 1980. és 1998. között több mint duplájára nőtt. Így az első két országban majdnem 50 %-ot tett ki, míg az utóbbiban 66 % lett. Az Egyesült Királyságban az említett befektetési termékek részesedése magasabb szintről indult, 52 %-ról 76 %-ra emelkedett.

<sup>(15)</sup> BIPE: „La montée en puissance des investisseurs institutionnels: implications réglementaires” – Tanulmány a francia szenátus megbízásából, 2003. január.

<sup>(16)</sup> Lásd különösen: S. M. Bilger és K. F. Hallock: „Mass layoffs and CEO turnover”, 2005., valamint Chicago Fed Letter: „Assessing the impact of job loss on workers and firms”, 2006. április.

<sup>(17)</sup> Dán Adóügyi Minisztérium: Status pa SKATs kontrolindsats verdrende kapitalfondes overtagelse af 7 danske koncerner, 2007. március.

4.8.4 Ami az alapok kezelőinek fizetését illeti, az a 20 % sikerdíj, amit a megadott szinten felüli hozamból kérni szoktak, általában a legalacsonyabb – vagyis a tőkenyereségre alkalmazott – adósávba esik, nem pedig a szokásos bevételre alkalmazott magasabb sávba. Ezt a rendszert semmi nem indokolja, ugyanis ők maguk csupán a tőke egy elhanyagolható részéhez járulnak hozzá. Ez a helyzet problémát vet fel az ilyen személyekkel és a keményebben megadózott más munkavállalókkal szembeni adóügyi bánásmód egyenlősége terén.

4.9 Nem csak a vállalkozás természete és stratégiája fejlődött, hanem a vállalatvezetők szerepe is: tíz évvel ezelőtt egy vállalatvezető hatásköre a vállalkozás irányítására és vagyonának kezelésére terjedt ki, a különböző érdekelt felek javára. Ma a vállalatvezetők számára a fő tét a nettó eredmény termelése a befektetők számára. A részvényesek által elégtelennek ítélt eredmények miatti kényszerű távozások aránya szintén soha nem látott szintre jutott 2005-ben. A 2005-ös év folyamán négyszer annyi vállalatvezető kényszerült távozásra, mint 1995-ben. Több mint minden hetedik vállalkozáson belül történt vezetőváltás, szemben a csupán tíz évvel korábbi egy tizenegyed aránnyal. A vezetők megbízatásának időtartama is csökkent. Ez az egyre gyorsuló rotáció egy másik globális problémát is felvet, hiszen „a vállalatok számára szükséges átalakulások végrehajtása rendszerint három-négy évet vesz igénybe”.

4.9.1 A fentiek következményeképpen, mivel számos igazgatótanács találja magát abban a helyzetben, hogy nincs elég jelölt a vállalatvezetői poszt utódlására, láncreakció indul be a vállalatvezetők bérszintjének további emelésében: egyrészt mert az új munkaadók motiválni igyekeznek őket korábbi funkcióik otthagására, másrészt mert a jelenlegi munkaadók igyekeznek visszatartani őket. Emiatt az intézményi befektetők túlnyomó többsége (90 %) aggodva tekint a vezetők túlzottnak ítélt juttatásaira és a vállalat teljesítményére való pozitív hatás elmaradására (78 %) <sup>(18)</sup>.

4.9.2 Bár úgy tűnik, hogy a vállalkozások távol tartják magukat a korábban érdekkonfliktusokhoz és hangos botrányokhoz vezető részvényopcióktól, sokkolóan hat a közvéleményre az a gyakorlat, miszerint „arany ejtőernyőt” és más juttatásokat biztosítanak azoknak a vezérigazgatóknak, akiknek pedig nem sikerült javítani vállalatuk eredményén (sem versenyképesség, sem foglalkoztatás szempontjából).

## 5. Kohézió/társadalmi egyenlőtlenségek

5.1 Egyrészt megállapítható, hogy miközben a múltban gyakran láthattuk, hogy a részvényeseknek juttatott magas kifizetéseket a befektetett tőkénkkel végzett tranzakciók kockázataival igazolják, ez az érvelés alapjaiban kérdőjeleződött meg az elmúlt évek fejleményei láttán.

<sup>(18)</sup> Watson Wyatt: Corporate directors give executive pay model mixed reviews, 2006. június.

5.1.1 A valóságban a részvényesek felelőssége csupán apportjukra korlátozódik, miközben az új technológiáknak és világszerte való elterjedésüknek köszönhetően egyre növekvő likviditást mutató pénzügyi és tőzsdéi piacokon javul az értékpapírok eladhatósága, ami jelentős mértékben csökkenti a bennük rejlő kockázat intenzitását is, miközben korábban példátlan visszalépési és diverzifikációs lehetőségeket biztosít.

5.2 Másrészt egyes közgazdászok megfigyelték, hogy a gazdasági elbocsátások hullámai szezonális jelleget mutatnak, és januárban illetve júniusban, vagyis a vállalatok éves költségvetésének meghatározása illetve felülvizsgálata időpontjában tetőznek. Ebből arra a következtetésre jutottak, hogy az elbocsátásokat sokkal inkább a pénzügyi eredmények javításának kényszere, semmint az ipari szükségszerűség diktálja <sup>(19)</sup>.

5.2.1 Mindezekkel párhuzamosan napirenden van az egyénre szabott munkaszerződések és bérek kérdése is, és egyre elterjedtebbé válnak az olyan, atipikus szerződések, mint a határozott idejű szerződések vagy a részdíjs foglalkoztatás, amelyek révén a bérekhez kapcsolódó fix költségek egy része változó költséggé konvertálható át. 1992-ben a határozott idejű munkaszerződés vagy a részdíjs foglalkoztatás jelensége a munkavállalók 25,4 %-át érintette. 2005-ben ugyanez az arány 33 %-ra növekedett. Az ilyen típusú, ingatag szerződések terjedésének üteme az egész időszakban gyorsabbnak mutatkozott, mint a munkahelyteremtésé (kivéve a 2005-ös évet). A határozott idejű munkaszerződéssel dolgozókat csak az esetek 33 %-ában véglegesítik (miközben 22 %-uk munkaviszonya megszűnik, 39 %-uk pedig egy újabb határozott idejű szerződést kap) <sup>(20)</sup>.

5.2.2 Mindez új típusú kockázatokat hordoz a munkavállalókra és a vállalkozásokra nézve:

- a vállalkozások nem fektetnek annyit a mobil munkavállalókba, és az utóbbiak is kevesebb erőfeszítést tesznek, hiszen kevésbé érzik a vállalat részének magukat és attól félnek, hogy a képzés az adott pillanatban nem jár nettó haszonnal számukra <sup>(21)</sup> <sup>(22)</sup>,
- a humántőke, amely a tudásalapú társadalomban egyre inkább vállalat-specifikussá válik, csekély mértékben váltható át (= nem igazán transzponálható egyik cégből a másikba) <sup>(23)</sup>,
- a munkavállalók képviselői nem tudják azonosítani, kik azok a partnerek, akikkel a szociális párbeszéd keretében dialógust folytathatnak, mivel a „vezető” folytonosan változó részvényesekre hullik, akikhez „nem lehet arcot társítani”,
- a munkavállalók közötti versengés minden szinten éleződik:
  - globális szinten egyrészt a termelőtőke és a pénzügyi tőke erős mobilitása következtében, másrészt pedig azért, mert a szovjet blokk összeomlása, illetve különösen Kína és India nemzetközi szintre lépése nyomán megduplázódott a globális gazdaságban részt vevő munkavállalók száma,

<sup>(19)</sup> D. Plihon: Précarité et flexibilité du travail, avatars de la mondialisation du capital, 2006.

<sup>(20)</sup> COM(2003) 728 final „A munka minőségének javítása: a legutóbbi előrelépések elemzése”.

<sup>(21)</sup> Miközben egyre gyakrabban mutatnak rá a humántőkére mint a tudásalapú társadalom versenyképességi tényezőjére, meglepő, hogy egyáltalán nem jelenik meg a vállalkozások mérlegének aktívum-oldalán.

<sup>(22)</sup> European Working Conditions Observatory (Európai Munkakörülmények Megfigyelőközpontja): „Fourth European Working Conditions Survey”, 2007., 49. o.

<sup>(23)</sup> Lásd. 6.4 és további pontok.

- nemzeti szinten a magas munkanélküliségi ráták, a rossz minőségű munkahelyek számának növekedése miatt, ami növeli a minőségi munkahelyek értékét; valamint a képzés paradoxona következtében: egyfelől divatossá vált a képzés szükségességét, illetve a nem megfelelő kompetenciákat okolni a problémákért, miközben másrésről majdnem minden harmadik munkavállaló túlképzettnek vallja magát a szakmai tevékenységei által megkövetelt kompetenciához képest, a kevésbé képzett illetve időszakos munkavállalók pedig nem találnak megfelelő képzési lehetőségeket,
- a fent leírt versengés annál élesebbé válik, mivel a munkavállalók mobilitása viszonylag korlátozott marad; ennek oka a gazdasági migrációra vonatkozó törvényekben előírt átmeneti időszakok fenntartása, melyek a külföldiek munkaerő-piaci hozzáférést az egyes szakmákon belül mutatkozó munkaerőhiány feltételéhez kötik (politikai

korlátok), a nyugdíjak hordozhatósága terén mutatkozó valódi előrelépések hiánya, illetve az ingatlanpiac túlfűtöttsége (társadalmi-gazdasági korlátok) vagy éppen az elégtelen nyelvi ismeretek (kulturális korlátok).

5.2.3 Ismét meg kell találni az egyensúlyt a részvényesek és a munkavállalók között. Az egyensúlyhiány a GDP „tőke”, „munka” és a korábban említett többi tényező közötti megoszlásának egyenlőtlenségén kívül tükröződik a pénzügyi- és tőzsdépiacoknak az elmúlt évek során tapasztalt exponenciális növekedésében is, miközben a munkajog éppen az ellenkező irányba fejlődött, egyre kevésbé nyújtva elegendő védelmet a munkavállalóknak (sem a szerződések, sem pedig a továbbképzés<sup>(24)</sup> szempontjából). Mindez azt mutatja, hogy a munka rugalmasságát (és fokozódó bizonytalanságát) a vállalatok mindinkább egyfajta kiigazítási változóként fogják fel.

### Fejlődés a különböző társadalmi „almodellekben”

átlag	ország	Tőzsdéi tőkeérték/GDP		Munkavállalók védelme	
		1990	2003	1990	2003
angolszász modell	UK, USA, Can, Aus	54	119	0,63	0,73
skandináv modell	Fin, Dk, Sv	28	85	2,71	1,89
kontinentális modell	Fr, De, At, B, NL	30	59	2,79	2,30
mediterrán modell	It, Sp, El	16	57	3,67	2,61
Japán		98	70	2,10	1,84

NB.: Az új tagállamokból nem állnak rendelkezésre adatok.

A munkavállalóknak nyújtott védelem felvázolásához az OECD által (az 1990-es, 1998-as és 2003-as évre) használt „EPL 1” nevű mutatót alkalmaztuk. Ez a rendes és az időszakos munkahelyek védelmének szabályozását jellemzi. Minél közelebb van a 0-hoz, annál gyengébb a munkavállalók védelmét szolgáló szabályozás. (Az „EPL 2” már tartalmaz a kollektív elbocsátásra vonatkozó adatokat, de nem 1990-ig visszamenőleg.)

5.2.4 Ha igaz is az, hogy fejlődött az alkalmazotti részvénytulajdon, ez nem javít a helyzeten, ugyanis alapjában véve és aránytalan mértékben – mivel a dolgozók közötti előfordulási arányuk nem egyenletes – a legmagasabb jövedelmű (általában a magas beosztású) munkavállalók kezében összpontosulnak a részvények.

5.2.5 Emlékezve arra, hogy a gazdasági rendszerek mindig a történelem termékei (lásd a 3.3. pontot), könnyűszerrel megérthető, hogy a *corporate governance* modellek terén mutatkozó konvergencia (lásd a 3.1 és a 3.2. pontot) a kontinentális Európában nem járt látható hatással a munkanélküliség elleni küzdelem területén, miközben az európai szociális modell a szociális piacgazdaságra épül, amely a részvényesek pusztá érdekein túlkéntve tágabb értelemben vett partneri megközelítést feltételez.

5.3 Immár több éve a bérek erőteljes visszafogásának fázisába léptünk<sup>(25)</sup> a nemzetközi konkurencia egyre erősödő nyomásának hatására, valamint a gazdaságossági normák szorítása miatt. Ez a jelenség ugyanakkor nem érint minden egyes társadalmi-szakmai csoportot.

5.3.1 Mindezek alapján, az Egyesült Államokban kialakult gyakorlatnak<sup>(26)</sup> megfelelően az Európai Bizottságnak, az Eurostatnak és az EKB-nak finomítaniuk kellene statisztikai adataikat, (minimum) ötszörös lebontásra<sup>(27)</sup>, hogy jobban azonosíthatóak legyenek a népesség egyes olyan kategóriái (rendkívül magas bérek, rendkívül alacsony bérek, köztes rétegek), amelyek a globális bértömeg – és tágabb értelemben a jövedelmek – növekedését kiváltják, és ezáltal jobban felmérhetőek legyenek az árak stabilitására nehezedő kockázatok is, figyelemmel arra, hogy a különböző rétegekhez tartozó csoportok eltérő fogyasztási hajlandóságot mutatnak<sup>(28)</sup> (lásd a 4.8.4. pontot is).

<sup>(24)</sup> European Working Conditions Observatory (Európai Munkakörülmények Megfigyelőközpontja): „Fourth European Working Conditions Survey”, 2007., 49. o.

<sup>(25)</sup> Európai Bizottság: A munkaerőköltség alakulásának hozzájárulása az árstabilitáshoz és a versenyképesség kiigazításához az euróövezetben (negyedéves jelentés az euróövezetről, 2007/1. szám, 6. kötet).

<sup>(26)</sup> Lásd a *US Survey of Consumer Finances* háromévente végzett felméréseit.

<sup>(27)</sup> A bérek növekvő sorrendben való felírása, majd 5, egyenlő számú megfigyelést tartalmazó részletre osztása.

<sup>(28)</sup> A közelmúltban több tanulmány is kiemelte ezt a tendenciát. Példaként idézzük T. Piketty és E. Saez művét: *The evolution of top incomes: a historical and international Perspective*, *American Economic Review*, 2006.

## 6. Kutatás-fejlesztés és innováció

6.1 Mivel az intézményi befektetők hajlamosak tendenciakövető magatartást tanúsítani befektetéseikkel kapcsolatos döntéseikben, továbbra is fennáll a lehetősége egyes szektorok túlfinanszírozásának, miközben más szektorok alulfinanszírozási gondokkal küzdenek, mint azt a 2000–2001-es tőzsdei válság is megmutatta.

6.2 A skandináv országok példája azt mutatja, hogy lehetséges a magas társadalmi és technológiai eredmények mellett olyan pénzügyi rendszert működtetni, amelyek nem a tőzsdéken, hanem a bankokon alapulnak.

6.3 Ami a *private equity* kérdését illeti, miközben ez az ágazat biztosítja a nélkülözhetetlen kockázati tőkét a szerényebb méretű vállalkozások (*start-up-ok*) számára új tevékenységeik beindításához, néhány éve e tevékenységek szegmens hanyatló tendenciát mutat (2003-ban befektetéseiknek kevesebb mint 10 %-át képviselte) <sup>(29)</sup>. A *private equity*-szektor ugyanakkor egyre inkább a *buy-out* tranzakciók – a vállalkozások kivásárlása – köré szerveződik (2003-ban több mint 60 %) (Lásd a „Kiegyenlítő hatás és rendszerkockázatok” című fejezetet). Ez a tendencia egyébként szintén nem befektetés-ösztönző jellegű, mivel a tevékenységben rejlő kockázatok miatt a *private equity* cég szemében a részvényesek pénzének visszafizetése és hasznai prioritást élveznek a hosszú távú befektetéssel szemben.

6.4 A kutatás-fejlesztésen túl az ún. „hallgatólagos” tudás <sup>(30)</sup> is egyre fontosabb versenyképességi tényezőt jelent a vállalkozások számára. E hallgatólagos interakciók információ-, és véleménycserék, egyeztetések és az egyéb tevékenységek nyomán követése formáját öltik, melynek keretében különböző típusú ismeretek (termékek, szolgáltatások és információk) cserélődnek ki az egyéb munkavállalókkal, az ügyfelekkel és szállítókkal. A hasonló típusú potenciált mozgósító munkavállalók ma a munkaerő 25–50 %-át képviselik.

6.4.1 Ha versenyképesebbé kívánunk válni, a vállalatok ma már nem építhetnek a munkavállalók munkavégzésének standardizálására, vagy gépekkel történő helyettesítésükre. Éppen ellenkezőleg: fel kell számolniuk a szervezeti akadályokat, és a kölcsönös bizalom légkörét kell kialakítaniuk a munkavállalók között, illetve a munkavállalók és a vállalkozás között, lehetővé téve az önálló döntéshozatalt, és a gyors és könnyű kommunikációt. Ebből következően erejük a vállalkozásra sajátosan jellemző kollektív tudásban rejlik, ami idővel fokozatosan alakul ki.

6.4.2 A vállalkozások manapság jelentős mozgástérrel rendelkeznek a hallgatólagos interakciókban részt vevő munkavállalók termelékenységének javításában, ami az egyéb munkavállalók esetében kevésbé mondható el. Mindez az ilyen típusú munkavégzésre nagy mértékben támaszkodó szektorokban tapasztalható rendkívül eltérő teljesítményekben is megmutatkozik. Az ágazati szociális párbeszéd e téren fontos szerepet tölthet be, hiszen lehetőséget ad a vállalatok közötti tapasztalatcserére, nevezetesen szemináriumok és tanulmányok keretében.

<sup>(29)</sup> Deutsche Bank Research: Private equity in Europe, 2005. január.

<sup>(30)</sup> The McKinsey Quarterly: Competitive advantage from better interactions, 2006., 2. szám.

6.4.3 A vállalkozások egyedi kompetenciájának hangsúlyos szerepe számos kérdést vet fel a rugalmas biztonsággal kapcsolatosan, amely inkább egyfajta általános képzést tételez fel ahhoz, hogy a munkavállaló eséllyel pályázhasson egy másik, adott esetben a korábbi munkahelytől eltérő ágazatban tevékenykedő vállalathoz.

## 7. Emelőhatás és rendszerkockázatok

7.1 A bizonyos típusú *private equity* cégek által kezdeményezett kivásárlások spekulatív jellegű tevékenységet jelentenek, amely eladósodásra épül, és arra alapozza stratégiáját, hogy a célvállalkozás által termelt hozamból sikerül visszafizetni a cég által felvett kölcsönt, valamint 5 év alatt jelentős tőkenyereségre tenni szert.

7.2 1995-ben a kontinentális Európa országaiban az ilyen műveletek tették ki a GDP 0,6 %-át, 2005-ben pedig nem kevesebb, mint 3 %-át <sup>(31)</sup>. (Az Egyesült Királyságban ugyanakkor 1 és 7 % volt az arány.) A kivásárlások alkotják a *private equity* cégek tevékenységének meghatározó részét (70 %), a kockázati-tőke-befektetés pedig elenyésző, és csökkenő arányt képvisel (2005-ben 5 %-ot).

7.2.1 2006 második félévében a központi bankok (EKB, Bank of England) és a hitelminősítő intézetek (Standard and Poor's) sűrűn megkongatták a vészharangot a szektorban tapasztalható túlzott aktivitás miatt (500 milliárd USD), ami 2005 folyamán az előző évhez képest 70 milliárd USD többletet jelentett. Az elemzők részint a vállalkozások növekvő eladósodásából fakadó rendszerkockázatokra, részint a bővítővénnyek megszorodására hivatkoznak, amely utóbbiak kritikus szintet értek el.

7.2.2 Mindez kényes dilemmát jelent a pénzügyi hatóságok számára, mivel minden olyan kamatlábemelés, amely fékezné ezt a tevékenységet, egyúttal számos olyan vállalkozást ítélné bukásra, amely jelenleg a globális likviditási többletnek köszönhetően tud fennmaradni.

7.2.3 A *buy-out* jelenség két másik, egészen más természetű, de nem kevésbé lényegbevágó kérdést is felvet:

- Amennyiben a tranzakciót egy holding megalakításán keresztül bonyolítják le, a munkavállalói tájékoztatásra és konzultációra vonatkozó irányelv nem alkalmazható. Ebből következően csökken az érintett munkavállalók részvétele, akik száma több százmillióra rúg Európában.
- Az LBO tranzakciókon keresztül a befektetési alapok az általuk kivásárolt vállalkozás nevében tagot delegálhatnak a nagy európai vállalatcsoportok igazgatótanácsába, amelyek valamely kulcsfontosságú szektorban – például a repülőgépgyártásban – tevékenykednek. Tekintettel arra, hogy egyes amerikai eredetű befektetési alapok különösen szoros kapcsolatot tartanak fenn az amerikai politikai hatalommal és a titkosszolgálatokkal, akár az EU technológiai, katonai és politikai függetlensége is veszélybe kerülhet, amennyiben az igazgatótanácsi tagság hozzáférést biztosít bizalmas információkhoz <sup>(32)</sup>.

<sup>(31)</sup> Adrian Blundell-Wignall: Private Equity Trends and Issues, OECD, 2007.

<sup>(32)</sup> B. Carayon: Patriotisme économique: de la guerre à la paix économique, 2006., 119. o.

7.3 Általában sokféle torzító tényező növelheti meg látszólagosan a *private equity* alapok által kimutatott átlagos hozamot. Mivel semmiféle beszámolási kötelezettségnek nincsenek alávetve, csak a legjobban teljesítő *private equity* cégek közlik eredményeiket, a gyenge teljesítmény miatt eltűnő vagyont pedig kivesszük az adatbázisból. A Citygroup egy tanulmánya bemutatja, hogy ha a fentieket számításba vesszük, egy 10 éves periódus alatt kalkulált hozam alacsonyabb, mint egy közepes nagyságú vállalatok részvényeiből álló kosár esetében. Ha figyelembe vesszük az alapkezelés és az ilyen nem mobilizálható eszközökbe való befektetés költségeit, a hirdetett eredmények valójában még alacsonyabbak lesznek <sup>(33)</sup>.

7.4 A *hedge fund*-ok több mint 1,5 ezer milliárd USD értékű iparágat képviselnek. Ezek az alapok nem új keletűek, ám az elmúlt húsz évben tevékenységük különösen nagy dimenziókat öltött. Egyes befektetők – például a nyugdíjalapok – jelentős nyomást gyakorolnak a szektorra, hogy az növelje az átláthatóságot. Az igény nyomán az utóbbi időben különböző hitelminősítő intézetek hitel- és kockázatminősítéseket tettek közzé.

7.4.1 A *hedge fund*-ok a maguk részéről hatalmas pénzügyi súlyuk következtében jelentős befolyást gyakorolnak a pénzügyi, tőzsde- és monetáris piacokra, amely mélyreható elemzésekre készíthetné bennünket:

- Az amerikai, angol és európai szabályozó hatóságok a közelmúltban több alkalommal hangoztatták aggodalmaikat amiatt, hogy a befektetési bankok lehetővé tehetik a *hedge fund*-ok számára hitelfelvevő kapacitásaik növelését olyan, viszonylag kevésbé likvid kiegészítő eszközök segítségével, amelyek értéke következőképpen pénzügyi válság esetén gyors ütemben zuhanásnak indulhat. Kételyeiket fejezték ki nevezetesen a kiegyenlítő hatásra építő *offshore* műveletekkel kapcsolatban, amelyek segítségével az amerikai bankok a legális szinten túl növelhetik a *hedge fund*-oknak nyújtott hiteleket.
- A *hedge fund*-ok tevékenysége az ún. *carry trade* szegmensre is kiterjed: ebbe az olyan típusú tranzakciók tartoznak, amikor

a befektetők alacsony kamatlábú devizákban (például jénben vagy svájci frankban) felvett kölcsönökből magasabb kamatot fizető devizákba (például ausztrál dollárba) valósítanak meg befektetéseket. Egyre több közgazdász illetve bank – köztük a BIS is – arra a meggyőződésre jut, hogy ez a *hedge fund*-ok számára rendkívül jövedelmező tevékenység az egyik fő magyarázata a jén gyengélkedésének, amely január végén (az utóbbi 4 évet tekintve) mélypontra jutott az amerikai dollárral szemben. A japán deviza hirtelen (a lendületben lévő gazdaságra válaszul hozott kamatláb-emelési intézkedés nyomán) bekövetkező kamatváltozása pénzügyi válságba torkollhat. A Barclays Capital szerint a spekulatív jellegű *carry trade* tevékenység az 1998-as orosz válság óta most a legintenzívebb.

7.5 A származékos termékek lehetővé teszik a bankok számára, hogy mérlegükből kiküszöböljék a kockázatokat, különböző tranzakciók tárgyát képező, komplex pénzügyi termékekké konvertálva át azokat. Ezzel a kockázat atomizálódik, ám egyúttal szét is oszlik a gazdaságban, adott esetben a prudenciális szabályok hatályán kívül eső szereplők felé.

7.5.1 Miközben az idők során lecsökkent az egész rendszerre kiható, jelentős pénzügyi sokk statisztikai valószínűsége, a válság valószínűsége nem csökkent, a károk pedig még nagyobbak lehetnek mint a múltban, mivel a pénzügyi innovációknak köszönhetően integrálódott piacok és a bank- és biztosítási szektorban létrejött fúziók és akvizíciók nyomán ma már az intézmények és a piacok szorosabban összefonódnak <sup>(34)</sup>.

7.5.2 Az elmúlt évek során sokszorosára növelt kiegyenlítő hatás miatt – amely természetéből adódóan nem jelenik meg a mérlegekben – ma már lehetetlen megbecsülni, milyen összegek forognak valójában kockán, illetve milyen kockázatoknak van kitéve a gazdasági rendszer.

Kelt Brüsszelben, 2007. szeptember 26-án.

az Európai Gazdasági és Szociális Bizottság  
elnöke  
Dimitris DIMITRIADIS

<sup>(33)</sup> A brit alsóház pénzügyi bizottsága: Private equity : tenth report of session 2006–07.

<sup>(34)</sup> Financial Times, 2007. január 30.

## MELLÉKLET

## az Európai Gazdasági és Szociális Bizottság véleményéhez

**Elutasított módosító indítványok:**

A következő módosító indítványt, amelynél a támogató szavazatok száma az összes leadott szavazat legalább egynegyede volt, a vita során elutasították (Eljárási Szabályzat, 54. cikk (3) bek.):

**5.1. és 5.1.1. pont**

Az 5.1. és 5.1.1. pont helyébe a következő, új 5.1. pont kerül:

~~„5.1 Egyrészt megállapítható, hogy miközben a múltban gyakran láthattuk, hogy a részvényeseknek juttatott magas kifizetéseket a befektetett tőkéjükkel végzett tranzakciók kockázataival igazolják, ez az érvelés alapjaiban kérdőjeleződött meg az elmúlt évek fejleményei láttán.~~

~~5.1.1 A valóságban a részvényesek felelőssége csupán apportjukra korlátozódik, miközben az új technológiáknak és világszerte való elterjedésüknek köszönhetően egyre növekvő likviditást mutató pénzügyi és tőzsdei piacokon javul az értékpapírok eladhatósága, ami jelentős mértékben csökkenti a bennük rejlő kockázat intenzitását is, miközben korábban példátlan visszalépési és diverzifikációs lehetőségeket biztosít.”~~

~~„5.1 A részvényeseknek juttatott kifizetések arányban kell, hogy legyenek a vállalatok eredményeivel.”~~

**Indokolás**

A két pont túlságosan kritikusan ítéli meg azt a jelentős szerepet, amelyet a részvényesek a vállalatok fejlesztésében játszanak. Az a kijelentés, hogy „a részvényesek felelőssége csupán apportjukra korlátozódik”, lebecsülni látszik a pénzügyi és tőzsdepiacokon történő befektetés kockázatát. Az ezeken a piacokon a közelmúltban lezajlott válság pedig azt az állítást cáfolja, hogy „az új technológiáknak és világszerte való elterjedésüknek köszönhetően (...) jelentős mértékben csökken a bennük rejlő kockázat intenzitása”. A részvényeseknek juttatott kifizetések korlátozása negatívan hathatna a tőzsdepiaci trendekre.

A szavazás eredménye:

Mellette: 65

Ellene: 70

Tartózkodás: 13