

Az Európai Gazdasági és Szociális Bizottság véleménye – A magántőkealapok, a fedezeti alapok és a nemzeti vagyonalapok hatása az európai iparágakban végbemenő szerkezetváltásra

(saját kezdeményezésű vélemény)

(2010/C 128/10)

Előadó: **Peter MORGAN**

Társelőadó: **Ion POP**

2009. február 26-án az Európai Gazdasági és Szociális Bizottság úgy határozott, hogy Eljárási Szabályzata 29. cikkének (2) bekezdése alapján saját kezdeményezésű véleményt dolgoz ki a következő tárgyban:

A magántőkealapok, a fedezeti alapok és a nemzeti vagyonalapok hatása az európai iparágakban végbemenő szerkezetváltásra.

A bizottsági munka előkészítésével megbízott Ipari Szerkezetváltás Konzultatív Bizottsága 2009. szeptember 10-én elfogadta véleményét.

Az Európai Gazdasági és Szociális Bizottság 2009. november 4–5-én tartott, 457. plenáris ülésén (a november 5-i ülésnapon) 167 szavazattal 1 ellenében, 3 tartózkodás mellett elfogadta az alábbi véleményt.

1. Következtetések és ajánlások

1.1. Jelen vélemény célja annak megvizsgálása, hogy hogyan hatnak az ipari szerkezetváltásra a nemzeti vagyonalapok és az alternatív befektetési alapok. Utóbbiak csoportját a magántőkealapok és a fedezeti alapok alkotják. Az EGSZB megbízást adott a „Wilke Maack und Partner” tanácsadói irodának (WMP), amely 87 oldalas jelentést készített. Az itt tárgyalt kérdések részletesebb elemzése iránt érdeklődőknek figyelmébe ajánljuk magát a jelentést. Az alternatív befektetési alapokat és a nemzeti vagyonalapokat egészen más szemszögből tárgyalja a Mckinsey Global Institute weboldalán közzétett *The New Power Brokers* c. tanulmány.

1.2. A jelen véleményben vizsgált alapok másképpen befolyásolják az ipari szerkezetváltást. A nemzeti vagyonalapok hagyományos befektetők, akik a piacon vásárolnak vagy értékesítenek. A fedezeti alapok is részvényeket adnak-vesznek, legtöbbször kereskedőként, bár némelyikük aktív befektető. A magántőke stratégiája egyértelműen aktív. A három befektetési móddal kapcsolatosan nem bocsátkozhatunk általánosításokba: azok eléggé eltérő jellegűek. Az egyes alapokról szóló 3., 4. és 5. rész végén az ott tárgyalt alapa vonatkozóan a WMP által készített SWOT-elemzés található.

1.3. A tapasztalatok és a jelentés alapján egyetlen igen nyilvánvaló közös szempontot találunk: az összes társadalmi következményre – az ipari szerkezetváltást is ideértve – felettébb kedvezően hat majd a tájékoztatás, az információterjesztés és főként az átláthatóság megerősítése. Az EGSZB minden esetben határozottan sürgeti e három szempont fejlesztését

1.4. A magántőkével kapcsolatban három fontos szempontot kell megemlítenünk. Kedvező hatást gyakorol kockázati tőke biztosítása révén, a vállalatok megmentésének, az átszervezéseknek, valamint a családi cégek növekedésének finanszírozásával. Másrészt a nagyobb, hitelből finanszírozott vállalatfelvásárlásokkal összefüggő közelmúltbeli agresszív pénzügyi stratégia ahhoz vezethet, hogy sok vállalat csődbe megy vagy csődközelbe kerül, ami súlyos következményekkel járhat az összes érdekelthez, köztük az alkalmazottakra nézve. Jelentős a szociális dimenzió is, amely magában foglalja a foglalkoztatási arányok, a jövedelmi szintek és a szociális jogok javulását és romlását is. Az adatokkal kapcsolatos nehézségek miatt a WMP azt tanácsolja, hogy legyünk különösen óvatosak azzal a következtetéssel, hogy a magántőke által támogatott vállalatok rosszabb elbánásban részesülnek, vagy nagyobb nyomásnak vannak kitéve az ipari szerkezetváltás elmúlt két évtizedben tapasztalt általános felgyorsulása mellett. Számos példa található a munkafeltételek és munkahelyi kapcsolatok romlására szerte Európában ott is, ahol ezek az alapok nem jutnak szerephez.

1.5. A fedezeti alapok tevékenységei általában nem hatnak az ipari szerkezetváltásra, de vannak fontos kivételek. A fedezeti alapok a problémás adósság jelentős felvásárlói. Ez azt jelenti, hogy készek akkor is vásárolni, ha más már nem hajlandó, és fontos szerepet játszhatnak a bajba jutott vállalatok megmentésében és átszervezésében. Emellett fúziókban és felvásárlásokban is mindkét fél szerepében részt vesznek. Ez értéket teremt, az ipari szerkezetváltásra gyakorolt hatása azonban nem mindig kedvező. A rövid távú orientáció potenciális hátránynak számít, és problémának tekintik az átláthatóság hiányát és a rendszerkockázat jelenlétét is, amit a tőkeáttétel is fokoz.

1.6. A nemzeti vagyonalapok tevékenységeinek két fontos szempontját kell megemlíteni. A nemzeti vagyonalapok előnye az, hogy a részvényeket jellemzően hosszabb távra veszik meg, és készek akkor is vásárolni, ha más már nem hajlandó. Hátrányuk többek között az átláthatatlanság és annak lehetősége, hogy érdekeltységüket stratégiai politikai célokra használják fel.

1.7. Nagy jelentőséggel bír a tőkepiacok nemzetközivé válása. A befektetési intézmények világszintű részvényportfoliókat állítottak össze, és nemzetközi vállalategyesítéseket és felvásárlásokat mozdítottak elő. A vállalatokat és a szabályozókat arra kényszerítették, hogy a vezetőség szavazati jogait ruházzák át a részvényesekre. A fúziók és felvásárlások, valamint a részvényesek aktivitásának fenyegetése miatt az Európai Unióban működő vállalatok menedzsmentjei átfogó ipari szerkezetváltást kezdeményeztek. Ez némileg aláásta a menedzsment és a részvényesek közti kapcsolatokat, és általában véve lerövidítette a vezetőség rendelkezésére álló döntési határidőket. Az alternatív befektetési alapok és a nemzeti vagyonalapok ebben a környezetben működnek.

1.8. A nyugdíj-, a biztosítási és a nyílt végű befektetési alapokat kezelő hagyományos intézményi befektetők (CIFM) állandó kapcsolatban állnak az alternatív befektetési alapok kezelőivel. Az alternatív befektetési alapok jelentős befektetői, hitelből finanszírozott vállalatfelvásárlások céljára eladják befektetéseiket magántőkealapoknak, a magántőke kivonulásakor portfóliótársaságokat vesznek, az ő vállalati befektetéseiket is érinti, ha az aktivista fedezeti alapok beavatkoznak a fúziókba és felvásárlásokba, és ők azok a részvényesek, akik shortolási célra részvényt kölcsönöznek a fedezeti alapoknak. Gyakorlatilag ők állnak az alternatív befektetési alapok által végrehajtott összes környezetvédelmi, szociális és kormányzási politika hátterében. A hagyományos intézményi befektetők az alternatív befektetési alapok kezelőinek felelnek meg.

1.9. A WMP-jelentés és a véleményben szereplő egyéb megfontolások figyelembevételét követően az EGSZB ajánlásai három kategóriába sorolhatók: szabályozás és átláthatóság, a hatályos szociális jogszabályok módosítása, valamint a hagyományos intézményi befektetők feladatai.

1.10. Az alternatív befektetési alapok kezelőinek szabályozásáról uniós irányelvjavaslat készült, amelyről az EGSZB külön véleményt készült kidolgozni. Az EGSZB szemszögéből nézve fontos megjegyezni, hogy nem az alternatív befektetési alapok okozták a válságot, sőt, a válság őket is súlyosan érintette. Még mindig jelentős bizonytalanság övezi ezeknek az alapoknak a szerepét, és kétségtelül nagyobb átláthatóságra volna szükség, megfelelő szabályozás révén.

1.11. Az EGSZB támogatja a fedezeti alapok szabályozását illetően az Értékpapír-felügyelet Nemzetközi Szervezete (IOSCO) által 2009 júniusában javasolt hat magas szintű elvet, amelyekről a 4. részben ejtünk szót. Az EGSZB azt ajánlja az Európai Bizottságnak, hogy ezek az elvek vezessék az irányelvjavaslatnak az alternatív befektetési alapok kezelőinek szabályozására vonatkozó része megerősítésekor. Bár az IOSCO elemzést végzett a pénzügyi rendszerre a magántőkealapok által jelentett kockázatokról, szabályozási javaslatok máig nem születtek. Az EGSZB azt ajánlja az Európai Bizottságnak, hogy az IOSCO fedezeti alapokra vonatkozó elveit módosítsa, hogy azok megfeleljenek a magántőkealapok jellegzetességeinek.

1.12. Amint arról az 5. részben még szó lesz, a nemzeti vagyonalapok által elfogadott santiagoói elvek alapot biztosítanak a nemzeti vagyonalapok átláthatóságának és irányításának javításához,

azonban még mindig sok a tennivaló. Az EGSZB sürgeti az Európai Bizottságot, hogy a szükséges további előrelépések megtétele érdekében továbbra is gyakoroljon nyomást a nemzeti vagyonalapokkal foglalkozó munkacsoportra (IWG).

1.13. Bizonyos jogrendszerben a vállalatokban tulajdonosi és irányító szerepet betöltő fedezeti és magántőkealapokat nem tekintik munkaadónak, és ezért nem vonatkoznak rájuk a munkaadói jogi kötelezettségek. Az alternatív befektetési alapok általi felvásárlások esetében általában nem érvényesül a szerzett jogokról szóló uniós irányelv, amely a kivásárlások esetén védi a munkavállalói feltételeket. Ennek oka az, hogy az alapok pusztán a részvényeket veszik át úgy, hogy a munkaadó személye nem változik. Az EGSZB azt ajánlja, hogy a szerzett jogokról szóló 2001/23/EK irányelvet ⁽¹⁾ erősítsék meg a fedezeti és magántőkealapok általi kivásárlások esetére vonatkozóan, az alábbiak érdekében:

- az érintett munkavállalók jogainak védelme, ideértve a tájékoztatáshoz és a véleménynyilvánításhoz való jogot is,
- annak biztosítása, hogy a vállalkozások részvényeladás révén történő tulajdonosváltása ne legyen kizárva az irányelv hatálya alól,
- annak biztosítása, hogy ezek az intézkedések tiszteletben tartsák a nemzeti és európai jogszabályokat.

1.14. Az EGSZB az Európai Üzemi Tanácsok létrehozásáról szóló 94/45/EK tanácsi irányelv ⁽²⁾, valamint a munkavállalók tájékoztatása és a velük folytatott konzultáció általános keretének létrehozásáról szóló 2002/14/EK irányelv ⁽³⁾ módosítását javasolja, hogy azok tükrözzék a fedezeti és magántőkealapok által teremtett helyzetet, valamint annak érdekében, hogy a magántőke-ügyletek megkötése előtt, az átszervezési folyamatok során és az alapok kilépése előtt – minden érintett fél álláspontjának tiszteletben tartása mellett – hatékonyabban lehessen érvényesíteni a véleménynyilvánításhoz való jogot.

1.15. Egyre több nyugdíjalap és biztosítótársaság rendelkezik részesedéssel fedezeti és magántőkealapokban, és bedőlésük veszélyeztetheti a nyugdíjpénztárak jogosultságait. Az EGSZB arra kéri az Európai Bizottságot, hogy vizsgálja felül a foglalkoztatói nyugellátást szolgáltató intézmények tevékenységéről és felügyeletéről szóló 2003/41/EK irányelvet ⁽⁴⁾ annak érdekében, hogy:

- konzultáljanak a munkavállalókkal és a szakszervezeti képviselőkkel a nyugdíjalapok befektetéseiről és a velük kapcsolatos kockázatokról, és véleményüket tartsák tiszteletben,

⁽¹⁾ HL L 82., 2001.3.22., 16. o.

⁽²⁾ HL L 10., 1998.1.16., 22. o.

⁽³⁾ HL L 80., 2002.3.23., 29. o.

⁽⁴⁾ HL L 235., 2003.9.23., 10. o.

- a tagállamok bevált gyakorlatok alkalmazásával biztosítsák, hogy a munkavállalók csőd esetén ne veszítsék el a vállalati nyugdíjpénztáraknál megszerzett jogosultságukat.

1.16. Az EGSZB kéri az Európai Bizottságot, hogy a következő irányelvben világos és egyértelmű szabályokat fektessen le, amelyek biztosítani fogják az alapok átlátható felhasználását, nem utolsósorban a munkavállalók és a vállalkozások képviselőinek közvetlen részvétele révén.

1.17. Az EGSZB felszólítja a hagyományos intézményi befektetőket, hogy az alternatív befektetési alapok kezelőivel bonyolított ügyleteik során mindig a felelős befektetés elvei szerint járjanak el. Ezeket a környezeti, szociális és irányítási kérdésekkel kapcsolatos elveket az UNEP Pénzügyi Kezdeményezésével és az ENSZ Globális Partnerségével együttműködésben egy intézményi befektetői kezdeményezés dolgozta ki. Az EGSZB azt ajánlja, hogy a nemzeti vagyonalapok kövessék a norvég nyugdíjalap példáját, és ők is fogadják el a felelős befektetés elveit.

1.18. Ezenkívül az EGSZB elfogadja a felelős befektetési elvekkel foglalkozó testület által közzétett „felelős magántőkebefektetési elveket” is. Az elvek célja az, hogy a magántőkealapokba befektető hagyományos intézményi befektetők a környezeti, szociális és irányítási kérdések kezelésének feladatait a befektetési célvállalatokra ruházzák. Az EGSZB örömmel venné, ha a fedezeti alapokra vonatkozóan is kialakítanának egy ilyen elvrendszert.

2. Tulajdonosok, vezetők és befektetők

2.1. Az uniós tagállamokban működő társaságok többsége családi magántulajdonban van. Ha egy család végleg átadja az irányítást, a társaságot megveheti egy másik társaság (kereskedelmi értékesítés), eladhatják egy magántőke-társaságnak (kivásárlás) vagy részvényeinek az állami részvénytárcán való bevezetése révén (IPO) részvénytársasággá alakíthatják. A családi vállalkozás filozófiája általában hosszú távú, és ez az érdekeltek, különösen a munkaerő iránti tulajdonosi felelősséggel párosul.

2.2. Egyes vállalkozók *magántőke*-befektetőket keresnek a vállalatfejlesztés első szakaszainak támogatásához. A *magvető tőke* olyan finanszírozás, amelyet egy termék vagy szolgáltatás kezdeti koncepciójának tanulmányozása, kiértékelése és fejlesztése céljából nyújtanak. Az *indulótőkét* termékfejlesztésre és kezdeti marketingre nyújtják. Ezért a spekulatív jellegű tőkéért a vállalkozónak általában a családra és a barátokra kell támaszkodnia, de előfordulhat, hogy „üzleti angyalok” és kockázattőke-társaságok is be kívánják szállni a finanszírozásba. A *terjeszkedési tőke* a cég növekedését támogatja. Ebben a stádiumban nem szokatlan a kockázati tőke bevonása sem.

2.3. A magántőkealapok *kivásárlás* révén fektetnek be a magántársaságokba. Ezáltal az alapító család kiszállhat a vállalkozásból, vagy azt jelentheti, hogy a vállalatot kivonják a tőzsdéről és az zártkörű céggé válik. A *vezetői kivásárláskor* a vásárlók a jelenlegi vezetők, akik magántőkealapok nyújtotta pénzügyi támogatással élnek. Ebben a kontextusban a magántőkealapok a munkavállalói kivásárlásokat is finanszíroznak. *Kiváltási tőkéről* akkor beszélünk, ha egy meglévő magánvállalatban egy másik magántőkealap részesedést vásárol. Az ilyen típusú tranzakció lehetővé teszi az első alap számára, hogy időben jusson pénzhez, hiszen a legtöbb magántőkealap meghatározott futamidővel rendelkezik.

2.4. A vállalatok életében meghatározó jelentőséggel bír a fúzió és a felvásárlás. A növekedésben lévő vállalkozások felvásárlásait általában hitelfelvétellel vagy részvénykibocsátással finanszírozzák. A vállalatokat gyakran azért vásárolják fel, mert értékes eszközökkel rendelkeznek, amelyeket az aktuális menedzsment nem használ ki optimálisan.

2.5. Amikor a vállalatok kezdik a kudarc és a gondok jeleit mutatni, még megmenthetőek, de szélsőséges intézkedésekre lehet szükség, amelyek felgyorsítják a régóta esedékes ipari szerkezetváltást, és kihatnak a részvényesek, az alkalmazottak és egyéb érdekeltek szociális és gazdasági érdekeire. Az eredmény lehet az új menedzsment részéről elért teljes fordulat, felvásárlás általi mentőakció, magántőke általi kivásárlás vagy akár fizetési képtelenséget követő átszervezés.

2.6. A tőkebefektetések nagy része a tőzsdén jegyzett társaságok részvényeibe történik. Hatalmas jelentőséggel bír a részvénytárcák nemzetközivé válása. A *tőzsdén jegyzett társaságok részvényeibe* befektetők a részvénytárcán keresztül befolyásolják az ipari szerkezetváltást: a várakozásaiknak megfelelő részvényeket megvásárolják, a csalódást okozókat pedig eladják. A hagyományos intézményi befektetők részvényesei nem vesznek részt az aktív irányításban. Közlik a menedzsmenttel álláspontjukat és kérhetik az igazgatótanácsot a menedzsment leváltására, de az ipari szerkezetváltásra végeredményben vétel és eladás, illetve a fúziókhoz és felvásárlásokhoz, valamint az alternatív befektetési alapokkal kapcsolatos tranzakciókhoz nyújtott, vagy azoktól megtagadott támogatás révén vannak hatással.

2.7. A vállalati értékpapírokba történő beruházás a befektetési lehetőségek között a kockázatosabbak közé tartozik. A befektetők abban a reményben vásárolnak részvényeket, hogy azok értéke a jövőben magasabb lesz. Bár a portfóliók átlagos értéke idővel valóban növekszik, a piacoknak és az egyedi részvényeknek fel és lefelé irányuló mozgásuk is van. A hagyományos intézményi befektetők a ciklusokon belül és azok között kereskednek. Ezzel próbálják optimalizálni vagyoniuk értékét, alapjaik ettől függetlenül ki vannak téve a részvénytárcák szeszélyeinek.

2.8. A hagyományos intézményi befektetők nyugdíj-, biztosítási és nyílt végű befektetési alapokat kezelnek. Emellett a „magas nettó értékű”, azaz vagyonos magánszemélyek (high net worth individuals – HNWI) jelentős vagyonnal rendelkeznek, melynek mintegy harmada az alább felsorolt alapok valamelyikének részét képezi. A hagyományos befektetők mind arra törekednek, hogy csökkentsék tőzsdei kockázatukat. Ennek érdekében többek között alternatív befektetési alap-kezelőkhöz fordulnak. A vagyonos magánszemélyek támogatása hozzájárult a fedezeti alapok robbanásszerű növekedéséhez.

2.9. A londoni International Financial Services által közzétett adatoknak köszönhetően könnyebben elképzelést alkothatunk ezen alapok méretéről. 2007-ben a globálisan vagyongazdálkodás alatt álló eszközök becslések szerint az alábbiak voltak (ezer milliárd USD):

Nyugdíjalapok	28,2	Nemzeti vagyonalapok	3,3
Biztosítási alapok	19,9		
Nyílt végű befektetési alapok	26,2	Fedezeti alapok	2,3
Vagyonos magánszemélyek	40,0	Magántőkealapok	2,0

A fedezeti és a magántőkealapok viszonylagos jelentőségét tovább növeli mind a koncentráció, mind pedig a tőkeáttétel. A nemzeti vagyonalapok célja nagyrészt megegyezik a hagyományos intézményi befektetőkével, tehát ők is befektetnek fedezeti és a magántőkealapokba. A fedezeti alapok által világszerte kezelt összvagyon abszolút többsége jelenleg hagyományos intézményi befektetőktől, egyharmada pedig nyugdíjalapoktól származik.

2.10. Az alternatív befektetési alapok hozama következetesen túlszárnyalja a hagyományos tőzsdei befektetéseket. Általában sikeresen alkalmaznak magas kockázatú, de magas hozamot biztosító stratégiákat. Például a fedezetalap-kezelők *short ügyleteket* bonyolítanak. Az fedezeti alap részvényeket kölcsönöz a célvállalkozásban. Ezt díj ellenében egy bróker hajtja végre, aki egy részvénytulajdonossal áll kapcsolatban. A fedezeti alap ezután a részvényeket abban a reményben értékesíti, hogy azok ára csökkenni fog. Adott időn belül vissza kell vásárolnia a papírokat, hogy visszaadja azokat tulajdonosuknak. Ha az ár tényleg csökkent, az alapnak profitja képződik, amely azonban nem haladhatja meg a befektetett összeg 100 %-át. Ha viszont az ár emelkedik, a veszteség bármekkora lehet. A *shortolás* magas kockázatú ügylet.

2.11. A fedezeti alapok fúziókban és felvásárlásokban is részt vesznek, általában részvényeket vesznek a célvállalkozásban, a vevő részvényeit pedig eladják. Mivel fennáll a veszélye, hogy az ügyletet megakadályozzák, a fedezeti alap a kockázat csökkentése érdekében aktív befektetőként léphet fel. A fúziókban és felvásárlásokban való részvétel mellett a fedezeti alapok részesedést is vehetnek a társaságokban, hogy kiprovokáljanak egy ügyletet. Ez magas kockázattal jár.

2.12. Amikor egy társaság bajba jut, a hagyományos intézményi befektetők eladják részesedésüket. Az alternatív befektetési alapokat különösen érdekli a *problémás adósság*, mert ahhoz általában igen kedvező diszkontáron hozzá tudnak jutni. Ez azután befolyást biztosít számukra, hogy érvényesítsék érdekeiket a későbbiekben sorra kerülő tárgyalások során. Egy felszámolás során az alapok pénze gyakran megtérül, és még haszonra is vezetnek.

Átszervezés esetén az alap részvényekért cserébe elengedheti az adósságot a vállalatnak, ami jövedelmező lehet, ha a részvényárfolyam újra emelkedik. Az átszervezés jó a vállalat érdekcsoportjai számára, hiszen lehetővé teszi az üzletmenet folytatását. A *problémás adósságokba* való befektetés egyértelműen kockázatos. Az alapok számára azonban hasznot hozhat, hiszen ők készek beszállni az üzletbe akkor, amikor mindenki más kivonul.

2.13. A *hitelből finanszírozott vállalatfelvásárlás* magas kockázatú magántőke-ügylet. A befektetési alap itt anélkül vásárol fel egy céget, hogy az ügyletbe szükséges tőke nagy részét saját forrásaiból bocsátaná rendelkezésre. A tranzakciót általában banki kölcsönök és bővlikötvények segítségével finanszírozzák, miközben fedezetként a célvállalkozás vagyona szolgál, abból a feltevésekből kiindulva, hogy a célvállalkozás pénzáramai fedezni fogják majd a kamat- és tőketörlesztéseket. A jelenlegi válságban sok ilyen ügylet bizonyul elhibázottnak.

2.14. Ebben a részben az alternatív befektetési alapok működésének logikáját taglaltuk. Bár a következő részekben külön tárgyaljuk az alternatív befektetési alapok és a nemzeti vagyonalapok jellemző tevékenységeit, maguk az alapok nem követik szorosan ezeket a kategóriákat. A magántőkealapok kifejthetik tevékenységüket a kockázatfedezet terén, és fordítva. A nemzeti vagyonalapok pedig mindkét területen befektetnek.

3. Magántőke

3.1. A magántőkealapok magánkezelésű tőkevagyonot fognak össze magánvállalatokba való befektetés céljával. Általában betéti társaságként szerveződnek. A magántőkealapok befektetési elsősorban a kockázati tőke, a kiváltási tőke, a problémás részvények és a kivásárlások felé irányulnak. Egy magántőkealap futamideje 7–10 év között lehet. Célja, hogy lejáratkor profittal zárjon. A befektetések futamideje jellemzően 3–5 év, de akár tízéves is lehet. A kiváltási tőke lehetővé teszi egy alap számára, hogy a befektetések lejáratára előtt megszünjön.

3.2. Tekintettel arra, hogy előszeretettel nyújt magvető és kockázati tőkét, vásárol problémás adósságot, illetve vesz részt kivásárlások finanszírozásában, a magántőkealapok az ipari szerkezetváltás fontos szereplői. Az EGSZB egy a közelmúltban elfogadott véleményben ⁽⁵⁾ kiállt a *kockázati tőke* szerepe mellett. A magántőkealapok 2004 és 2007 közötti erőteljes tőkegyarapódása szintén jelentős hatást gyakorolt az európai ipari szerkezetváltásra, konkrétan azáltal, hogy tőkét biztosított a hitelből finanszírozott vállalatfelvásárlásokhoz, fúziókba és felvásárlásokba finanszírozott, valamint megvette a bajba jutott vállalatok diszkontáron forgó részvényeit.

⁽⁵⁾ HL C 100., 2009.4.30., 15. o., Az EGSZB véleménye a következő tárgyban: A Bizottság közleménye: A kockázati tőke-alapok határonkénti befektetéseit korlátozó akadályok felszámolása – COM(2007) 853 végleges.

3.3. A kivásárlások jelentik a magántőkealapok legfőbb tevékenységi területét. Számos módszertani probléma áll fenn a magántőke általi kivásárlások ipari szerkezetváltásra gyakorolt hatásának felmérésekor. Amint a WMP rámutatott, ilyen például a kontrafaktualitás kérdése. Mi lett volna a vállalat sorsa, ha a magántőke nem avatkozik be? Hogyha vannak adataink a vállalat teljesítményéről, mivel kellene azokat összemérni? Mivel magyarázzuk, hogy a magántőke egyáltalán nem véletlen módon választja ki az átvenni kívánt vállalatokat?

3.4. A magántőke általi kivásárlást általában egy olyan vállalatokból álló kontrollcsoporttal szokás összehasonlítani, amelyeket nem vásároltak ki. Helyesebb volna azonban olyan hasonló vállalatok csoportjával összevetni, amelyeket vállalatok vásároltak fel. Meglepő lenne, ha a vállalati felvásárlás sokkal kevésbé radikális ipari szerkezetváltást okozna, mint a magántőke általi kivásárlás, hiszen a vállalati felvásárlás célja minden esetben a felvásárló jövedelmének növelése. Hasonlóan szélsőséges ipari szerkezetváltásra számítanánk hagyományos szemléletváltást követően, új menedzsment kinevezése után.

3.5. A 2005 és 2007 közti időszak az óriásvállalatok közötti, hitelből finanszírozott felvásárlások korszaka volt. A bankok a legenyhébb feltételek mellett adtak kölcsön. A hitelből finanszírozott vállalatfelvásárlásokban a hitel részaránya általában 60–90 % között mozog. Ezt a tőkeáttételt a magántőkealapok helyett azok portfóliótársaságainak mérlegében érvényesítették. Így a tőkeáttétel sok cég között oszlik meg, és önmagában nem jelent rendszerkockázatot. Az IOSCO azonban valószínűnek tartja, hogy a magántőkealapok számos nagy tőkeáttételi arányú portfóliótársasága csődbe mehet, ami kihat a hitelezőkre, az adósság vásárlóira és a magántőkealap partnereire, pl. a nyugdíjalapokra. Az ipari szerkezetváltás szempontjából a legnagyobb veszély az érintett társaságok érdekeltségi körét fenyegeti. Ezeknek a vállalatoknak az átszervezését és átalakítását – amennyire csak lehetséges – az érdekelt felek jóváhagyásával kell elvégezni.

3.6. A WMP megvizsgálta a magántőkealapok által a vállalati szintű átszervezésekre gyakorolt hatás öt szempontjával kapcsolatban rendelkezésre álló adatokat. Az elemzéssel kapcsolatos módszertani problémák és egyéb korlátozó tényezők miatt azonban nem tudtak egyértelmű következtetéseket levonni.

3.7. A vállalati teljesítmény, profit és értékteremtés terén az eredmény egyértelműen pozitív. Ugyanakkor „az egyik legfontosabb következtetés az arra vonatkozó felmérés eredményeinek vizsgálatából, hogy a magántőke milyen hatással van a célvállalkozáshoz átlagosan hozzáadott értékhez az, hogy az eredményekből nem derül ki, hogy a vizsgált értékteremtés milyen mértékben ered a »valódi« értékteremtési folyamatokból, nem pedig »értéknövelésből«.

3.8. A foglalkoztatás terén a célvállalkozások létszámára gyakorolt hatás a magántőkealapokról folyó vita legellentmondásosabb kérdése. Számos, egymásnak ellentmondó eredményre vezető

tanulmányt találhatunk mind a magántőke-iparág, mind pedig a szakszervezetek szemszögéből. A WMP által idézett, a Harvard egyetem által a világgazdasági fórum felkérésére készített tanulmány szerint a magántőke-befektetéseket nagyobb mértékű munkaerő-leépítés kísérte, mint a kontrollcsoportban. Minthogy azonban a magántőkealapok gyakran gyengébb vállalatokat vásárolnak fel, amelyek korábbi foglalkoztatási helyzete valószínűleg nem volt megfelelő, az átszervezés és a leépítés talán egyébként is szükséges lett volna.

3.9. A Harvard egyetem tanulmánya azt is kimutatta, hogy a magántőke által irányított vállalatok hajlamosak a „kreatív rombolásra”, amelynek keretében a felvásárlás, az értékesítés, az új telephelyek létesítése és bezárása kétszer olyan intenzív, mint más vállalatok esetében. A magántőke általi kivásárlást követő két évben mindez a munkavállalók 24 %-át érintette. Szerkezetátalakítás és átszervezések esetén ez nem meglepő.

3.10. A munkabérek és munkakörülmények alakulásával kapcsolatosan a magántőke hatása ismét csak ellentmondásos. Mindkét oldal érveinek alátámasztására felhozhatók tények, de a módszeres adatgyűjtés hiánya miatt a WMP nem tudott egyértelmű következtetést levonni.

3.11. A szociális párbeszéd, a vállalati szintű tájékoztatás és konzultáció terén szinte semmilyen jelentős kutatást nem végeztek eddig. Tapasztalatok szerint egyes esetekben fenntartják a létező rendszereket és szakszervezeti kapcsolatokat, más esetekben viszont nem. Fontos probléma, hogy a magántőke általi kivásárlások során az idevonatkozó uniós szociális irányelvek nem minden esetben érvényesülnek.

3.12. A Harvard-tanulmány a vezetési gyakorlatot, a vállalati kultúrát és az irányítást is vizsgálta. A WMP ez alapján azt a következtetést vonta le, hogy a magántőke legfontosabb hatása az, hogy szigorúbban ellenőrzi a teljesítményt, és a teljesítménykritériumokat nem teljesítő alkalmazottakat és termelőegységeket elbocsátják, illetve megszüntetik. A WMP az Európai Szakszervezeti Intézetre hivatkozva azt is megemlíti, hogy mivel a magántőke szinte kizárólag operatív céljainak elérésére koncentrálna, a kollektív tárgyalásokhoz vagy a munkavállalói részvételhez hasonló kérdésekhez való viszonyulását sem ideológiai, sem érzelmi szempontok nem befolyásolják.

3.13. Az alábbiakban a magántőkealapoknak az előadó megjegyzéseivel kiegészített SWOT-elemzése olvasható.

	Erősségek	Gyengeségek
Mikrodimenzió	<ul style="list-style-type: none"> – Magvető tőke, általában kockázati tőke – Szakértelem/hálózati ismeretek – Irányítási struktúra – Források a fúziók és felvásárlások és a növekedési stratégiák finanszírozásához 	<ul style="list-style-type: none"> – Gyakran túlzott profitvárakozások, amelyek azonban arányosak a kockázattal – Pénzügyi / külső költségek – A hitelből finanszírozott vállalatfelvásárlások esetén – Csak középtávú orientáció – Határozott pénzügyi/részvényesi orientáció – Gyakran nagyon kockázatos stratégia – Ez a nyereségért kockázatot vállalók üzlete
Tágabb dimenzió.	<p>Lehetőségek</p> <ul style="list-style-type: none"> – Értékteremtés – Javuló versenyképesség – Növekedés és munkahelyteremtés – Javuló alkalmazkodóképesség 	<p>Veszélyek</p> <ul style="list-style-type: none"> – Tőkeáttétel-stratégia – Az óriásvállalatok közötti, hitelből finanszírozott vállalatfelvásárlások esetén – Pénzügyi átszervezés - szintén – Veszélyben a stabil fejlődés - szintén – Foglalkoztatási és munkafeltételek emlékezzünk a kontrafaktualitásra – A hosszú távú orientáció hiánya – Csőd – Az óriásvállalatok közötti, hitelből finanszírozott vállalatfelvásárlások esetén

4. Fedezeti alapok

4.1. A fedezeti alapok betéti társaságok. A portfóliót vagyonkezelő kezeli; a többi tevékenységgel a prime brókert és az adminisztrátort bízzák meg. Számos alap székhelye offshore pénzügyi központokban, például a Kajmán-szigeteken van, hogy az alapok értéknövekedése után ne kelljen adót fizetni. A befektetőknek nyereségük után saját országukban adót kell fizetniük. A főleg amerikai vagy londoni székhelyű vagyonkezelőknek jelentős díjbévetelük után a székhelyük szerinti országban kell adózniuk.

4.2. A *Sveriges Riksbank Economic Review* 2009-es 1. számában megjelent cikk a fedezetalap-piac növekedését írja le. 1996 óta, amikor világszerte 2 000 alap mintegy 135 milliárd USD értékű vagyont kezel, 2007 végére egy 2 000 milliárd USD értéket kezelő, 10 000 alaptól álló piaccá nőtte ki magát.

4.3. A „prime brokerage” a befektetési bankok és értékpapírházak által a fedezeti alapok számára nyújtott szolgáltatások általános elnevezése, amelyek nélkül a fedezeti alapok nem tudnának működni. Ezek magukban foglalják az alap eszközeinek teljes körű letéti kezelését, az értékpapír-kölcsönzést a short ügyletekhez, a tőkeáttétel finanszírozását és technológiai szolgáltatásokat. Tekintettel arra, hogy a prime brókerek ilyen központi szerepet töltenek be a fedezetalap-piacon, számos megfigyelő szerint a rendszerkockázatok felügyeletéhez szükséges adatokat jobb volna a korlátozott számú prime brókerektől beszerezni, mint külön-külön az egyes fedezeti alapoktól.

4.4. A globális fedezetalap-ágazat 90 %-át mintegy húsz prime bróker szolgálja ki. A prime brókerek 30–40 %-a londoni székhelyű. A fedezeti alapok 60 %-a az Egyesült Államokban, 20 %-a Londonban, 20 %-a pedig a világ többi részében működik. Az uniós fedezeti alapok 80–90 %-a londoni székhelyű. Az alternatív befektetési alapok londoni kezelőit az Egyesült Királyság pénzügyi felügyelete (UK Financial Services Authority, FSA) szabályozza.

4.5. A fedezeti alapok abszolút hozamot nyújtanak viszonylag alacsony volatilitás mellett, és ez jórészt független attól, hogy egy adott befektetési piac emelkedik vagy esik. Ezt fedezeti ügylettel érik el. Stratégiáikat derivatív kontraktusok segítségével valósítják meg, a hozamot pedig általában további befektethető források kölcsönvételével, azaz tőkeáttétellel növelik.

4.6. Ezek az alapok a legprózaibbtól a legkockázatosabbig bezárólag sokféle technikát és stratégiát alkalmaznak. Különböző stratégiák alkalmazásával igyekeznek olyan pozícióba kerülni, ahonnan globális hatást gyakorolhatnak a piacok, valuták, áruk, kamatlábak stb. fejlődésének az irányára. Ez jelentős tőzsdei forgalmat jelent, az ipari szerkezetváltásra azonban nincs közvetlen hatással. Vannak, akik kiváló szakértelemmel és alapos kutatást követően állítják össze a részvényportfóliót, megveszik a legígéretesebb részvényeket, majd shortolják azokat, amelyekről úgy gondolják, hogy rosszabbul fognak teljesíteni. Mások számítógépes rendszerekkel kiszámítják egy eszköz becsült piaci értékét (*fair value*), egy másikéval összevetik, majd az egyiket shortolják, a másikat pedig megveszik.

4.7. A shortolás tehát a fedezeti alapok működésének szerves részét képezi. A brit pénzügyi felügyelet 2008 szeptemberében kijelentette, hogy a shortolás „normális piaci feltételek mellett jogszerű befektetési technika”. A shortolók a gazdaság aktív szereplői. Gyakran ők fedik fel a kellemetlen igazságot azon társaságok pénzügyi helyzetéről, amelyeknek a részvényeit eladják – nevezetesen azt, hogy az emberek értékesebbnek gondolják őket, mint amilyenek valójában. Ebben az értelemben a pénzügyi világban ők testesítik meg a mesebeli kisfiút, aki kimondta, hogy a császár meztelen. Bizonyos helyzetekben előfordulhat, hogy a shortolás növeli az egészséges vállalkozások – esetleg átmeneti – nehézségeit, és ahhoz vezethet, hogy a vállalkozások ipari szerkezetváltást hajtanak végre. Hozzájárulhat továbbá a tőzsdei válságok súlyosbításához, és a rendszert érintő következményekkel járhat a piaci értéken alapuló árazás hatása miatt. A pénzügyi válság kibontakozásával a hatóságok megtiltották a banki részvények shortolását. A szabályozók továbbra is a tilalom eszközéhez folyamodhatnak, ha abnormálisnak ítélik a piaci feltételeket.

4.8. A fedezeti alapok *eseményorientált* stratégiák révén tudnak jelentős hatást gyakorolni az ipari szerkezetváltásra, és ezt ki is használják. A fedezeti alapok keresik a vállalati eseményekből adódó befektetési lehetőségeket. Az így szerzett részesedést az alapok általában 1–3 évig tartják meg. Erre egy példa az egyesülő vállalatok részvényeivel való, az árfolyamkülönbségeket kiaknázó kereskedés. Előfordul, hogy a fedezeti alap kezdeményezőként felépve spekulatív céllal kis részesedést szerez, hogy eseményt idézzen elő, ahogyan az ABN AMRO esetében is történt. Ha a befektetés jelentős méretű, és az alap aktív befektető, az óhatatlanul felgyorsítja az ipari szerkezetváltást. Miközben azt, hogy a fedezeti alap általi befektetés növeli a célvállalkozás értékét, számtalan bizonyíték támasztja alá, e befektetések foglalkoztatási és szociális hatásait gyakorlatilag még senki sem tanulmányozta. A fedezeti alapok a bajba jutott vállalatok diszkontáron forgó részvényeinek legjelentősebb felvásárlói – ez is az eseményorientált befektetési lehetőségek közé tartozik.

4.9. 1998-ban megmentették az LTCM fedezeti alapot azzal az indokkal, hogy az „túl nagy ahhoz, hogy bedőljön”. Ennek eredményeképpen a fedezeti alapokra ma úgy tekintenek, hogy azok potenciális rendszerkockázatot hordoznak, annak ellenére, hogy visszatekintve sokan úgy vélik, hogy a jegybank mentőakciója téves információkra alapult. A prime brókerek azóta odafigyelnek a fedezeti alapokkal való kapcsolataikban rejlő kockázatokra, eközben azonban éppen egy szabályozott bank, a Lehman Brothers csődje okozta az összeomlást. A fedezeti alapok tőkeáttételi aránya közel sem volt olyan magas, mint a szabályozott bankoké.

4.10. A *Sveriges Riksbank Economic Review* (fent idézett) cikke megvizsgálja a fedezeti alapok pénzügyi válságokban játszott szerepét, különösen azt az elképzelést, hogy azok összejátszva spekulációs hullámokat indítanak el. Ilyen magatartásra semmi bizonyítékot nem találtak sem az 1992-es európai valutaválság, sem az 1997-es ázsiai válság, sem pedig a 2002-es IT-buborék elemzésekor. Ami a jelenlegi válságot illeti, nagyobb hatást gyakorolt az alapokra, mint fordítva.

4.11. Az elemzés azt is megvizsgálta, hogy a fedezeti alapok nagyobb veszélyt jelentenek-e a pénzügyi stabilitásra, mint más

befektetők. Arra a következtetésre jutott, hogy egyes alapok csak korlátozott befolyással bírnak a teljes piacra, nem utolsósorban azért, mert a fedezeti alapok vagyona 10 000 alap között oszlik meg. Ennek ellenére valószínű, hogy az összes többi intézményi befektetővel egyetemben ők is szerepet játszottak annak kialakulásában.

4.12. Bár a fedezeti alapok ipari szerkezetváltásra gyakorolt hatása kevésbé markáns, mint a magántőkealapoké, lehetséges hatásaik így is aggodalmat keltenek, nem utolsósorban a stratégiaiakkal, befektetéseikkel és székhelyükkel kapcsolatos átláthatatlanság miatt. Ennek megfelelően az EGSZB támogatja azt a hat magas szintű elvet, amelyet a G20-kezdeményezés támogatásának céljával készült, a fedezeti alapok felügyeletéről szóló 2009. júniusi IOSCO-jelentésben fejtettek ki. Az elvek a következők:

- a fedezetalap-kezelők/tanácsadók kötelező regisztrációja
- a szabályozási előírásokkal, érdekütközésekkel, információszolgáltatással és a prudenciális szabályokkal kapcsolatos szabályozási követelmények
- a prime brókerek kötelező regisztrációja, szabályozása és felügyelete
- a fedezeti alapok és a prime brókerek rendszerkockázattal kapcsolatos információszolgáltatási kötelezettsége
- a szabályozók bevált gyakorlataira vonatkozó iránymutatások
- a szabályozók közti nemzetközi együttműködés

A nemzetközi megállapodások előnye az, hogy elejét veszik a szabályozási arbitrázsoknak.

4.13. Az alábbiakban a fedezeti alapoknak a WMP által készített és az előadó *megjegyzéseivel* kiegészített SWOT-elemzése olvasható.

	Erősségek	Gyengeségek
Mikrodimenzió	<ul style="list-style-type: none"> – A tőzsdén jegyzett társaságok értéknövekedése – A hatékony piacok felé történő orientáció – Készek akkor is vásárolni, ha más már nem hajlandó – A kockázatos vagyon/problémás értékpapírok vásárlói 	<ul style="list-style-type: none"> – Rövid távú orientáció <i>nincs hosszú távú szerepük</i> – „csordaszellem”, illetve erre utaló magatartás <i>nem bizonyított, nem tapasztalt</i> – A kockázatok átláthatósága – Külső költségek
Tágabb dimenzió.	<p>Lehetőségek</p> <ul style="list-style-type: none"> – A pénzügyi piacok likviditásának növelése – A piaci kudarcok legyőzése (az aktív befektetők esetében) – Pénzügyi újítások 	<p>Veszélyek</p> <ul style="list-style-type: none"> – Tőkeáttétel/rendszerkockázatok <i>nem bizonyított</i> – A piacok manipulálása – <i>Egyáltalán nem jellemző</i> – A pénzügyi tartalékok kimerítése <i>Inkább a magántőkére jellemző probléma</i> – Fontos a pénzügyi tervezés – Jelentős kockázatú stratégia – <i>de a nyereség is jelentős</i>

5. Nemzeti vagyonalapok

5.1. A nemzeti vagyonalapok nem tartoznak az alternatív befektetési alapok közé. Itt állami tulajdonban lévő tőkéről van szó, amelyet különféle pénzügyi eszközökből álló portfólióba fektetnek be. Elsődleges funkciójuk az, hogy diverzifikáció révén stabilizálják az ország gazdaságát, és vagyont képezzenek a következő generációk számára. Jelenleg hús jelentős alapot tartanak számon, melyeknek vagyona a becslések szerint együttesen meghaladja a 3 ezer milliárd dollárt. A nemzeti vagyonalapokat általában vagy áruk – például a Közel-Keleten olaj és gáz – értékesítéséből származó profitból, vagy – mint Kína esetében – a folyó fizetési mérleg többletéből finanszírozzák. A világgazdaságot makroszempontról vizsgálva egyértelműen elmondható, hogy a nemzeti vagyonalapok két fontos szerepet töltenek be. Egyrészt forrásokat forgatnak vissza az OECD-gazdaságokba, és így helyreállítják a globális egyensúlyhiányokat, másrészt pedig a többletet kivonják a hazai gazdaságból, így csökkentik az infláció veszélyét.

5.2. A WMP szerint a legnagyobb nemzeti vagyonalapok a következők:

Ország	Alap	Vagyona (milliárd USD)
Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Authority	627
Szaúd-Arábia	SAMA Foreign Holdings	431
Kína	SAFE Investment Company	347
Norvégia	Gov't Pension Fund Global	326
Szingapúr	Gov't Investment Corporation	248
Oroszország	National Welfare Fund	220
Kuvait	Kuwait Investment Authority	203

5.3. Befektetéseik hosszú távúak, és az esetek többségében nem tartalmaznak tőkeáttételt. Általában magasabb kockázattűrő képességgel rendelkeznek, és magasabb hozamot várnak, mint a monetáris hatóságok által kezelt hagyományos állami tartalékok. Általában passzív befektetők, de szükség esetén befolyást tudnak gyakorolni a piacra. A norvég nyugdíjalap befektetéseit például a felelős befektetési elvek alapján etikai vizsgálatnak vetik alá.

5.4. A nemzeti vagyonalapok felemelkedése a globális pénzügyi struktúrában végbemenő jelentős eltolódás megnyilvánulása. Az IMF előrejelzései szerint a nemzeti vagyonalapok összes vagyona öt éven belül eléri a 6–10 ezer milliárd dollárt. A nemzeti vagyonalapok a válság alatt egy sor bajba jutott pénzügyi intézménybe fektettek be jelentős összegeket. Ezeknek az alapoknak az előretörése igen fontos a nemzetközi befektetési piacon, és amint megoldódnak a szabályozási kérdések, jelentős szerepet fognak játszani a világgazdaság alakításában.

5.5. Számos OECD-oroszág-kormány felhívta már a figyelmet a nemzeti vagyonalapok folyamatos ellenőrzésének és szabályozásának szükségességére. Felmerült, hogy ezen alapok befektetési nemzetbiztonsági kockázatot hordoznak, és átláthatatlanságuk csak fokozta ezeket az aggodalmakat. Ez pedig protekcionizmust és gazdasági nacionalizmust vált ki a fogadóországokban. Aggodalomra ad még okot az elszámoltathatóság hiánya, ami miatt a nemzeti vagyonalapok torzítják vagy destabilizálhatják a pénzügyi piacokat. Az irányításukról szóló információszolgáltatás csökkentené ezt a kockázatot, egy átlátható, hiteles és megbízható információszolgáltatási módszer kialakítása pedig enyhítené az aggályok többségét.

5.6. Nincs döntő bizonyíték arra, hogy a nemzeti vagyonalapok befektetési mögött politikai vagy stratégiai megfontolások húzódnának meg kormányoknak.

Egyes fejlődő országok esetében úgy tűnik, a stratégiai lépéseket nem nemzeti vagyonalapok, hanem állami tulajdonú vállalatok teszik meg. Ennek élő példái a Gazprom felvásárlásai vagy a Chinaco sikertelen ajánlattétele arra, hogy érdekeltséget szerezzen a Rio Tintóban. Kína úgy igyekszik világszerte energiataralékokat lekötni, hogy két szakosított hitelintézetén, a Kínai Fejlesztési Bankon és a Kínai Export-Import Bankon keresztül hitelt nyújt más

5.7. 2008 óta két nemzetközi kezdeményezés indult az alapok és az OECD-oroszágok közti kapcsolatok rendezésére. Az OECD iránymutatásokat dolgozott ki a befektetési célpontországok számára, az IMF pedig a nemzeti vagyonalapokkal foglalkozó munkacsoporttal (IWG) együtt kidolgozta a santiago elveket, amelyek az alábbiakra vonatkoznak:

- a jogi keret és az alapok célkitűzései
- az intézményi keret és az irányítási struktúra
- a befektetés- és kockázatkezelési keret.

5.8. Ha a nemzeti vagyonalapok azt akarják, hogy befektetéseik teljes körű szerepet játszanak az OECD-gazdaságokban, javítaniuk kell az átláthatóságot és az információszolgáltatást, különösen irányításuk, stratégiájuk és befektetési céljaik tekintetében. Meg kell erősíteniük a piacgazdaság iránti elkötelezettségüket, amely befektetési szabadságot nyújt nekik. Az őket kezelő kormányoknak késznek kell lenniük elfogadni az OECD-gazdaságokból feléjük irányuló befektetéseket.

5.9. Az IWG 2009. áprilisi, kuvaiti ülésén a nemzeti vagyonalapok állandó képviselői fórumot hoztak létre a csoport munkájának előmozdítása érdekében. Bár az elvek fontos előrelépést jelentenek, többet kell tenni az alábbiak érdekében

- a fogadóországokkal való kapcsolatokat,
- információszolgáltatási követelmények és előírások
- megfelelési előírások, mérések és szankciók.

Az ezáltal biztosított jobb átláthatóság nélkül a nemzeti vagyonalapok destabilizáló tényezőként jelenthetnek a makrogazdaságban.

5.10. A vállalati szint szemszögéből nézve a nemzeti vagyonalapok nem közvetlen szereplői az ipari szerkezetváltásnak, bár közvetve az alternatív befektetési alapok fontos befektetői. Gazdasági befolyásuk növekedésével azonban jelentős részesedést szereznek vezető vállalatokban. Az EGSZB ennek megfelelően azt szeretné, ha a nemzeti vagyonalapok követnék a norvég alap példáját, és elfogadnák a felelős befektetés elveit.

5.11. Az alábbiakban a nemzeti vagyonalapoknak a WMP által készített és az előadó megjegyzéseivel kiegészített SWOT-elemzése olvasható.

Mikrodimenzió	Erősségek	Gyengeségek
	<ul style="list-style-type: none"> – Hosszú távú orientáció – Készek akkor is vásárolni, ha más már nem hajlandó – A pénzügyi források bővülése – A közületi piacokkal való kapocs erősítése 	<ul style="list-style-type: none"> – A nemzeti érdekeltek autonómiájának hiánya – Átláthatatlanság – <i>Mindkét kérdést érintik a santiagoói elvek</i>
Tágabb dimenzió.	Lehetőségek	Veszélyek
	<ul style="list-style-type: none"> – Érdekeltorientáltság – Biztos pénzügyi tervezés – Új piacokra való bejutás – <i>Potenciális befolyás az alternatív befektetési alapokra</i> 	<ul style="list-style-type: none"> – Központban a politikai célok – bizonytalan hosszú távú szándékok – Demokratikus ellenőrzésen felül álló vagyonkoncentráció – <i>Ezzel részben foglalkoznak a santiagoói elvek</i>

Kelt Brüsszelben, 2009. november 5-én.

az Európai Gazdasági és Szociális Bizottság
elnöke
Mario SEPI