

Pénzügyek a globalizációban

Szerkesztette: Botos Katalin

JATEPress, Szeged
2004

Szerkesztette:

Dr. Botos Katalin, a közgazdaságtudomány doktora, tanszékvezető egyetemi tanár, Szegedi Tudományegyetem Gazdaságtudományi Kar Pénzügytani Tanszék

Az egyes fejezetek szerzői:

Dr. Gidai András kandidátus, Magyar Kereskedelmi és Iparkamara

Halmosi Péter egyetemi tanársegéd, Szegedi Tudományegyetem Gazdaságtudományi Kar Pénzügytani Tanszék

Dr. Horváth Ferenc egyetemi tanársegéd, Szegedi Tudományegyetem Gazdaságtudományi Kar Pénzügytani Tanszék

Ivicz Mihály egyetemi tanársegéd, Pázmány Péter Katolikus Egyetem, Közgazdasági Intézet

Katona Klára egyetemi adjunktus, Pázmány Péter Katolikus Egyetem, Közgazdasági Intézet

Kosztópulosz Andreász egyetemi tanársegéd, Szegedi Tudományegyetem Gazdaságtudományi Kar Pénzügytani Tanszék

Kovács György egyetemi adjunktus, Szegedi Tudományegyetem Gazdaságtudományi Kar Pénzügytani Tanszék

Makra Zsolt Ph.D. hallgató Pécsi Tudományegyetem

Schlett András egyetemi tanársegéd, Pázmány Péter Katolikus Egyetem, Közgazdasági Intézet

Dr. Szegő Szilvia kandidátus, Szegedi Tudományegyetem Gazdaságtudományi Kar Pénzügytani Tanszék

Dr. Vass Csaba kandidátus, tanszékvezető egyetemi docens, Károli Gáspár Református Egyetem

Lektorok:

Dr. Horváth Attila, Ph.D., jogtörténész, Pázmány Péter Katolikus Egyetem

Karsai Judit, kandidátus, tudományos főmunkatárs, MTA Közgazdaságtudományi Kutatóközpont

Katona Klára, egyetemi adjunktus, Pázmány Péter Katolikus Egyetem, Közgazdasági Intézet

Dr. Kőrösi István, egyetemi docens, Pázmány Péter Katolikus Egyetem, Közgazdasági Intézet

Kustosné Schifner Marianna projekttanácsadó, Magyar Nemzeti Bank

Obláth Gábor, kandidátus, elnök-igazgató, Kopint-Datorg Rt.

Dr. Osmann Péter, kandidátus, PSZAF

Tartalom

<i>Gidai András: A monetáris politika az EU előszobájában</i>	6-18
<i>Halmosi Péter: Az Adórendszer nemzetközi kihívásai és lehetséges válaszai az Európai Unióban</i>	19-31
<i>Halmosi Péter: A kilencvenes évek pénzügyi válságai: egy évtized tanulságai</i>	32-45
<i>Horváth Ferenc: A pénzmosság megakadályozására vonatkozó szabályozás</i>	46-61
<i>Ivics Mihály – Katona Klára – Schlett András: Vonzó-e Magyarország a külföldi működőtőke számára</i>	62-73
<i>Kosztopulosz Andreász: Az Európai Unió kockázati tőkével kapcsolatos politikája és intézményei</i>	74-95
<i>Kosztopulosz Andreász – Makra Zsolt: Az üzleti angyal hálózatok szerepe az informális kockázati tőke-piacok élénkítésében</i>	96-118
<i>Kovács György: A jelzáloglevél-kibocsátáson alapuló hitelezés problémái történeti megközelítésben</i>	119-147
<i>Szegő Szilvia – Vass Csaba: Globalizációs perem-, roncsolt és roncs gazdaság Magyarországon. Az elmúlt 15 év: mi változott?</i>	148-191
<i>Kőrösi István: Könyvrecenzió Stefan Brunnhuber és Harald Klimenta „Wie wir wirtschaften werden. Szenarien und Gestaltungsmöglichkeiten für zukünftige Finanzmärkte” c. könyvéről</i>	192-196

Bevezető

Amióta 1997-ben feltették az internetre az USA kormányzati adatbázisát, egy tízéves gyerek többet tudhat meg a világ leghatalmasabb országának pénzügyeiről, mint egy tapasztalt hivatalnok vagy szakember öt évvel korábban. Az információ terjedése rendkívül felgyorsult. A légi utasok száma megduplázódott harminc év alatt. A nemzetközi telefonhívások száma húsz év alatt 200 milliőről 5,2 milliárdra nőtt, s költsége a töredékére esett. Az internetes kapcsolatok az államhatárok fölé növe, gyakorlatilag egyidejűséget teremtenek a glóbusz egészén: azonnal értesülünk minden eseményről. A tőkeáramlások néhány másodperc alatt megvalósulhatnak, de maguk a vállalkozások is mozgékonyabbá váltak. Az FDI, vagyis a direkt beruházások áramlása is igen dinamikus. Gazdasági folyamatok reallokálása, kultúrák keveredése korát éljük. A változások olyan radikálisak, hogy a kutató alig tudja követni azokat. Az államok szerepe megváltozott: nem csupán a vállalkozások szabályozó környezetének meghatározói, hanem -bizonyos értelemben- a vállalkozások számára megfelelő makroökonómiai feltételek felelőseivé váltak. Nem az államnak vannak vállalkozó polgárai, hanem a vállalkozó polgárok választják ki a nekik tetsző államot. Ez teljességgel megváltoztatja a hagyományos pénzügyek minden elemét. Ez a szempont motiválta a Szegedi Tudományegyetem Gazdaságtudományi Karának Pénzügytani Tanszékét, hogy a globalizmus hatásainak tanulmányozását megkíséreljék. Számunkra, a magyar gazdaság számára az elsődleges kérdés, hogy vajon saját valutánkkal, vagy belátható időn belül az euróra váltva veszünk-e részt ebben a folyamatban. Ez a monetáris politika eszköztárának euro-konformitását igényli. A frissen megjelent szakirodalom alapján megvizsgáltuk, hogy milyen válságokkal terhes e viharos kor, s miként vélik mérsékelhetőnek a pénzügyi válságok veszélyeit a szakemberek. A pénz és tőkepiac szabályozásának a globalizmus korában különösen érzékeny területe a pénzmosás elleni küzdelem, megnéztük, hogyan állunk e téren hazánkban. Az is világos, hogy egy felzárkózó gazdaságban szükség van a normatív pénzügypolitika mellett diszkrecionális eszközökre, intézményekre is. Kutatásaink során alaposabban szemügyre vettük a jelzáloghitelezés múltját és jelenét, s a kockázati tőke által nyújtott finanszírozási lehetőségeket. Messze nem tekintettük át a globalizmus pénzügyeinek teljességét, csupán belekóstoltunk a témába.

Szeged, 2004. február

Botos Katalin
szerkesztő

A monetáris politika az EU előszobájában

Gidai András¹

A közeljövőbeli EU tagság váltást hozott a magyar monetáris politikában. Az egyre erőteljesebb pénzügyi globalizálást kísérő kedvezőtlen jelenségek (spekulatív tőke erőteljes sikeres támadása több valuta ellen) miatt a magyar monetáris vezetés úgy értékelte, hogy minél előbb szükség van a forint euróval való helyettesítésére. Ezzel a szükségből erényt kíván kovácsolni. Az EU tagsággal elvileg együtt jár a Gazdasági és Monetáris Unióbeli kötelező tagság. Ehhez pedig csak a jól ismert hármas Maastricht-i konvergencia kritérium (alacsony infláció és kamatszint, kicsi állami deficit és adósság) teljesítése révén lehet elérni. Ha ezt az EU tagság után előbb-utóbb úgyis teljesíteni kell, akkor már ez adjon lehetőséget arra is, hogy Magyarország olyan bizonyítványt kapjon a konvergencia kritériumok értékelésekor, hogy a forintot felválthassa az euróval. Ekkor ugyanis megszűnhet a magyar pénzügyi vezetés 85 éves dilemmája: a szinte örök viaskodás az infláció veszélyével.

Kulcsszavak: monetáris politika, euró, Magyarország

1. Bevezető

A monetáris irányítás új, zárt rendszert épített a fent kitűzött célok elérésére. Az infláció csökkentést abszolút prioritásként fogalmazta meg és azt sem titkolja, hogy mindennek ára lesz: átmenetileg csökkenhet a növekedés, a forint felértékelődése rontja a hazai termelők versenyképességét, magas reálkamatok várhatók.

Az 1998-99-es évben látványosan 10%-ra csökkenő, de azután két évig ezen a szinten stagnáló infláció mérséklésére a forint felértékelődését kívánta (és kívánja) felhasználni. Másfél év alatt eredmények már nyilvánvalóan jelentkeznek – az infláció gyakorlatilag megfeleződött 2002. év végére. Ugyanakkor egyre jobban érezhető, hogy „nehéz dió” lesz a további (3% körüli szintre való) csökkentése. Az EU-ba való belépést kísérő egyéb folyamatok (pl. béremelési törekvések) miatt gazdasági és társadalmi feszültségek árán érhető el az infláció fékezése. Milyen adottságokkal számolhatott az új koncepció kidolgozásakor a monetáris politika 2001-ben:

- egyensúlyi szempontok szerint vezérelt forint árfolyam a nyugati valutákhoz képest (több mint 2 évtizede) alulértékeltiséget eredményez (jól jelzi ennek a mérté-

¹ Dr. Gidai András, kandidátus

- két, hogy a forint vásárlóerő kapacitások értéke a duplája volt a hivatalos árfolyamnak),
- a hitel alacsony szerepe miatt a lakossági megtakarításokat állampapírokba vagy akár deviza eszközökbe forgató hazai bankok, pénzintézetek,
 - kilenc évtizedes erős inflációs berögződések (a két vesztes háború hiperinflációja, illetve a másfél évtizede kétszámjegyű infláció), amely miatt csak fokozatosan lehet sikert elérni az infláció csökkentésében,
 - a vám szabad területi exportszektor látványos felfutása miatt a felszínen a gazdasági-pénzügyi elemzők által siker-országnak tekintett Magyarország, (amely mögött a külkereskedelem strukturális egyensúlyi gondjai ugyanúgy fennmaradtak),
 - az évezred végére teljesen teret nyert pénzügyi globalizáció teljes szabadsága révén a spekulációs tőke szabadon áramolhat (ki és be) a kelet-európai országokban (is). Jó példa volt erre, hogy az orosz pénzügyi krízis idején a külföldiek tulajdonában lévő magyar államkötvény állomány másfél milliárd dollárról 1-2 hét alatt 0-ra apadt le,
 - az OECD tagsággal járó konvertibilitási feltétel révén a külföldi spekulációs tőke egyik célterülete lett a kelet-európai (közte a magyar) kötvénypiac. A szűk árfolyamsáv miatt ennek semlegesítése nagy összegű – és költséges – jegybanki intervenciót (ún. sterilizációt) igényelt, mely nagyrészt felemésztette a jegybank egyébként elég jelentős pénzkibocsátási (seniorage) jövedelmét,
 - a pénzügyi érdekeket hatásosan érvényesíteni képes magyar pénzügyi gondolkodás és vezetés, amely képes akár a politika „igényeinek” az erős korlátozására is (lásd Bokros program keresztülvitele),
 - a 2000. évi kormányátalakítás után a gazdaságpolitika által segített belső kereslet-növekedés révén (béremelés, autópálya építése, Széchenyi terv) a lanyhuló kereslet ellenére tartósan ígérkező növekedés.

E feltételek mellett a jegybanki vezetés feltételezhetette, hogy a forint (reál) felértékelődése révén (2-3 év alatt akár 15%-kal) nemcsak megfelelezhető az infláció (2002. végére), hanem ugyanez a lendület leviheti annak szintjét akár 3%-ig is. Egyrészt valós túlkeresettől a 3%-os deficit mutató PM általi mielőbbi teljesítése miatt nem kell tartani (a 3%-os deficit az a GDP akár 3-4%-át elérő reálkamat kiadás miatt inkább pénzkivonást jelent - az elsődleges egyenleg többlete esetén). Másrészt a külkereskedelmi egyensúly várható romlása azért fogadható el 3-4 évig, mert:

- a fizetési mérleg mutató kevésbé fontos (az EU csatlakozáshoz),
- az euróra való váltás ígérete miatt a spekulációs tőke elnézőbb lesz a külső egyensúlyi mutatók szintjét illetően (már csak azért is, mert gyengébb külső pozíció esetén nagyobb lehet a külső pénztőke beáramlás volumene).

2. A monetáris politika eszközeinek megújítása

A 2001 tavaszán megújuló jegybanki vezetés alapvető – minden más elé sorolandó – céljává tette az infláció mérséklését. Ezt megalapozta a jegybanki jogosítványok újrafogalmazása az EU (ECB) előírásai szerint: a gazdaságpolitika céljait csak akkor segítheti, ha az nem keresztezi az elsődleges cél a nemzeti valuta értékállandóságának megőrzése érdekében szükséges intézkedéseket.²

Az állam jegybanki finanszírozása nemcsak háttérbe szorult (mint ahogy a 90-es évek második felében), hanem egyben lehetetlenné is vált. A 2001. évi jegybank törvény ugyanis tiltja azt, hogy a jegybank hitelt, kölcsönt nyújtson bármely állami szerv, intézmény részére és állami kötvényt legfeljebb a másodpiaci forgalomban vásárolhat az MNB.³

A legradikálisabb változás az árfolyam és a kamatpolitikában történt 2001. május 4-től. A valutaárfolyam ingadozási sávja $\pm 2,25\%$ -ról $\pm 15\%$ -ra növekedett. A jegybank 1995. és 2001. között időről-időre intervencióra kényszerült a be vagy kiáramló külföldi pénztőke hatásának semlegesítése végett. Ezzel helyettük is gyakorlatilag ő vállalta fel – közvetve az adófizetők terhére – az árfolyam ingadozás kockázatát.

A $\pm 15\%$ -os árfolyam ingadozási határ az Európai Unió egyik pénzügyi feltétele (akkor aspirálhat valaki a Gazdasági és Monetáris Unióba történő belépésre, ha a valuta árfolyamát tartósan, nagy kilengésektől mentesen képes ilyen sávon belül tartani).

Figyelmet érdemel a sávhatár számszerű értékének a története. A rögzített árfolyamok világméretű háttérbe szorulása (1971.) után évtizedekig az EU alapító tagjainak kulcsvalutái között rögzítettek voltak az árfolyamok és plusz, mínusz 2,25-ös eltérés esetén kellett intervenciót végrehajtaniuk a jegybankoknak. 1991-93-ban a német márka gyengélkedése és az angol font leértékelődését (és a valutakigyóbból való kilépését) kikényszerítő, spekulációs támadás után emelték meg $\pm 15\%$ -ra az árfolyam ingadozási határt.

A jegybanki kamatpolitika az árfolyampolitika egyik fő eszközévé vált. A kamatszint emelésével vagy csökkentésével szándékszik a jegybank igazodni a ahhoz, hogy a külföldi pénzbefektetők forint kötvények iránti kereslete miként erősödik vagy lanyhul. Gyengébb kereslet esetén magas kamattal igyekszik fenntartani az érdeklődésüket (és ezzel a forint jegybank által kívánatosnak tekintett árfolyamát). Ha túl nagy összegű a forintoszközök külföldiek általi vásárlása, akkor viszont csökkenteni kívánja a kamatszintet, nehogy túl erőssé váljon a forint.

Közel 2 év után meg lehet állapítani, hogy a jegybank határozott elképzelése a sávszélesítéssel a forint felértékelődése volt – ami be is következett. Az erős forint ugyanis kedvez az MNB által hirdetett infláció csökkentésnek. Közben megtörtént a jegybank intervenciók tesztelése is. 2003. januárjában a forintnak a 15%-os sávon túli felértékelődésére játszó pénztőke spekulációs támadást intézett. A sáv szélén az addig egyszer sem interveniáló MNB kénytelen módon beavatkozott: eurót vásárolt a forintot eladó bankoktól. Közben gyorsan meghozta (két lépésben) a már hónapok óta a hazai szereplők által sürgetett érezhető kamatcsökkentést (8,5%-ról 6,5%-ra), hogy elejét vegye további hasonló spekulációnak. A sávszé-

² MNB, 2002: 17.

³ Hetényi, G. – Hünlich, Cs. – Mozsáry, P., 2001: 29.

lesítést rövid időn belül 2001-ben követte a forint teljes konvertibilitásának a meghirdetése. A külföldi befektetők számára június óta engedélyezett rövid lejáratú állampapírok vásárlása is, továbbá a származékos termékek piacán is jelen lehetnek Magyarországon. Ennek legfőbb következménye, hogy az értékpapír piac jelentős hányadát kitevő diszkont kincstárjegyek piacán is megjelentek a külföldiek. A konvertibilitást teljessé tevő lépések ugyancsak az EU tagság előfeltételei voltak. Ezen túl csökkentette a jegybank a kötelező tartalékrátát (2001. szeptemberétől 5%-osra) és meghirdette, hogy az EU tagság időpontjára 2%-ra mérsékli azt.

Az EU pénzügyi rendszere által diktált elvárásokat (teljes függetlenség a jegybanknak, széles árfolyamsáv, konvertibilitás), ígyis - úgyis teljesíteni kellett. Ennek várható következménye volt a spekulációs tőke nagyobb beáramlása, amely felviszi a forint árfolyamát. A jegybank mindezt megpróbálta a maga javára átfordítani, a forint felértékelődését az infláció letörésére felhasználni.

Hagyományos piacgazdaságokban a kamatok viszonylag nagyobb arányú kilengésének a megakadályozása mindenhol a monetáris politika egyik fő törekvése. Ezért jogos a kérdés, hogy Magyarországon miért tölti be bizonyos fokig a kamat a függő változó szerepét a jegybank új politikájában. A jegybankot a következők vezérik ebben: a vállalatok és még inkább a lakosság hitelállománya relatíve alacsony, ráadásul a vállalati hitelek több mint felét (60%) devizában vették fel. A magyar bankokat tartósan likviditásbőség jellemzi. A fentiek miatt a reálkamatok ingadozása a megtakarítási hajlandóságra hat mindenekelőtt (de a lakossági pénzpiac monopolizáltsága miatt ez a hatás is tompított), és a vállalati finanszírozásra gyakorolt hatása jóval mérsékeltebb, mint a hagyományos piacgazdaságokban. Ezért (az akár erős) kamatingadozás jobban elfogadtatható a gazdasággal nálunk mint máshol. Az árfolyam viszonylagos stabilitásának ugyanakkor nagy a jelentősége az inflációs várakozások megtörésében. Ha a külföldi pénztőke ki- és beáramlása az árfolyam hektikus ingadozását eredményezné, akkor kevésbé lehetne remélni az inflációs várakozások megtörését.

A jegybank új politikájaként az inflációs célkövetést hirdette meg. Ennek Inyege, hogy a monetáris politika célpiramisának csúcsa (a pénz értékállandósága védelme) alatt az inflációs előrejelzés kifinomult, de áttekinthető ún. „közbülső célja” helyezkedik el. E közbülső cél alatt található az operatív cél, az irányadó kamat. A jegybank ezen keresztül képes hatni a rövid lejáratú pénzpiac kamataira. A kamatszint jegybanki alakítása során az új rendszerben a legerősebb mozgatóerők az árfolyam megfontolások.

A jegybank követi a devizapiac mozgásait. Ha úgy ítéli meg, hogy az árfolyam alakulása – egyebek mellett – veszélyeztetheti az inflációs cél elérését, akkor az irányadó kamatot emeli. Ezzel növekszik a kamatkülönbözet a forint és az euró között és a pénztőke nagyobb érdeklődése újra megerősíti a forintot. Természetesen ellentétes irányú beavatkozás is lehetséges. Ha az inflációs cél viszonylag jól teljesül, megengedhető a túl erős forint kisebb mértékű gyengítése a kamatok mérséklése útján.

3. Inflációs célkövetés

Az inflációs célkövetés olyan monetáris politikai keretet jelent, ahol a jegybank kötelezettséget vállal arra, hogy az infláció ütemét a megadott célsávon belül tartsa. Ezt a rendszert számos országban alkalmazták az árstabilitás fenntartására (Új Zéland, Nagy Britannia,

Kanada) vagy egy korábbi árfolyamválságot követően (Csehország, Svédország, Brazília).⁴ Magyarországon egy inflációsávot jelöl meg célként a jegybank. Ez jelzi, hogy a monetáris politika nem tudja teljes mértékben befolyásolni az inflatörikus folyamatot, az infláció előrejelzése jelentős bizonytalanságot hordoz. A célsáv előnye, hogy nagyobb mozgásszabadságot hagy az MNB-nek a kereslet későbbi alakulásához való alkalmazkodásban, a különböző sokkokra történő reagálásban. Így viszont nehezebb utólag megítélni, hogy milyen volt a monetáris politika eredményessége. A sáv hátránya lehet, hogy a piaci szereplők sok esetben a sáv felső szélét tekintik az igazi célnek. A sáv alsó határa azt jelzi a gazdálkodók számára, hogy mérsékelt keresleti szint esetén a jegybank kész lazítani a monetáris szigorán. Ugyanakkor váratlan erőteljes sokkhoz való igazodást nehezítheti az alsó korlát betartása.

Az MNB a teljes fogyasztói árindexet kezeli célváltozóként. Egyrészt az EU is ezt alkalmazza a GMK konvergencia kritériumnak értékelése alapján. Másrészt a fogyasztói árindex ismert a nagyközönség számára.

4. Inflációs előrejelzés – az MNB ún. közbülső célja

A monetáris politika az alapvető cél mellett megjelöl olyan közbülső célt, amely bizonyos szintjének elérése segíti az alapvető cél (a stabil pénz) elérését. A jegybankok a pénzmennyiséget, az árfolyamot vagy újabbban az inflációs célkövetést tekintik közbülső céljuknak.⁵ A közbülső cél (szokták nominális horgonynak is nevezni) olyan gazdasági változó, amely stabilizálni tudja a gazdasági szereplők inflációs várakozásait. Ha stabil a pénzmennyiség (és így a kereslet) vagy stabil az árfolyam, akkor a munkaadók, munkavállalók, a fogyasztók, a termelők stb. bíznak abban, hogy nem lesznek nagy kilengések, így az inflációs várakozásaikat visszafogják, illetve a közbülső cél tekintetében jelzett vagy várható változásokhoz (pl. csúszó leértékelés üteme) igazítják. Magyarországon a pénz-kereslet különböző mutatói nem mutatnak kellő stabilitást, ráadásul már a fejlett országokban sem tekinthető a pénz mennyisége minden tekintetben megbízható jelzőszámra. A pénzhelyettesítők miatt a pénz és nem pénz jellegű eszközök közötti határok ugyanis egyre inkább elmosódnak. A 90-es évek második felében hazánk a valuta árfolyamot használta „nominális horgony”-ként – a csúszó leértékelés idején viszonylag sikerrel, (30%-ról 10%-ra) mérsékelve az inflációt. Ehhez azonban szigorú fiskális politikára és tőkekorlátozásokra is szükség volt. Általánosságban igaz az, hogy ez az árfolyamkockázat alulbecsléséhez vezetett. Másrészt az árfolyam rögzítése azt jelenti, hogy alkalmazkodni kell egy nagyobb ország monetáris politikájához. Ugyanakkor tőkeozgás miatt a kis országok gyakran más jellegű sokknak vannak kitéve, mint a nagyobb országok. Magyarországon a spekulációs pénztőke érdeklődése a környező régióbeli kilátásoktól, az ország gazdasági helyzetétől függ. Kialakulhatnak így olyan helyzetek amikor a jegybank nem képes a meghirdetett árfolyam fenntartására, vagy azt erőteljes jegybanki intervencióval kell ellátnia, amely elég költséges. Ez volt a helyzet nálunk 1995. és 2001. között. Ugyanakkor a közeledő EU tagság a rövid távú pénztőke áramlás korlátozásának a feloldását és az árfolyamsáv szélesítését igényelte.

⁴ MNB, 2002: 48-51.

⁵ MNB, 2002: 55-60.

A fenti okok nagy szerepet játszottak a váltásban - abban, hogy 2001-től a jegybank az inflációs előrejelzést tette meg közbülső céljának. Ez egyrészt érthető módon szoros kapcsolatban van a végső céllal (a pénz értékének a védelmével), másrészt a jegybank erőteljes befolyást tud rá gyakorolni (árfolyam és kamatpolitikával). A váltásban szerepet játszott az is, hogy – igaz, nagyrészt külső okok hatására – az 1999-2001. években az infláció 10% körüli szinten egyre inkább „beragadt”. A gazdasági szereplők ehhez igazították a várakozásait, ráadásul az ennél alacsonyabb ütemű csúszó leértékelődés miatt a forint reálárfolyama fokozatosan felértékelődött. Így a nemzeti valuta enyhe felértékelődése – melyet szinte minden dezinfláció felhasznál - úgy zajlott le, hogy azt a monetáris politika nem tudta „kihasználni” az infláció csökkentéséhez.

Az inflációs előrejelzés a fontosabb makrogazdasági változók értékeit rögzíti, és bemutatja, hogy ezek mellett mi jellemzi az inflációs pályát.⁶ Az árfolyamot az utolsó teljes naptári hónap átlagos szintjén rögzítik az előrejelzés során. A hosszú távú kamatokra egy olyan pályát feltételeznek, amely az előrejelzett inflációs folyamattal összhangban van (ez a hosszú távú kamatalakulás tehát nem kamat előrejelzés, de nem is a jegybanki kamatintézkedések mutatója). Néhány külső exogén változót, mint például a nemzetközi olajárakat, az euró-dollár árfolyamot – melyeknek a jövőbeli alakulását nehéz becsülni – az utolsó megfigyelés értéken veszi figyelembe az előrejelzés. Egy-egy időpontra nemcsak egy jövőbeli várható inflációs értéket adnak meg, hanem az adott konkrét szám (az előrejelzés középértéke) mellett az akörüli eloszlást is. Ezt mutatja az inflációs sávok alsó, illetve felső határa. Azaz a középértéket övező bizonytalanság kiszámítását és annak értékelését is közreadják a szerzők.

Így az olvasó egy alapos szakértői becslést kap meghatározott paraméterek mellett. Ki-kí a változóknak a saját feltételezése szerinti értékét behelyettesítve megkaphatja, hogy annak (pl. más árfolyam vagy kamatszint, eltérő olajár stb.) milyen inflációs pálya felel meg a következő időszakban Magyarországon. Ha valaki pl. más inflációs pályát kíván a jövőben, akkor a modellben meg kell változtatnia a főbb változók figyelembe vett paramétereit. A gazdaságpolitikai viták egy része így redukálható azzá, hogy ki milyen változó értéket preferál (pl. árfolyam), illetve tart valószínűnek. Az előrejelzés 1-2 éves (4-8 negyedéves) periódusra készül. Ez összhangban van azzal, hogy a jegybank célja a következő 1-2 év inflációjára vonatkozik:

- a jegybanki intézkedések (pl. kamatváltozás) hatása 1-2 év alatt fejtik ki a teljes hatásukat az árszintre,
- a szükséges előrejelzési módszerek és kapacitások csak 2001. közepe óta kezdenek kialakulni,
- az egy évnél hosszabb időszak mellett az árindexből kikerülnek az egyszeri ár-emelési hatások (pl. hatósági áremelés).

Az inflációs célkövetés szabálya elvileg azt diktálja, hogyha az előre jelzett infláció a célhorizonton belül a megcélzott érték fölé kerül, akkor a jegybank megemeli a kamatot, (hogy olcsóbb legyen a nemzeti valuta és csökkenjen ezáltal várható infláció). Erre persze nem biztos, hogy sor kerül (pl. más külső sokkok miatt nem célszerű ezt megvárni), de az is igaz, hogy ekkor csorbát szenvedhet a monetáris politika hitelessége. A jegybanki döntés at-

⁶ MNB, 2002: 61-62.

tól függ, hogy a külső változást miként értékeli és milyen tartósnak ítéli a jegybank. Ha tartósan keresleti többlet jelentkezik, akkor pl. kamatemelésről kell dönten. Ha a kínálat a várttól elmarad, de a hatás átmeneti, akkor – mint pl. rosszabb termés esetén – nem indokolt kamatemelés. Ugyanakkor az egész gazdaságon átgyűrűző kőolaj áremelés esetén már indokolt lehet a kamatok emelése (akkor is, ha átmeneti az olajárak magasabb szintje).

A jegybank nem képes pontosan előre jelezni azt, hogy a kamatlépései pontosan milyen árfolyamváltozást hoznak. A pénzügyi szereplők reakcióitól függ ugyanis, hogy mi lesz az árfolyam. Arra azonban természetesen törekszik a bank, hogy a kamatok változtatásával az árfolyam optimális gyengülését vagy erősödését érje el. Az árfolyam konkrét szintje így egyszer alatta, máskor felette lesz annak a szintnek – ami egyébként a dezinflációs pályához szükséges –, de összességében ezt a pályát alapozza meg.

Az előrejelzés több hét alatt készül el, és e folyamatban bevonják a Monetáris Tanács tagjait is. Első fázisban meghatározzák a fő bizonytalansági tényezőket és az előrejelzés alapvető feltételezéseit. Ennek megvitatásakor (a Monetáris tanács ülésén) rögzítik a „centrális pálya” főbb feltevéseit és azon sokkok (bizonytalansági tényezők) körét, melyek értékelését a Monetáris Tanács szükségesnek tartja. Ez alapján készül el a számszerű előrejelzés első változata. Ez ismét a Monetáris Tanács ülése elé kerül, ahol a Tanács tagjai változtatást javasolhatnak az alapfeltevéseket, illetve bizonytalansági eloszlások tekintetében. Ezek figyelembevételével véglegzik az előrejelzést (úgy, hogy az közben mindig felrészítésre kerül a legfrissebb statisztikai adatok és gazdaságpolitikai intézkedések figyelembevételével). Az így elkészült végső előterjesztés alapján a Monetáris Tanács mérlegeli, hogy az akkori monetáris feltételek megfelelőek-e vagy változtatás szükséges-e. A Tanács közleményt jelentet meg arról, hogy mi a véleménye a várható inflációs folyamatról. Amennyiben a Tanács a kamatok változásait tartja szükségesnek, azt (és annak okait) szintén közzé teszik a publikáció során. A negyedévente készülő előrejelzések között is nyomon követik a bekövetkező változásokat. A kéthetente ülésező Monetáris Tanács értékeli az új inflációs adatok és a (korábbi) előrejelzés közötti kapcsolatokat.

5. Operatív cél – rövid távú kamatok

Operatív célnak a jegybankok általában a rövid távú pénzügyi kamatokot minősítik. Ezekre ugyanis monetáris eszközökkel közvetlenül és gyorsan hatni tudnak (szemben a közbülső céllal). A másik oldalon viszont az operatív célnak az inflációval való kapcsolata sokkal lazább és az így nem lenne képes betölteni a „nominális horgony” szerepét. Az MNB operatív célja a rövid, 3 hónapos futamidejű pénzügyi (mindenekelőtt államkötvény) kamatok kívánatos szintjének az elérése.⁷ Az MNB betétet a 2 hetes irányadó kamata révén képes ezt a jegybank biztosítani. A jegybank a forint–euró kamat különbözetet kívánja mindenekelőtt befolyásolni.

⁷ MNB, 2002: 61-62.

Amennyiben úgy ítéli meg, hogy az adott árfolyamsáv veszélyezteti az inflációs cél teljesülését, akkor az irányadó kamatának megemelésével a rövid távú pénzüpiaci kamatok (és ezzel a forint-euró kamatkülönbözetet) megemeli. Ezzel a forint a pénzüpiacon erősödik. Ugyanakkor, ha az inflációs célt nem veszélyezteti az árfolyam kisebb esése, akkor a kamat csökkentésével csökkenti a pénzüpiacon az euró feletti forint kamattöbbletet és az árfolyam gyengülését idézi elő.

A változó kamatozású vállalati hitelek általában a pénzüpiaci kamatokhoz igazodnak, és a lakossági betétek kamatai és viszonylag rövid időn belül követik a pénzüpiaci mozgásokat. Így a jegybank kamatpolitikája hat az összereslet alakulására is (a beruházási javak, fogyasztás), ami hasonló irányban hat mint az árfolyam változtatása (a kamatemeléssel a keresletet és ezzel az áremelkedés mértékét mérsékli).

A széles árfolyamsáv mellett a kamat változtatás és az általa előidézett árfolyam változtatás ugyanabban az irányba hat – egyszerre szigorít vagy lazít (szűk árfolyamsáv mellett a kettő hatása sokszor ellentétes volt). A kamatpolitika mozgásterének a növelése javítja a monetáris politika hatáskörét.

A monetáris politika kiterjedt elemzői tevékenységgel alapozza meg az inflációs célkövetést és az operatív céljait. Ebben kitüntetett szerepet kapnak az indikátorok. Ezek olyan gazdasági-pénzügyi változók, melyek előre jeleznek egy jövőbeli folyamatokat.

6. Átláthatóság, kommunikáció

Az inflációs célkövetés rendszerének legfőbb célja az inflációs várakozások befolyásolása – annak elérése, hogy minél kisebb legyen a jegybanki beavatkozás szükségessége (és költsége) az infláció mérséklése során. Ezért a jegybanki politika átláthatóságának nagy a jelentősége.⁸ Ezt szolgálja a Monetáris Tanács döntéseinek a bemutatása, kommunikálása. Fontos kommunikációs feladat az árfolyam szerepének a reális bemutatása és a jegybanki politika hitelességének a védelme (pl. arra az esetre, ha nem érik el az inflációs célt külső sokkok miatt).

A jegybank a negyedévente készülő inflációs jelentésében közzéteszi az előrejelzés leírását és a háttér tanulmányokban pedig az azt megalapozó elemzéseket. A jegybank vezetői rendszeresen találkoznak pénzüpiaci elemzőkkel és a sajtó képviselőivel. A 2001. évet megelőzően a jegybank tevékenysége misztifikálódott. Jellemző erre, hogy még a Számvevőszék sem ellenőrizhette a tevékenységét. Az új monetáris politika egyik fontos célja az átláthatóság biztosítása – világos érvek, határozott döntések esetén számolhat azzal, hogy a gazdaság szereplőinek az inflációs várakozásai megváltoznak. A jegybank közzéteszi az értékelését a piaci folyamatokról és a prognózisát. A jegybank tevékenységét 2001-től az ÁSZ ellenőrzi.

⁸ MNB, 2002: 62-63.

7. A dezinfláció főbb kérdései

Az alacsonyabb infláció jelentős előnyöket rejt magában. Ugyanakkor az infláció csökkentéséhez szükséges pénzügyi szigor (magas reálkamat, túlértékelt árfolyam stb.) a növekedési ütemet átmenetileg csökkenti. Az infláció csökkentésének üteme függ attól, hogy Magyarország mikorra tervezi a csatlakozást a Gazdasági és Monetáris Unióhoz. Az infláció mérséklésének a problémája az, hogy a közvéleményt nehéz meggyőzni arról, hogy mérsékelje az inflációs várakozásokat. A monetáris politikának olyan lépésekben kell mérsékelnie az infláció ütemét, amely elégséges jelzést ad ahhoz, hogy a várakozásokat a kívánatos irányba módosítsa, de ugyanakkor nem vezet túlzott növekedési áldozathoz. Az inflációhoz hozzászokott társadalom és a viszonylag magas infláció miatt Magyarországon is csak fokozatosan lehetséges az infláció mérséklés. Az 1991-92-es foglalkoztatás csökkenést és az 1995-96. évi reálbéresést elszenvedő munkavállalók érthető módon bizalmatlanok minden, a jelen pozíciókat nagymértékben átrendező dezinflációs intézkedésekkel szemben (is).

A pénzmennyiség és a hitelállomány (monetáris és hitelaggregátumok) nagyságát illetően a jegybank nem fogalmaz meg célokat.⁹ Ezek alakulásának elemzése azonban fontos, mivel jelzik azt, hogy a gazdaságnak miként változik a finanszírozási szükséglete. A pénzpiaci kereslet és kínálat alakulása e nélkül nem érthető meg, illetve nem vetíthető előre. Ez fontos egyrészt a még relatíve magas (5%-os) kötelező tartalékráta szempontjából. Másrészt fontos a vállalatok és a háztartások nettó finanszírozó képességének (megtakarítások, hitelígyény stb.) az alapos elemzése, a bankszektor jövedelmi folyamatának a nyomon követése.

8. A jegybanki eszköztár

Az állampapírok jegybanki adás-vétele klasszikus nyíltpiaci műveletnek számít. Az MNB a másodlagos piacon a likviditás szabályozása végett alkalmazza e műveleteket. Azonban nem tekinthető a monetáris politika meghatározó eszközének (nem úgy mint a nagy likvid értékpapír piaccal rendelkező angolszász országokban).

A 90-es években Magyarországon elterjedt repo (visszavásárlási megállapodás) 2001. december végéig volt nagy jelentőségű (az aktív repo esetében a jegybank hitelt nyújt az ügyfelének állampapír fedezet mellett, míg a passzív repo esetében a jegybank állampapír fedezetet nyújt a nála lekötött pénz ellenében).

Az egynapos (overnight – O/N) fedezett hitel a kamatfolyosó felső szélén az MNB egyetlen instrumentuma. Mögötte fedezetként az adott bank értékpapírjainak az összessége áll. A bankok napközben a limitjük (VIBER-hez beadott zárolt értékpapírjaik) erejéig napközben bármikor kérhetik a hitelt. Az üzletek elszámolása aznap (T napos).

A jegybanki betét azt jelenti, hogy az ügyfél elhelyez bizonyos összeget a jegybanknál. Ennek feltételei (futamidő, kamat stb.) vagy előre meghatározottak vagy tenderen alakulnak ki. A jegybanki betét 1997-től teljesen átvette a korábbi passzív repo szerepét. Az MNB irányadó eszköze (1999 óta) a kéthetes lejáratú betét, hetente egyszer lehet sort keríteni az üzletek megkötésére. Ezzel a jegybank képes befolyásolni a pénzpiacot meghatározó

⁹ MNB, 2002 oldal

három hónapos lejáratú kamatok szintjét. Másrészt a kéthetes betéttel a bankrendszer likviditási feleslegét képes lekötni az MNB. Az egynapos lejáratú betét a jegybanki kamatfolyosó alját jelenti.

Az MNB kötvény 1997-2002. áprilisa között többféle futamidővel és értékesítési technikával szerepelt a jegybanki eszközök között. A sterilizáció egyik fontos eszköze volt több évig.

A deviza-forint swap esetében leggyakrabban a bankok forintot vettek kölcsön az MNB-től és devizát helyeztek el nála fedezetként. Az egynapos swap-ot az aktív repóval azonos kondíciók mellett 2001. áprilisáig működtette a jegybank.

A kötelező tartalékrendszerben a hitelintézetnek a források egy hányadát kötelezően a jegybanki számlájukon kell elhelyezni. Ez a hányad 2002. őszétől 5%, de legkésőbb az EU belépéséig 2%-ra fog csökkenni, hogy összhangban legyen az EU előírásokkal. Ugyanezen ok miatt piaci kamatot fizet majd ezután a jegybank (ma csak 4,75% – 2002. szeptemberétől – a fizetett kamat).

A 2 évnél hosszabb lekötésű források mentesek (akárcsak az EU-ban) a tartalékolási kötelezettség alól. A tartalékot az adott naptári hónap átlagos forrás összege után kell fizetni. A tartalékolás fő funkciója a likviditás lekötése (ezért is alkalmazta a nemzetközileg szokásosnál nagyobb mértékben a jegybank a likviditási többlettel jellemezhető magyar bankrendszerben (a 90-es évek végén pl. még 12%-os volt a tartalékráta).

Az MNB ún. irányadó instrumentuma ma a kéthetes futamidejű jegybanki betét. Ennek kamata az alapkamat, amely az irányadó kamatszint. A piacon a jegybank által kívánatos kamatszintet az irányadó instrumentum segítségével igyekeznek érvényesíteni a kamat transzmisszió szempontjából legmeghatározóbb jelentőségű futamidőn (ez az irányadó futamidő – amelyen a bankok határozzák a változó kamatozású hiteleiket). Az MNB célja az irányadó instrumentummal a 3 hónapos futamidejű pénzügyi kamatok szintjének és a betétek (illetve hitelek) kamattárazódási folyamatának a befolyásolása. A kéthetes futamidő megfelel az Európai Központi Bank gyakorlatának.

A jegybank törekszik arra, hogy megelőzze a bankközi pénzügyi piacon a kamatok hektikus ingadozását – mivel ebben az esetben a jegybank operatív célként megjelölt kamatának alakulása túl nagy mértékben ingadozna a likviditási helyzet függvényében. A jegybanki kamatingadozási sáv révén éri ezt el. A „kamatfolyosó” az árfolyamingadozási sávon belül az irányadó kamat plusz, mínusz 1%. A „kamatfolyosó” teteje az a hitelkamat, ahol a jegybank egynapos futamidős hitelt nyújt (fedezet mellett). A kamatfolyosó alja (kamatpadló) az a kamat, amelyen az ügyfél egynapos betétet helyezhet el az MNB-nél. A kamatingadozást tompítja a tartalékráta számítási módszere is. A források havi átlagos értéke utáni tartalékfizetés miatt a bankok a likviditási helyzet gyors változásához könnyebben tudnak igazodni. A „kamatfolyosón” belül az MNB gyorstender révén tudja befolyásolni a napi kamatszintet. A bank ezt a nagy ügyfelek részére hirdeti meg (30 percen belüli reakciót várva és minimum 500 millió forintos összeget kell betétbe elhelyezni vagy hitelként felvenni). Ennek segítségével váratlan likviditási problémák hidalhatók át – alkalmazására csak ritkán kerül sor.¹⁰

A devizapiaci műveletek jelentősége a széles árfolyamingadozási sáv mellett kisebb. Bár az MNB az árfolyamingadozási sávon belül bármikor élhet ezekkel, 2001. május 4.-e óta csak egyszer interveniált (devizát vásárolva forintért), amikor a forint elérte a sáv erős szélét 2003. januárjának végén.

¹⁰ MNB, 2002: 106-107.

Verbális intervenció során a jegybankok felhívják a figyelmet olyan piaci tenderekre, melyeket nem tartanak kívánatosnak. Akkor hatásos (illetve akkor marad hiteles a jegybank), ha ennek eredménytelensége esetén valós intervencióval is hajlandó a jegybank közbelépni.

A jegybanki likviditás tervezés során a célkitűzés egyrészt a pénzkeresletnek megfelelő likviditás biztosítása, másrészt a jegybank pénzkínálati feltételeinek a jegybanki célokhoz igazodó változtatása. A likviditás szabályozás során a jegybank egyrészt azt dönti el, hogy mekkora betétet fogad el a bankoktól vagy mekkora hitelösszeget ajánl fel a számukra. Másrészt (alkalmazkodó szabályozás esetén) a jegybank előre meghatározott kamatra fogad el betétet vagy kínál fel a számukra.

Az MNB minden monetáris eszközhöz külön-külön meghatározza az ügyfélkört. A legszélesebb azok köre akik a napi (O/N) hitelhez hozzájuthatnak. A kéthetes lekötésű jegybanki betét köre már szűkebb. A gyorstenderek esetében legszigorúbbak a követelmények, gyors reakció idő (30 perc), gyors adatátviteli csatornával való rendelkezés, szükséges és a legkisebb ajánlattételi összeg 500 millió forint.

A jegybank a hiteleihez megkövetelt fedezeteket vagy normatív módon (a hitelügylet megkötésekor) vagy naponta értékeli – ez utóbbi egyre nagyobb teret kap a jegybank gyakorlatában¹¹. Ezzel meg fog felelni az Európai Központi Bank irányelveinek. Az Európai Központi Bankok (KBER) Rendszeréhez való csatlakozáskor az MNB-nek készen kell lenni arra, hogy ne csak a forint kötvényeket, hanem a KBER-ben befogadott mindenféle fedezetet elfogadjon.

A folyamatos rendelkezésre álláson (napi betét, illetve hitel) és a szakaszos rendelkezésre álláson (pl. kéthetes betét elhelyezésére a hét előre meghatározott napján) túl a jegybank aukciói és gyorstenderek útján is végezhet műveleteket. Tendert, illetve gyorstendert a betéti és a hitel oldalon is alkalmazhat, bár erre ritkán kerül sor. A fix kamatú tenderrel a kamatot a kiíró eleve megszabja, a változó kamatozású tendereknél a meghirdetett összegen belül a mennyiségre és a felajánlott (elvárt) hozamra is ajánlatot lehet tenni – az ajánlatok elfogadása sorrendben történik (az MNB számára a legkedvezőbbeknél kezdve). A szabad tender esetén se limitösszeg, se kamat nincs előre megszabva – a kiíró az ajánlatok függvényében dönt a sorba rendezett ajánlatok közül. A jegybank törekszik arra, hogy kamatdöntéseit lehetőleg ne üzleti időben hozza és a következő üzleti nap legyen a döntés hatályba lépése.

A csúszó leértékelés rendszerében a jegybanki intervenciók (devizavásárlások) összege jelentős volt. Emiatt még 2002-ben is jelentős fölös likviditással rendelkezett a magyar bankrendszer. Ezt a jegybank a passzív oldali eszközeivel (betét, korábban kötvény) vonja ki a rendszerből. Összességében a bankok most is hitelezői pozícióban vannak az MNB-vel szemben (nemzetközileg ezzel ellentétesen nettó hitelfelvevők a jegybankkal szemben).

Az EU tagságunk később az euró bevezetése miatt a monetáris politika eszköztárának kialakításakor fontos szempont az Európai Központi Bank (EKB) eszközeihez való illesztés.

¹¹ MNB, 2002: 113-114.

9. Magyarország és az EU monetáris politikája

A szakmai és politikai viták Magyarországon az euró gyors bevezetésének sürgetésével – vagy elutasításával – foglalkoznak, ami nagyfokú leegyszerűsítést jelent. A kép ugyanis ennél árnyaltabb. Az euró bevezetése azt jelenti, hogy az adott ország jegybanki feladatainak nagyobb hányadát átruházza az Európai Központi Bank. Az EU tagsággal Magyarországnak az ERM – II monetáris rendszerben kell részt vennie.

Az EMR-II-t 1999-től bevették azzal a céllal, hogy az eurót be nem vezető EU tagországok ezen keresztül kapcsolódjanak az euró zónához.¹² Bár jogilag nem kötelező a részvétellel (induláskor Svédország és Nagy-Britannia nem is vállalta az EMR-II-be való belépést), közgazdaságilag mindenféleképp célszerű a kívülről tagországok számára.

Az EMR II-ben az euró a hivatalos „horgonyvaluta” és ebben fejezik ki a nem euróövezetbeli tagállamok valutáját. A lebegtetési sáv plusz és mínusz 15%, de lehet ennél kisebb is. Automatikus intervenció vezethető be a sáv szélén ha erre vonatkozóan megállapodást kötnek. A sáv szélén az ERM-II elvileg korlátlan intervencióra nyújt lehetőséget, de ezt más monetáris és fiskális eszközzel összehangoltan kell végezni. Az intervenciót felfüggeszthetik (az ECB, illetve a nemzeti jegybank), ha veszélyben érzik az árstabilitás fenntartását.

Az EU célja, hogy a kevésbé fejlett tagországok is fokozatosan felzárkóznak a többiekhez. A felzárkózási képesség tekintetében az EU szóhasználata megkülönbözteti a reálkonvergenciát (amikor a gazdasági fejlettségi szint és az életszínvonal a fejlettebb országokéhoz közelít) és a nominális konvergenciát. Ez utóbbi alatt azt értik, hogy a gazdaságok EU-n belüli egyenlőtlenségeit felszámolják és a gazdaságok egyensúlyi mutatói (ezt a jól ismert Maastricht-i egyensúlyi kritériumrendszer testesíti meg) közelítenek egymáshoz. A három Maastricht-i kritérium a következő:¹³

- alacsony inflációs ütem (a fogyasztói árindex legfeljebb 1,5 százalékkal haladhatja meg a legalacsonyabb inflációjú EU ország átlagos mutatóját),
- kiegyensúlyozott államháztartás (az államháztartás éves hiánya nem érheti el a GDP 3%-át, az adósságállománya pedig annak a 60%-át),
- alacsony kamatszint (az EU-n belüli legalacsonyabb kamatszintű országok értékét legfeljebb 2 százalékponttal lehet meghaladni).

A fentiek mellett létezik árfolyam-stabilitási konvergencia kritérium is: a monetáris unióba való bekapcsolódás előfeltétele az ERM árfolyam mechanizmusba való bekapcsolás és az adott nemzeti valuta stabilitása a megelőző 2 évben.

A Központi Bankok Európai Rendszere (KBER) az Európai Központi Bankból (ECB) és a 15 EU ország nemzeti jegybankjaiból áll. Az ECB dolgozza ki az euróövezet monetáris politikáját. Az euróövezetbeni jegybankok egyrészt információkkal segítik az ECB kormányzótanácsa és igazgatósága döntéseinek –megalapozását, másrészt végrehajtják e döntés

¹² Hetényi G.- Hünlich Cs. - Mozsáry P., 2001: 47-49.

¹³ MNB, 2001: 34.

seket (ellátják a hitelintézeteket likviditással, náluk helyezik el a kötelező tartalékot. Az ECB harmadik testülete, az Általános Tanács Koordinálja az árfolyampolitikát az euróövezet és az azon kívüli EU tagállamok között.

10. A stabilitási és növekedési Egyezmény (SNE)

Az 1996-97-ben kidolgozott Stabilitási és Növekedési Egyezmény valamennyi EU tagállamra érvényes, de az egyensúlyi mutatókat illetően néhány szempontból eltérően kezeli az eurót bevezető és az euróövezeten kívüli országokat. Elvileg a maastricht-i kritériumoknál szigorúbb, mert egyensúly közeli vagy többletet felmutató költségvetést ajánl – azért, hogy recessziós – nehezebb – időszakban a romló költségvetési pozíció esetén se sértsék meg a 3%-os deficit szabályt. Az SNE szerint az euróövezeten belüli tagállamoknak stabilitási pak tumot, az azon kívülieknek konvergencia programot kell készíteniük. A programoknak leg alább 3 évre kell előre tekinteniük, tartalmazniuk kell az egyensúly közeli költségvetés célki tűzést és az azt megalapozó gazdaságpolitikai intézkedéseket. A programokat be kell nyújtani és nyilvánosságra kell hozni. Az euróövezet tagállamokat pénzügyileg szankcionálják, ha megsértik a 3%-os deficit korlátot.¹⁴

Felhasznált irodalom:

1. A forint útja az Euróhoz, MNB 2001
2. Monetáris politika Magyarországon, MNB 2002
3. Hetényi G. - Hünlich Cs. - Mozsáry P.: Az EU pénzügyi rendszere 2001
4. Gazdaság és tőkepiac 2001-ben, HVB-CAIB 2001

¹⁴ HVB-CAIB, 2001: 24.

Az adórendszer nemzetközi kihívásai és lehetséges válaszai az Európai Unióban

Halmosi Péter¹

Az adórendszer – mely az államháztartás belföldön megtermelt saját bevételeinek jelentős hányadát szolgáltatja – egy rendkívül dinamikusan változó világgazdasági környezetben döntő jelentőségű az ország versenyképességének megítélésékor. A nyugat-európai országok gazdasági együttműködés iránti elkötelezettsége már közel 50 évre tekint vissza, amely időszak bár a legtöbb országot általános recesszióval sújtotta, a fokozatosan konkrét formát öltető közösségi szintű harmonizációs lépések segítségével szolgáltak a gazdaságpolitikák egymáshoz való közelítésében. Az 1960-as és 1970-es évek valuta- és olajár-válságai az Európai Közösség vezető politikusainak elkötelezettségét tovább fokozta, és ennek köszönhetően a versenyképesség fokozása közösségi prioritássá („common priority”) vált. Az Európai Közösség gazdasági-fejlesztési erőfeszítései 1971-től párhuzamos síkon futottak: egyrészt a külső világgazdasági kihívások gazdaságpolitikai koordinációt követeltek meg, amik azután a közösségi jogalkotáson keresztül fejtette ki pozitív hatását, másrészt egy európai tanácsi rendelet létrehozta a közös költségvetést, amely a pénzforrások közösségi politikák mellé történő rendelkezésével hivatott érvényt szerezni a jogszabályokban kitűzött célok eléréséhez. Jelen tanulmány az ezredforduló adópolitikai kihívásait és a lehetséges válaszokat hivatott bemutatni.

Kulcsszavak: adóharmonizáció, Európai Unió, versenyképesség

1. Bevezető

A gazdaságpolitikai harmonizáció egyik kulcsterülete az adóharmonizáció, ami a négy deklarált szabadságjog érvényesülésének is előfeltétele. Az adók harmonizálásának az áruk és szolgáltatások, a munkaerő és a tőke szabad áramlása következtében nagy szerep jut, hiszen olyan gazdaságpolitikai eszközzel van szó, amely jelentős versenytorzító hatást vált ki. A nem kívánt hatás megszüntetéséhez – és egyúttal a monetáris unió sikeréhez - nemcsak közvetett (ezalatt értendő a Gazdasági és Monetáris Unió fiskális egyensúlyt megkövetelő ún. konvergencia kritériumai), hanem közvetlen intézkedésekre is szükség van, amelyek az egyes adók alanyát, tárgyát, mértékét, továbbá a levonható kedvezményeket is érintik. Mivel pusztán a fiskális konvergencia megléte nem segíti a gazdasági együttműködés fejlő-

¹ Halmosi Péter egyetemi tanársegéd, Szegedi Tudományegyetem Gazdaságtudományi Kar, Pénzügytani Tanszék

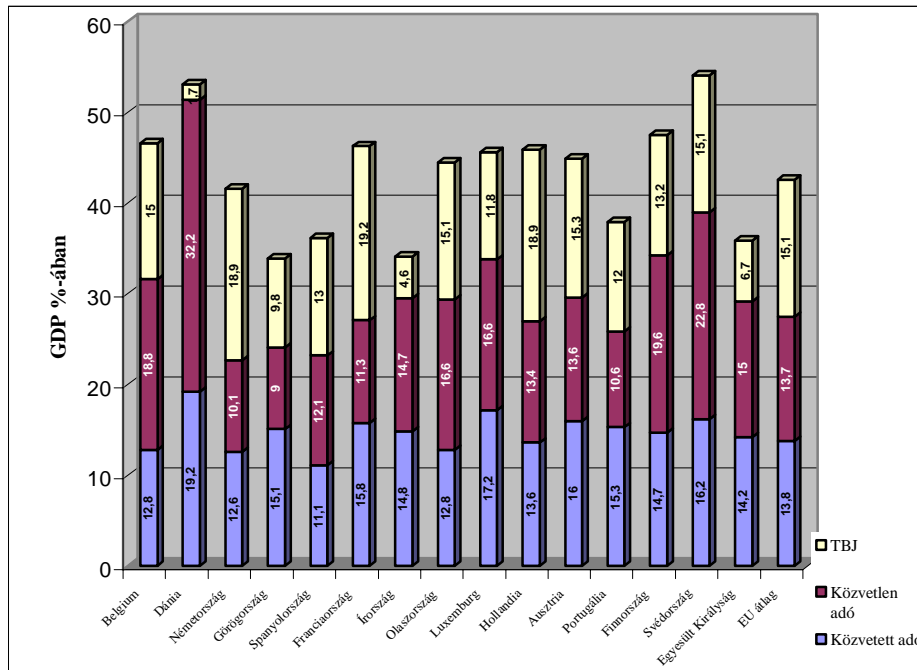
dését, szükség van ezeket az egyes országok belügyeibe tartozó kérdéseket uniós szinten áttekinteni, hogy tényleges reál konvergencia valósulhasson meg. Jelen tanulmányban először a tagállami adórendszereket érintő főbb kihívások, tendenciák történetének áttekintésén keresztül az európai adóharmonizáció lehetséges jövőbeni fejlődési útját kívánom megvilágítani. Ez a fejlődési út azonban a gazdasági fejlettségtől függően egyrészt eltérő fontossággal bír, másrészt eltérő áldozatokkal fog járni a tagállamokban. A valósághoz minél közelebbi, és átfogóbb kép kialakításához három olyan országot fogok kiemelni, amelyek a gazdasági fejlettség eltérő fokán állnak. Csehország 2004 májusától lesz az Európai Unió teljes jogú tagja, és a csatlakozási fejezetek lezárása ellenére a gazdaságpolitikai harmonizáció kezdeti stádiumban van ahhoz, hogy az Egységes Belső Piacon helyt tudjon állni. Spanyolország már közel 20 éve tagja az EU-nak, egyelőre azonban a fejletlenebb országok közé tartozik, ami hazánkhoz, mint szintén leendő tagnak a következő fejlődési szintet testesítheti meg. A választott harmadik ország Belgium, ami bár fejletlenebb tekinthető egy főre jutó GDP adatai alapján, a fiskális kritériumok, és a nemzetközi versenyképesség terén jelentős hátrányban volt az 1990-es évek végén a többi bent lévő országgal szemben, fejlettségi szintje és gazdasági versenyelőnyének közelmúltbeli megerősítése mindazonáltal mégis követendő például szolgál valamennyi európai ország számára.

Az adóharmonizáció kérdésével foglalkozó első lényeges közösségi dokumentum a Neumark Bizottság jelentése volt, amely a korábban politikai véleményeltérésekben fellelhető adóharmonizációs igényt már adófajták szerint különválasztva jelenítette meg. Szót emelt a jelentés a kettős adózás elkerülésére irányuló bilaterális megállapodások közösségi szintre történő emelése mellett – ebben a kérdésben azonban döntés nem született ekkortájt. Az Egységes Belső Piac kiépítése érdekében mindenek előtt a tőkenyereség után fizetendő adók mértékének harmonizálását találta a jelentés a leginkább sürgetőbbnek, mivel a szintén ebben az időszakban komoly szakmai viták tárgyát képező Mundell optimális valutaövezetre vonatkozó elméletének a munkaerő mobilitására vonatkozó tételét egyre többen megcáfolták. Mundell úgy vélte, a monetáris unióhoz vezető út a munkaerő mobilitása nélkül megvalósíthatatlan, mivel az aszimmetrikus sokkokat egyrészt közös monetáris irányítással, másrészt a cserearány-változásból fakadó termelékenységváltozást a munkaerő egyik országból a másikba történő áramlása képes kompenzálni. Az 1960-as években már eluralkodott a vélemény, hogy a munkaerő mobilitása fontos, de a tőke mobilitása még fontosabb. Ennek hatására az Európai Közösség kezdetben a tőkejövedelmek adózásának eltérésére összpontosított, majd mikor az 1970-es évek végétől az európai lakosság általánosságban a megtakarításokról a fogyasztásra helyezte át a hangsúlyt, került előtérbe a közvetett és közvetlen adók általános érvényű harmonizálása. Ezáltal, bár az adóharmonizáció közel fél évszázada zajlik, a verseny torzítását érintő kérdésekkel sokkal később kezdtek el foglalkozni, s így több olyan terület maradt, ahol jelenleg is jogi szabályozásra van szükség. Mielőtt a szabályozás jelenlegi helyzetébe részletesen belemerülnénk, kísérletet teszek az adórendszerek nemzetközi kihívásainak csoportosítására, mivel a kihívások rendszerezése segíti a jövőbeli cselekvési tér definiálását. A csoportosításnál a nemzetgazdaságok szereplői szerint foglalom össze a kihívásokat. Hangsúlyozni szeretném, hogy az itt ismertetésre kerülő kihívások komplexek, azaz egymástól gyakran alig elválaszthatóak, ezért ezt követően én is az egyes feladatok egymáshoz való kapcsolódásának megfelelően igyekszem a problémákra a nyugat-európai országok saját, egyedi adópolitikai változtatásainak megfelelően általános érvényű válaszokat adni, illetve következtetéseket levonni.

1.1. Nemzetközi tendenciák az államapparátus működését illetően

1. Adósságteher-növekedés miatti alkalmazkodási kényszer. A jóléti állam növekvő kiadásai, valamint a külső gazdasági sokkok, munkanélküliség felduzzasztotta az államháztartás kiadásait. Ez nem csak a kelet-közép-európai országokat, hanem számos (például Spanyolországot) országot súlyosan érintett. Az 1980-as években ennek megfelelően jelentősen emelni kellett az adóterhet a külső eladósodottság finanszírozhatósága érdekében. A 90-es évek eleje óta a maastrichti követelmények teljesítése érdekében bár az országok csökkentették külső adósságukat, ez egyúttal már saját belső kényszerük is volt, mivel csak így lehetett kielégíteni az állami kiadások iránti megnövekedett igényeket. Megjegyzem, ez nem feltétlenül jelent színvonalbeli javulást, mivel az adóbevétel növekedési üteme az európai országokban 9,9% körül mozgott 1970 és 1998 között, ami a feladatbővülést figyelembe véve (jóléti feladatok, regionális és szociális különbségek fokozottabb kiegyenlítése) nem tekinthető elégségesnek. Jelenleg az Európai Unióban az adóbevétel GDP-hez való aránya 40% körül mozog, ami a hasonló fejlettségű országok csoportjához képest rendkívül magas (Az USA esetében 29%, Japán esetében pedig 28%). Figyelembe véve azt a tényt, hogy a többi, nem európai országban a GDP-hez viszonyított adóhányad nem emelkedett az elmúlt évtizedekben az adóreform szükségessége nem lehet kétséges. A maastrichti szerződésben megfogalmazott fiskális konszolidáció hatására meg is indulta egyfajta strukturális változás az adórendszerekben, amelynek hatására a legfőbb bevételi forrásokká a közvetlen adók (személyi jövedelemadó, társadalombiztosítási járulék), és a társasági nyereségadók váltak a kilencvenes évek második felében. Nyilvánvaló volt, hogy ezen adók mértékének szabályozása teremtheti csak meg azt a mennyiségű bevételt, ami fedezetet jelent a kiadásokra, és az adó mértékének mérséklésével egyúttal gazdasági ösztönzőként is bármikor fel lehet használni. Ehhez szorosan kapcsolódik az adó alapjának mobilizálódása, mint következmény, amely nem kívánt áramlást idézhet elő az országok között.

1. ábra: Az Európai országok adóbevételeinek GDP-hez való aránya 2000-ben



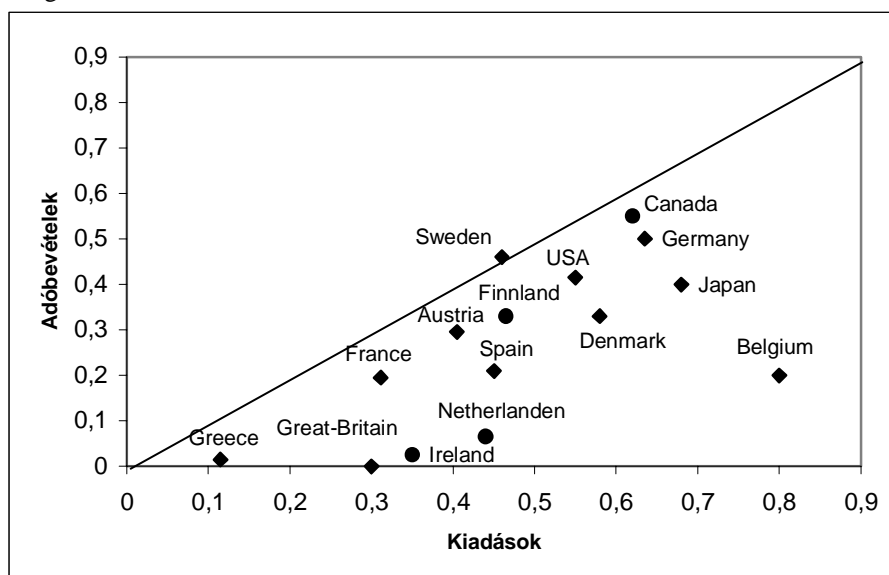
Forrás: Halmosi, 2004: 89

Az ábrából kiderül, hogy jelentősen szóródnak a bevételek az egyes kategóriák között. A közvetett adók a GDP 11,1%-a és 19,2%-a, a közvetlen adók 9,0% és 32,2%, a társadalombiztosítási járulékok pedig 1,7% és 19,2% között váltakoznak. Az eltérő terhek ugyan biztosítják a tartható költségvetési deficitet, azonban az uniós politikák érvényesülése ellen hatnak. Az Unió bővítésével megszűnnek a nagyvállalatoknak adható adókedvezmények, melyek valójában támogatásként, azaz versenytorzító intézkedésként hatottak. Ettől az időponttól kezdve ténylegesen a piac elhelyezkedésének kell meghatározni a cégek telephelyválasztását. Amíg azonban különféle adminisztratív korlátok vannak a rendszerben, továbbra is fennáll az a veszély, hogy nagyobb lesz a tőke- és munkaerő-áramlás változékonysága. Csehországban például az OECD országokhoz képest 36%-kal magasabb az adóteher, ami azt jelzi, hogy a bővítés az adórendszer szempontjából nem tekinthető megalapozottnak.

2. *Fiskális decentralizáció erősödése.* Az 1980-as évek elején néhány ország erősen centralizált állam apparátust működtetett. Az állami szolgáltatások iránti egyre differenciáltabb igény a feladatok decentralizálását vonta maga után. A gyorsan megvalósuló nagyfokú helyi autonómia azonban nem párosult azonnal megfelelő bevételgyűjtési jogosítványokkal, csupán a feladatok delegálása valósult meg. Emiatt még az 1990-es évek második felében is óri-

ási összegű központi forrásokat kellett újra elosztani, ami azokban az országokban, ahol még nem létezik regionális kormányzati szint, akadályozza a kohézió erősítését. A 2. ábrán az európai országok regionális és helyi önkormányzatainak bevételeinek és kiadásainak megoszlását láthatjuk aszerint, hogy a kiadások mekkora hányadához mekkora bevétel-szedési jog tartozik.² A gyors decentralizációt jól mutatja Spanyolország példája, ahol a regionális önkormányzatok a központi kormányzat kiadásai között 3%-ról 25,7%-ra növekedett 1981-1997 között, ezt azonban az adóbeszedési jogok bővítése nem követte: az egyes adótípusok 22%-a esetén van csak rá lehetőségük az adó alapjának vagy kulcsának meghatározására.

2. ábra: Az európai országok regionális és helyi önkormányzatainak saját bevétel-szedési lehetősége



Forrás: OECD Working Paper, No. 249, 2000: 10

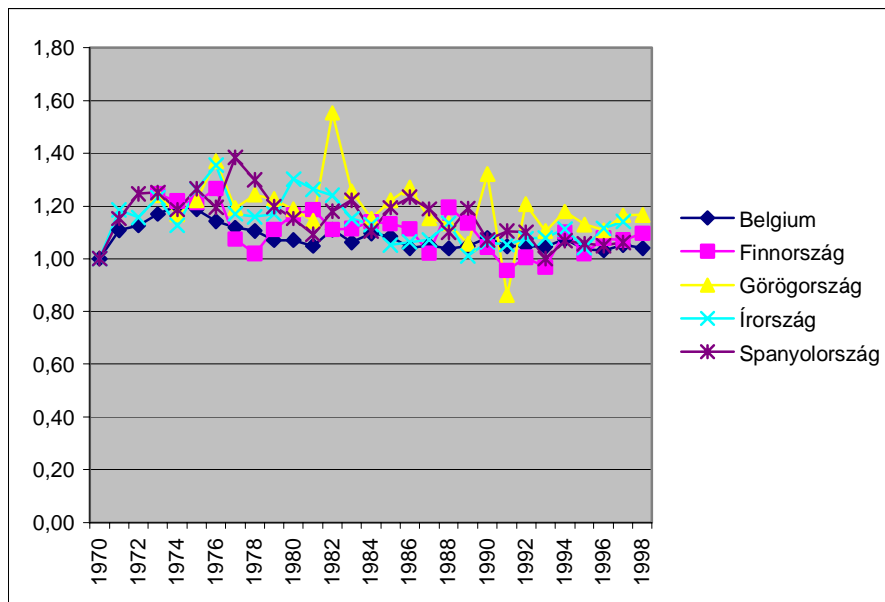
Egyedül Svédország esetében alakultak ki a megfelelő adóbeszedési jogosítványok helyi, illetve regionális szinten. Úgy tűnik ebben az időpontban Nagy-Britannia, Írország, Hollandia esetében nagyon alacsony mértékű a tényleges helyi autonómia. Spanyolországban bár változott a helyzet, nem lett jobb 1997-ben. A fiskális konszolidáció ezért szinte mindenhol gátakba ütközik, hiszen vagy központi szintről osztanak vissza pótlólagos forrásokat, amelyek egyúttal az igényeknek csak bizonyos szintű kielégítését teszi lehetővé, vagy lehetővé teszik a helyi és regionális önkormányzatok számára a hitelfelvételt, ami viszont az ország egészére nézve ellenőrizhetetlenné teszi a 3%-os fizetési mérleg hiány betartását. Igaz, a hitelfelvételről (amelyik országban erre lehetőség van) központi szinten születik döntés,

² Ausztria, Finnország, Írország, Hollandia, Svédország, Svájc, Nagy-Britannia esetében az adatok 1996-ra, Dánia, Görögország, Olaszország és Portugália esetében 1995-re, a többi ország esetében pedig 1997-re vonatkoznak.

ugyanakkor a normatív finanszírozás elégtelen mértéke miatt a régiók joggal tartanak igényt kiegészítő forrásokra.

3. *Az adótervezési lehetőségek beszűkülése.* Az állandósuló változások az adó alapján, mértékében, a beszedési jogosítványokban, illetve a kormányzati reagálás időbeli eltolódása ad-hoc jellegűvé teszi mind az állami feladatok biztonságos ellátásának valószínűségét, mind az adóharmonizáció mozgásterét, amint az a 3. ábrából, az adóbevételek növekedési rátájának alakulásából is kiderül:

3. ábra: Néhány európai ország adóbevételének növekedési üteme



Forrás: World tax database (www.wtodb.org) alapján saját szerkesztés. A bázisviszonyszámok alapja 1970.

Ha elfogadjuk azt a valós felvetést, hogy az adóbevételek a működéshez szükséges források előteremtésére (és nem tartalékok képzésére) szolgálnak, akkor az ábrából arra kérdésre kapunk választ, hogy a jövőbeni feladatok forrásigényét mennyire sikerül pontosan felmérni. Az ábrából kiderül, hogy néhány ország nem volt képes pontos terveket készíteni, emiatt az adóbevételek növekedési üteme nagy kilengéseket mutatott. Az 1990-es évek végére az országok sikereket értek el ezen ingadozások leszorításában.

1.2. Vállalatokat és háztartásokat érintő nemzetközi változások

4. *Versenyképesség fokozása.* Az Unió és a tagjelölt államok azonos célért küzdenek, eltérő kiindulási állapot. Bár ez a probléma valamennyi országot érint, eltérő válaszokat lehet ad-

ni rá: a tőke oda áramlik, ahol a legkedvezőbb feltételekkel fogadják, az általa kiváltott egymással való versengés azt eredményezheti, hogy negatív szinergia lép fel a gazdasági teljesítmények összehangolása helyett. Ugyanúgy, mint a monetáris politikában, így itt is szükség van a közösségi szintű koordinálásra. Kelet-Európában az 1989-es rendszerváltás után elindult el a felzárkózás. A versenyképesség növelése érdekében jelentősen csökkentették a társasági nyereségadó kulcsot, az átlagos adóteher pedig szintén csökkenő tendenciát kezdett mutatni. Általánosságban elmondhatjuk a gazdasági átmenet időszakáról, hogy a közvetlen adók mellett fokozatosan a közvetett adóknak is szerepet biztosított az állami feladatok finanszírozásában.

5. *Kontinentális munkamegosztás kontra szakképzettség területi differenciáltsága.* Ez a munkaerő alacsony mobilitása miatt okoz problémát. Az egységes európai piac tényleges létrejöttéhez új típusú munkamegosztásra lesz szükség, ami strukturális munkaerőhiányt fog eredményezni. Néhány ország már tett lépéseket a szakképzett munkaerő mobilizálása irányába, nem szabad azonban elfelejteni, hogy ez adóbevétel kiesést jelent majd más országok számára.

6. *Demográfiai változások.* Az európai társadalom öregedése a társadalombiztosítási és a nyugdíjbiztosítási rendszerre is nagy anyagi terheket ró. A tendencia megállítására valós lehetőségünk úgy tűnik nincs, mivel az ennek alapjául szolgáló jóléti irányba mutató társadalom költségei szigorú fiskális körülmények között megengedhetetlenek. Emellett fontos kihangsúlyozni, hogy a versenyképesség növelése sokkal inkább élvez közösségi prioritást, mint a demográfiai hanyatlás megfékezése, és így inkább a társadalombiztosítási terheket csökkentik az országok, mintsem, hogy még többet fordítsanak erre a célra.

1.3. Adóharmonizáció az ezredfordulón

Ahhoz, hogy a versenyképességet megőrizzék, az európai országoknak új alapra kellett helyezniük fiskális politikájukat. Mindenek előtt sokkal precízebb költségvetési tervezésre lett volna szükség, amihez azonban mérsékelni kellett a külső adóssághoz terhet, az ehhez kapcsolódó óriási, devizában lévő adósságszolgálati teher miatt. Ez utóbbit a 90-es évek közepére jól teljesítették az országok. A következő lépés az adójogszabályok oly módon történő átalakítása volt, amivel az ország gazdaságpolitikai céljai (például magasabb foglalkoztatottság, szociális helyzet figyelembe vétele a kisebb mértékű jövedelem redistribúció reményében) teljesülhetnek, anélkül, hogy adóversengést váltanának ki a többi országból. Az átstrukturálás során az adó alanyát, tárgyát és mértékét is harmonizálni kellett, illetve kell majd. Mivel az államháztartás bevételi oldalának átalakítása a bevételek abszolút összegét nem csökkentheti, így a módosítások miatt kieső bevételeket elképzelések szerint a tőkejövedelmek után fizetendő adók és a fogyasztási adók fogják pótolni, mivel ezeknél nem kell tartani a túlzott mértékű vállalati adókedvezmények torzító hatásától. A tőkejövedelmek után fizetendő adók többek között az opciós ügyletek, továbbá a részvény-, illetve részesedéstulajdonos magánszemélyek és vállalkozások fokozottabb adóztatásából származnak majd. Ez a fajta adópolitikai restrukturálás hazánkban egyelőre csak korlátozottan fejtette ki hatását, de az Unióban már tapasztalható jelei, illetve eredményei vannak. Az adópolitikai változások másik lényeges jellemzője, hogy a gazdaság szükségleteit messzemenőkéig figyelembe fogja

venni a jövőben. Az EU-ban különösen nagy hangsúlyt kap már jelenleg is a gazdaság önálló lábra állítására, ami a munkavállalókat terhelő terhek leépülését jelenti, mivel a néprétegek jövedelmi differenciálódása túl nagy méreteket ölt. A megoldást az jelentheti, ha valóságos engedményekkel ösztönöznék az állam a vállalkozóvá válást, ami által egyúttal a saját vállára nehezedő tehertől is megszabadul. Görögországban például az egyéni vállalkozók törvény adta kedvezményeikkel élve 15-37% társadalombiztosítási járulékot fizetnek (jövedelemtől függően), a munkavállalókat viszont egységesen 44% járulékfizetés terheli. Az ehhez hasonló engedmények más országokban is pozitív eredményekhez vezetnének, a legtöbb országban ezzel szemben a gazdaságpolitika negatívan diszkriminálja a hazai kisvállalkozásokat. Mivel azonban az egyéni vállalkozók és a mikro-, illetve kisvállalkozók tartós létformát testesítenek meg, szükség van arra, hogy ők is részesedhessenek a különféle kedvezményekből. A foglalkoztatási helyzet javításának szükségességét az Európai Unió is felismerte, és arra ösztönzi tagállamait, hogy jelentősen csökkentsék a munkavállalókat és a munkaadókat terhelő járulékokat. Annál is inkább kardinális kérdés ez, mivel ezen járulékoknak a GDP-hez viszonyított, adóbevételbeli igen magas arányát (kb. 31%-ot) semmi sem indokolja. A béreket terhelő munkaadói és munkavállalói járulékbévételek („payroll tax” és „social security contributions”) az EU országok esetében a GDP-nek kb. 12%-át teszik ki, szemben Csehországgal, ahol még 1998-ban is 16,9%-át tette ki. Érdekes tény, hogy Csehországban bár nagyobbak a bérre rakódó terhek, a társasági nyereségadó-bevétel is magasabb 0,4 %ponttal, ez azonban minden bizonnyal a lényegesen alacsonyabb személyi jövedelemadó hányadot hivatott csekély mértékben kompenzálni. Spanyolország esetében bár alacsonyabb az általános adóteher, arányait tekintve magasabb a munkaadókat és munkavállalókat terhelő adók relatív aránya. Belgiumot bár gyakran pozitív példaként említik, még az EU-átlaghoz képest is magas az adóteher. A társadalombiztosítási járulékfizetéssel kapcsolatos az a probléma, hogy minden európai országban korlátozva van a járulékfizetés mértéke, ami a szociális szükségleteket figyelembe nem véve a nagyvállalatoknak kedvez.

1. Táblázat: Néhány európai ország adóbevételeinek főbb jellemzői

<i>Főbb bevételi kategóriák aránya a GDP-hez képest 2000-ben³</i>	<i>Spanyolország</i>	<i>Belgium</i>	<i>Csehország</i>	<i>EU-átlag⁴</i>
Társasági nyereségadó	2,3	3,7	3,3	3,3
Munkaadót és munkavállalót terhelő járulék	12,0	14,1	17,0	13,0
Személyi jövedelemadó	7,3	14,1	5,2	10,0
Forgalmi adók	10,0	11,4	12,6	12,0
Egyéb adók	2,5	2,3	0,5	3,3
<i>Teljes adóbevétel a GDP %-ában</i>	<i>34,1</i>	<i>45,6</i>	<i>38,6</i>	<i>41,6</i>

Forrás: OECD alapján saját szerkesztés

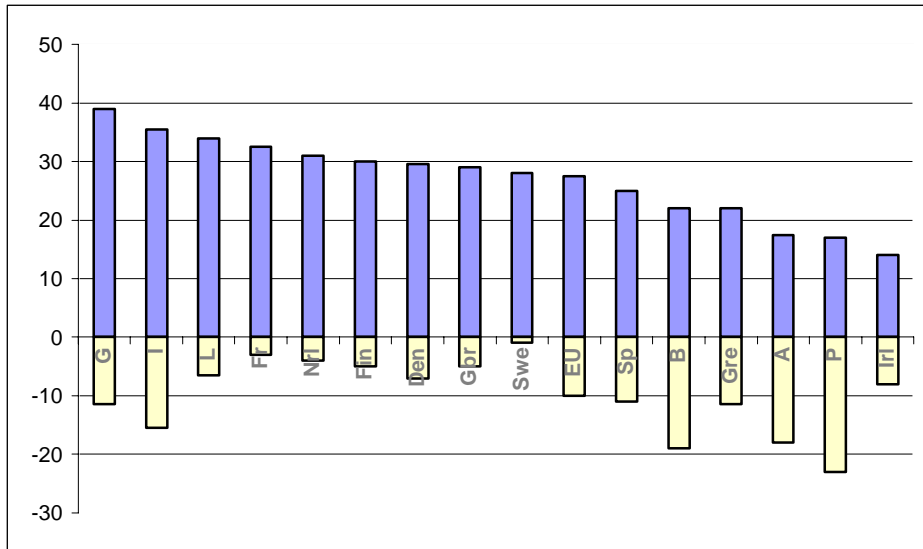
³ Csehország és Spanyolország esetében az adatok 1997. évre értendők

⁴ Súlyozatlan átlag, forrás: OECD

Az adókulcsok egymáshoz való közelítése önmagában nem jelent általánosan elfogadandó utat, mivel az egységes Európában a piacok közötti átjárás biztosított. A jövőre szólóan általánosan alkalmazandó elvnek tekintendő az adójogszabályoknak az adózók minél szélesebb körére történő kiterjesztése, illetve az adó tárgyának pontosabb definiálása. Így például Csehországban a fogyasztási adó a statisztikailag elkülönített 1506-féle termékcsoporthoz 428-ra nem vonatkozott, mivel azt a kormány társadalmilag nélkülözhetetlennek nyilvánította, és ezért szubvencionálta. Ezen termékek esetében valójában negatív adózás valósult meg. Ilyen, politikai alapú különbség tételre manapság nincs szükség, és a káros következmények tudatában nem is engedhető meg. A fogyasztási adók szerepének növekedése mellett szólnak azok a tapasztalatok is, melyek szerint semlegesek a megtakarításokra és a befektetésekre nézve, és nem tesznek különbséget hazai és import termékek között. Bár a technikai fejlődés révén az adókulcsok eltérése nem kívánt torzulást idézhet elő, ez főleg az Európai Unió peremvidékeit érinti. Összességében tehát indokolt a fogyasztási adókra történő nagyobb hangsúly helyezése a jövőben. Ezzel szemben aktuális és megfontolandó kérdésnek tekintendő a személyi jövedelemadó megállapítása során is a szociális helyzet figyelembe vétele a rossz anyagi körülmények között élő családokra. Több ország engedélyezi például a férj és feleség jövedelmének megosztását, ami által például azok a családok, ahol az egyik fél munkanélküli vagy bére a minimálbért alig haladja meg, jelentős kedvezményekhez jutnak alanyi jogon. Belgiumban a jövedelem eltérés mértékéhez kötik a jogosultságot: 30%-os eltérés esetén már engedélyezett a jövedelmek összevonása. Az igénybe vehető kedvezmény azonban korlátozott: 2001-ben éves szinten 7710 eurónyi adómentesítést lehetett elérni. Azokban az országokban, ahol az élettársi kapcsolat jogilag stabil alapokon nyugszik, azonos jogok illetik meg az élettársi kapcsolatban élőket a házastársi kapcsolatban élőkkel. Megfontolandó egy hasonló rendszer bevezetése nálunk is, például a lakáshitel esetében. Adótervezési szempontból a Kohéziós Alap országai, valamint az újonnan csatlakozó kelet-európai országok alacsonyabb jövedelmű rétegeinek vagyoni helyzetében jelentős változások következtek be a kilencvenes években. Spanyolországban az adókulcsokat és az ehhez kapcsolódó kedvezményeket 1998-ig évente csak csekély mértékben módosították, így az alacsonyabb jövedelemmel rendelkezők kevesebb kedvezményt tudtak igénybe venni. A bérek felzárkózását előtérbe helyezve a jövőben a kedvezményeket az alsóbb jövedelmi szintekre kell tervezni.

A tőkejövedelmek adóztatása szintén jelentős eltéréseket mutat az Európai Unióban. Mielőtt az adórendszer vállalatkategória szerinti aszimmetrikus jellegéről szót ejtenék, érdemes makroszinten is kielemezni az átlagos adóterheltség alakulását a kilencvenes évek elején. A következő ábrán az effektív társasági adó és az ehhez kapcsolódó kedvezmények országonkénti eltérő mértékét tekinthetjük át:

4. ábra: Tényleges effektív társasági adókulcsok és kedvezmények néhány országban



Forrás: OECD

Az ábra azt a nem várt következtetést engedi levonni, hogy az európai országok igenis előszeretettel élnek a vállalkozásélénkítés adópolitika adta lehetőségeivel. Megfontolást érdemel Belgium, Görögország Ausztria, Portugália és Írország példája, ahol szinte alig képződik ezen a címen bevétele az államnak. Az ilyen és ehhez hasonló célzatú adópolitika az adóharmonizáció jövőbeli eredményességét megkérdőjelezheti. Az adórendszerek ilyen mértékű eltéréseinek káros következményei azonban ismertek mind a szakemberek, mind a politikusok körében: a társasági adórendszer talán az egyik sarkalatos pontja a jövőbeli európai adóharmonizációnak. Az elmúlt években jelentős adócsökkentések történtek ezen a területen is, külön kiemelve a tranzakciós költségek leszorítására irányuló kormányzati erőfeszítéseket, az egyes adópolitikai változtatások vállalati versenyképességre gyakorolt hatásának kiértékelése azonban egyelőre úgy tűnik figyelmen kívül hagyja az adó alanyával kapcsolatos legfontosabb problémát, a vállalkozások méret szerinti megkülönböztetését. Az Egyszerűsített Vállalkozói Adóhoz (EVA) hasonló, a KKV-kat érintő egyszerűbb adózási követelmény nem egyedül nálunk: különféle adminisztratív és tényleges kedvezmények mindenhol léteznek, azonban ezeknek vagy nem tulajdonítanak kellő figyelmet, vagy a konkrét hatások nincsenek számszerűsítve. Az OECD jelenleg annak a lehetőségét keresik, hogy a mikro- és kisvállalkozások esetében a nyereségadó és társadalombiztosítási járulékfizetési kötelezettségeket vállalati szinten integrálják. A javaslattal maga az Európai Unió illetékes szervei is foglalkoznak, mivel számos eddig kevés figyelmet kapó területen bizonyulna hasznosnak. Ezen adóterheknek a vállalat méretéből következő eltérése a vállalkozások finanszírozásának lehetőségén keresztül ismét visszahat a nyereségessegre, aminek egyik legszembetűnőbb jele az, hogy az osztalékfizetés és a nyereség adóztatása egymáshoz viszonyított aránya jelentős eltéréseket mutat. Az európai országok ez alapján két csoportba sorolhatók alapvetően: az egyik csoportba azok az országok tartoznak, amelyekben magasabb az osztalékadó, és ezáltal nagyobb nyereséget realizálnak a vállalkozások, a másik csoportba pedig azok az országok,

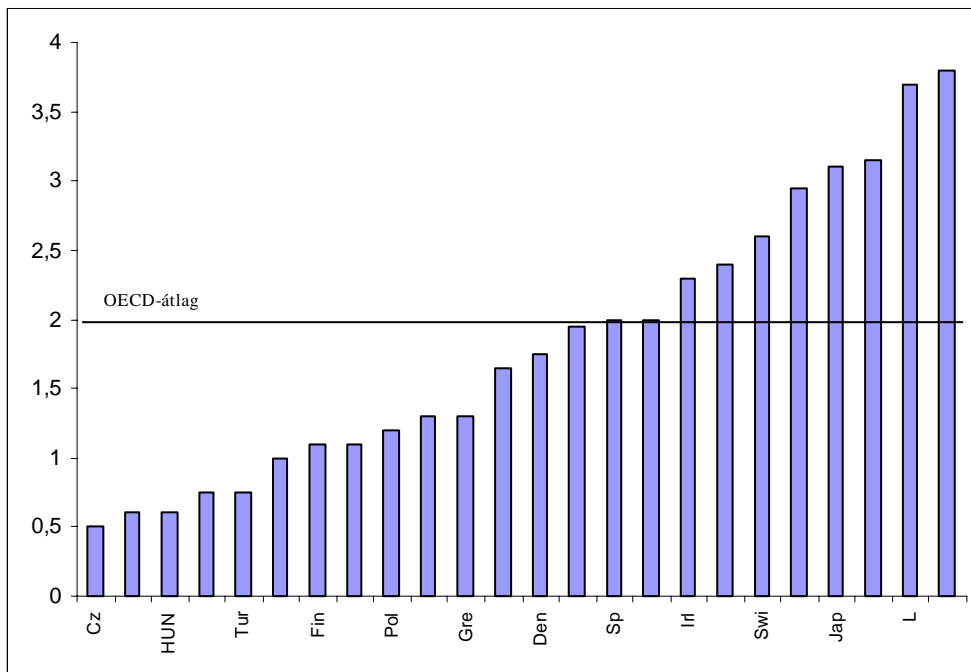
amelyekben a nyereségadó a magasabb. Amennyiben az együttes adóteher nem kiemelkedően magas, a részvényfinanszírozás preferált helyzetben van a bankhitellel szemben. Az induló vállalkozásokban az üzleti angyalok általi magvető tőkebefektetésnek így elvi akadálya nincs. Sajnálatos módon csak néhány európai ország esetén teljesülnek ezek a feltételek, és a magas együttes adóteher korlátozza a részvénykibocsátást, ráutalva a vállalkozásokat a klasszikus hitelfinanszírozásra. Ezen a területen pedig köztudott, hogy a nagyvállalatok előnyben vannak üzleti múltjuk, magas pénzügyi fedezetük, makulátlan banki előéletük miatt. A kisvállalkozások tehát ismételen előnytelen pozícióba kerülnek az adórendszernek köszönhetően. Indokolt lenne tehát alacsonyabb nyereségadó kulcsot megállapítani vállalati kategóriától függetlenül, hogy a visszatartott nyereségből történő finanszírozás nagyobb szerephez jusson. Itt említem meg, hogy a fogyasztási és forgalmi adók esetében viszont nem indokolt a vállalati méret szerinti megkülönböztetés, mivel az az adóelkerülést hivatott bátorítani. Az OECD 2002-ben felhívta tagállamainak figyelmét arra a vállalkozáspolitikai eszközre, hogy a vállalkozásokba történő befektetések kivonásának adóztatását tegyék a befektetési időtartamtól függővé. Eszerint a hosszú távú tőkebefektetést jelentős kedvezményekkel ösztönöznek, a rövid távú „meggazdagodni” szándékozó befektetői magatartást viszont többlettadóval sújtják, ami a vállalkozásfinanszírozás esélyegyenlőségének biztosításához nagyban hozzájárulna. Az esélyegyenlőtlenség egyik fő bizonyítéka az, hogy az adókedvezmények lehetőségével a kisvállalkozások egyáltalán nem tudnak élni: a legtöbb EU-országban alkalmazott társasági adórendszer – hasonlóan a magyarhoz – lineáris, amelyhez kapcsolódó adókedvezményeket a kisvállalkozások csekély mértékű éves árbevételük miatt nem tudnak igénybe venni (például vállalkozási jövedelem telephelyek közötti megosztása adómegettakarítási céllal). Ezen okok miatt az egyéni vállalkozói forma (bár nem minden országban létezik jogilag) kedvezőbb az adóeltitkolás lehetősége miatt, és ezen a helyzeten az egyéni vállalkozók magasabb személyi jövedelemadó kulccsal vagy társadalombiztosítási járulékkal történő diszkriminálása sem javít. Járható útnak a kedvezmény rendszer felülvizsgálata tűnik: mindenek előtt a befektetési adókedvezményeket kellene kiterjeszteni a kisvállalkozásokra, a nagyvállalatok esetében pedig korlátozni kellene, mivel ők képesek a jövedelmek átcsoportosításával növelni profitjukat. Felmerülhet a kérdés, miért ne változtassunk a rendszer linearitásán, és legyen inkább progresszív. Progresszív kulcsok alkalmazása a társasági adórendszerben korlátozná a nagy összegű befektetéseket, amelyekre a gazdasági növekedés érdekében kétség kívül szükség van. Belgiumban a 2002-es reform során jelentősen csökkentették a társasági adórendszer progresszivitását, a nyereség repatriálása esetén pedig adókedvezményt léptettek érvénybe a kisvállalkozásokra nézve, ami a részesedésfinanszírozás előtérbe kerülését sugallja. Csehországban sajnos úgy tűnik ezen a területen egyelőre nem sikerül konzisztens adópolitikát folytatni: az 1993-as társasági adóreform által kilátásba helyezett kedvezményeket 1998-ban a kormány felülbírálni kényszerült. Felmutatható eredmény itt egyelőre csak a gyorsított amortizáció és a 3 éves társasági adókedvezmény. A politikai kezdeményezésekre Csehországban a vontatottság a jellemző, ami gyakorlatilag a korábbi protekcionista szemlélet tovább uralkodása, és csak remélhetjük, hogy mi nem esünk majd ugyanebbe a csapdába.

A tőkejövedelmek adózásával kapcsolatos feladatok nem korlátozódnak csupán a társasági adóra, hanem az elsődleges, másodlagos és harmadlagos jövedelmekre (first, second, és third pillar savings) is kiterjednek. Ezek a jövedelmek már a magánszemélyekhez kapcsolódnak. Elsődleges tőkejövedelemnek minősül a kötelező nyugdíjpénztárba befizetett

összeg, másodlagos tőkejövedelem többek között az önkéntes nyugdíjpénztárba befizetett pénzek, harmadlagos tőkejövedelem pedig az önkéntes nyugdíjcélú megtakarítás és az életbiztosítási célú megtakarítás. Mint látható, eltérő adójogi szabályozás esetén az egyes nyugdíjcélú megtakarítás eltérő mértékben fog adózni, ami viszont az európai népek öregedése miatt túlzott mértékű forrásokat von el az államháztartásból.

Az államháztartás egyensúlyának kialakulása mellett a régiók versenyképességében is nélkülözhetetlen szerep jut a különböző szintű önkormányzatoknak. Nincs egységes elv az önkormányzatok finanszírozására, mivel eltérő népességű, illetve népsűrűségű területeken eltérő feladatokat kell ellátniuk. A feladatok decentralizációja általános tendenciaként jellemzi valamennyi európai országot, az ehhez kapcsolódó forrásdecentralizáció azonban lassan halad. Egy adószedési jogosítványokkal rendelkező helyi önkormányzat egyértelműen hatékonyabban képes az állami feladatok ellátására, az ország egészét érintő fiskális konvergencia azonban ezt lassítja. A helyi autonómia csekély foka számos országban (így Csehországban is) a reál értékbeli szinten tartást sem feltételezi. Jellemző helyi adók a vállalkozások iparüzési adója, és a vagyoadó, amelyek hazánkban is léteznek. A vagyoadó mértékének alakulását a következő ábra mutatja be:

5. ábra: A vagyoadó mértékének alakulása az OECD-ben



Forrás: OECD, 2000: 25

A sikereknél meg kell említeni Spanyolországot, aki a 2001. évi közigazgatási finanszírozási reform úgy próbálta növelni a helyi autonómiát, hogy az egyes szintekhez tartozó önkormányzatok költségvetését érintő kérdésekben előírta az előzetes kormányzati jóváha-

gyás szükségességét. A rendszer arra épült, hogy minden évben az önkormányzatok költségvetésének elfogadása előtt a kormányzat a források tervezett hiányának alapján meghatározza az általuk felvehető hitelek, és ezáltal az eladósodás nagyságát. Ezen túlmenően a törvény rögzítette, hogy az éven belül felvett hitelek nagysága nem haladhatja meg a tőkeműveleteket, illetve, hogy a felvett hitelek nem haladhatják meg az éves bevétel meghatározott mértékét (regionális önkormányzatoknál 25%-át, helyi önkormányzatoknál 30%-át). Spanyolország véleményem szerint nem csak emiatt tekintendő úttörőnek, hanem mert a feladatforrásmegosztás terén a rendkívül heterogén jellemzőkkel bíró régiókat érintő általános elveket fektetett le. Így az olyan elsődleges feladatok, mint a külügyek, védelem a teljes forrást biztosítja a központi kormányzat, a régiókbeli fejlesztések esetében pedig a régióknak az országos GDP-hez való hozzájárulása, a régió népessége és az 1 főre jutó jövedelem együttesen határozza meg a saját forrásbevonás mértékét. Ez a típusú finanszírozás előnyösebb, mivel a hagyományos személyi jövedelemadón alapuló újraelosztási szemléletet Castilla La Mancha és Extremadura tartományokra alkalmazva nagyobb éven túli volatilitást mutatott a kilencvenes évek második felében, mint a teljes ország személyi jövedelemadó bevételének éven túli volatilitása.

Gyakran elhangzik szakmai fórumokon, hogy az 1993-as Egységes Belső Piac létrejöttével az adóharmonizáció új szakaszába lépett, véget ért a „durva”, és megkezdődött az ún. „finomhangolás”. A kilencvenes években valóban minden ország rákényszerült, hogy felülbírálja korábbi társasági adórendszerét, egyelőre azonban úgy tűnik jelentős változások történtek, illetve történnek az adórendszerekben. A vélemények abban az egy dologban tűnnek megegyezni, hogy az általános adóterhet csökkenteni kell, nyilvánvaló azonban, hogy az önkéntesen (ezalatt értendő a tagország által) végzett adójogszabály-korrekció sokkal inkább sebezhetővé teszi az adott országot európai uniós társaival szemben, mintsem, hogy hasonló irányú lépéseket váltana ki belőlük is. A példával mégis élen kell járni, mivel sok országban arra vonatkozóan sincs kiforrott vélemény, mely irányba kell az adóharmonizációt terelni. A bérhez kapcsolódó adókról fokozatosan a tőkéhez kapcsolódó jövedelmekre helyeződik a tagállami adópolitika súlypontja, az átmenet azonban nem lehet túlságosan gyors: az adó alanyának, tárgyának, illetve mértékének harmonizációja elengedhetetlen ahhoz, hogy a változó gazdasági környezet keltette kihívásoknak megfelelően képesek legyünk a versenyképességet javító módon reagálni.

Felhasznált irodalom

- Halmosi Péter (2004) – Az Európai Unió közpénzügyei (egyetemi jegyzet). JATEPress
Options for reforming the spanish tax system (2000) OECD Working Paper, No. 249.
Taxation, SMEs and entrepreneurship (2002) STI Working Paper 2002/9 Industry Issues
Tax reform in Belgium (2003). OECD Working Paper, No. 354.
Tax systems in the European Union countries (2001). OECD Working Paper, No. 301.
The tax system in the Czech Republic (2000) OECD Working Paper, No. 245.
World tax database (www.wtdb.org)

Pénzügyi válságok a kilencvenes években – egy évtized tanulságai

Halmosi Péter¹

A kilencvenes évek elején a világgazdaságot több, súlyos pénzügyi válság rázta meg. A válságot bár egyesek előre látni vélték, nagyon sokakat meglepett. A szokásos előjelző mutatók nem minden esetben utaltak a „bad equilibriumra”, azaz „rossz egyensúlyra”. Számos szakember egyet ért abban, hogy teljesen új típusú válságokról van szó, amelyekre a jövőben fel kell készülni. A felkészülésben nagy segítséget jelent olyan kérdéseknek a tisztázása, mint a tőkeexportőr és tőkeimportőr országok felelőssége, és a nemzetközi pénzügyi intézmények szerepe. A tanulmány azt az állítást igyekszik megerősíteni, hogy a nemzetközi pénzügyi rendszer jelenlegi állapotában nem képes megakadályozni a válságokat, a válságok közben a múltban tanúsított tevékenységei pedig szintén vitathatók. A válságok súlyossága arra készítette a gazdasági élet szereplőit, hogy új nominális horgonyt találjanak maguknak, a váltás azonban nagy anyagi áldozatokkal jár. Kérdés, hogy ebben a helyzetben milyen magatartást tanúsítsanak a nemzeti államok kormányai.

Kulcsszavak: pénzügyi válságok, IMF, árfolyamrendszerek

1. Bevezető

Az 1990-es években több pénzügyi válságot élhetett át a világ lakossága. Ezek a válságok – bár egyesek előre látni vélték bekövetkezését – nagyon sokakat meglepett –, és azokat az 1929-es novemberi napokat idézte fel az idősebb, jó és rossz idők egyaránt megélt tőkésében, amikor is pillanatok alatt lettek hatalmas vagyonok a nullával egyenértékűek. „Az ablakokat kinyitották” mondták akkoriban, ez sajnálatos módon most is igaznak tűnt. Amennyiben Kuznyecov szovjet közgazdász középtávú ciklusainak folyamatos visszatérését empirikusan alátámasztott kutatások alapján igaznak fogadjuk el, kérdés miért ért sokakat ennyire váratlanul a bekövetkezett események láncolata. A válságok egyúttal felelősségi kérdéseket is felvetnek, amelyek tisztázatlansága hozzájárult a pénzügyi és gazdasági problémák időbeli elhúzódásához. A válság lecsillapodása után régi kérdések merülnek fel új megvilágításban. Ismét felvetődik az a keynesista kérdés, hogy vajon az állam éjjeli őr szerepe a gazdaság működésében kiterjedjen-e a válságok elkerülésére, illetve, hogy a tőkeáramlásnak a huszadik században bekövetkezett felduzzadása révén kétpólusúvá átalakult világgazdaság

¹ Halmosi Péter egyetemi tanársegéd, Szegedi Tudományegyetem Gazdaságtudományi Kar, Pénzügytani Tanszék

mely ország csoportját terheli fokozottabb ellenőrzési kötelezettség, illetve felelősség: a tőkeexportőr vagy a tőkebefogadó országok csoportját. A két ellenpólus közé ékelődő nemzetközi pénzügyi szervezetek felelőssége sem tisztázott mindazonáltal, mivel ők rendszerint igen kemény feltételekhez kötik a pénzügyi közvetítést. A következőkben a kilencvenes évek pénzügyi válságait, azok tanulságait, illetve ennek előjeleit igyekszem összefoglalni. A témával kapcsolatos nézetek nem szükségszerűen egyeztethetők össze egymással, ami arra utal, hogy a nemzetközi szakembereknek még időbe fog telni, amíg konszenzusra jutnak. Ennek a konszenzusnak a hiánya egyúttal a jelenlegi pénzügyi rendszer alapjait is megingatja, amit az arany múltbeli és jelenlegi gazdasági életben betöltött szerepének megváltozása is igazolni látszik. A Newsweek 1997-es számaiban gyakran olvashattuk azt a kifejezést, hogy „the bubble bursted”, azaz a mesterségesen felfújtt léggömb kipukkadt, magával rántva az egyébként kockázattal tisztában lévő befektetőket. Ez azt a feltételezést sejteti, hogy az arany, amely a modern hitelpénz megszületése óta normál gazdasági viszonyok esetén jellemzően kisebb szerephez jut, ismét növekvő forgalmat fog lebonyolítani. A következőkben a válságok áttekintése során arra a kérdésre keresem a választ, hogyan lehetne elkerülni a válságokat.

1994-ben Mexikót a piacorientált reformokat végrehajtó országok csoportjának első sikeres példajaként ünnepelte a világ. Márciusában a nemzeti valuta jelentős spekulációs támadást volt kénytelen elszenvedni, és a megpróbáltatások ezzel még nem értek véget. A kitört politikai botrány, és az azt követő sokk ellenére az emberek továbbra is bíztak abban, hogy alacsony infláció mellett a növekedés fenntartható lesz. Ami némileg árulkodó jelként mégis a fejük fölött lebegett az a deficites fizetési mérleg és a túlértékelt reálárfolyam volt. Ennek mértéke azonban nem volt olyan nagy, így ekkor még nem tulajdonítottak neki fokozottabb jelentőséget, és az utólagos elemzések sem marasztalják el emiatt Mexikó kormányzatát. A szakemberek a peso leértékelésétől gazdasági fellendülést vártak, éppen ezért a bekövetkező válság nagy megdöbbenést okozott. A márciusi spekulatív támadást novemberben egy újabb követte, amelyet követően a nemzeti valutát 15%-kal le kellett értékelni, a központi bank devizatartalékai pedig a minimálisan előírt 10 milliárd dolláros küszöb alá süllyedtek. A hatást gyakorlatilag valamennyi fejlődő ország érezte, hiszen a befektetők figyelme mindig egy nagyobb földrajzi régióra terjed ki, ami által egy ország gazdasági teljesítményének gyengüléséről hírt adó adatok az egész régióban bizonytalanságot keltenek. A mexikói válság súlyos következményeinek megoldása érdekében nemzetközi együttműködésre volt szükség. Mexikó földrajzi közelsége miatt jelentős gazdasági kapcsolatokat alakított ki az Amerikai Egyesült Államokkal, aminek egyik jele az volt, hogy a külföldi kölcsönfelvétel jelentős része dollárban történt. A válság kirobbanásakor a hazai valuta leértékelődése következtében a kormány mindenképp előtt a rövid lejáratú dollárban denominált kötvényeit nem tudta refinanszírozni, a magánszektor pedig a nemzetközi pénz- és tőkepiacra nem tudott kilépni. A mexikói lakosság tehát nem tehetett egyebet, mint hogy a hazai államadóságot refinanszírozta. Ez a válságos időszakokban nem áldásos feladat, hiszen a folyamatos létbizonytalanság miatt a lakosság is szeretné megőrizni vagyonának értékét. Mivel azonban a külföldi befektetők a külföldi valutában kibocsátott mexikói államkötvények iránt egyáltalán nem mutattak érdeklődést, és a pesoban kibocsátott kötvények hozamának emelése szintén nem növelte a kötvények forgalmát, a mexikói kormány csak a mexikói lakosságra támaszkodhatott, akinek a kezében viszont nem voltak jelentős devizatartalékok. A központi bank devizatartalékainak csökkenése egyenesen elvezetett a peso árfolyamának lebegtetéséhez. A refi-

nanszírozás biztosítása érdekében a hazai valutában denominált államkötvények hozamának megemelésére a kereskedelmi bankok is emelték a kamatokat. Ennek természetesen az lett a következménye, hogy lecsökkent a nyereségességük, a kintlévőségük pedig behajthatatlanná vált. A válságot ebben az esetben nem a fiskális deficit „elmonetizálása” okozta, mivel expanzív politika nélkül következett be a válság. A szakemberek a válság okaként utólag két dolgot szoktak megnevezni: első okként a pénzügyi egyensúlytalanságot, amelyet a rövid lejáratú tartozások és tartalékok közötti nagyságrendbeli eltérés okozott (ezért nem egyértelműen felelős a mexikói központi bank és a kormány, nemzetközi szinten kell a felelősséget megállapítani. Meg kell azonban említeni, hogy a jegybank belföldi hitelkereslet bővítő tevékenységének köszönhetően a csúcsidőszakban a rövid lejáratú kötelezettség/tartalék arány 5,5:1-hez volt, ami a kormányzati és banki kötvények hasonló mértékű kamatkülönbsőségéhez vezetett. Amikor pedig a jegybank sterilizációs lépésre szánta el magát, a politikai bizonytalanság is felerősödött.). Második lehetséges okként a befektetők viselkedését szokták megjelölni, akik gyakran pánikszerű magatartásukkal a célzott jegybanki intézkedési tervet felborították.

A pénzügyi krach viszonylag gyors lefolyású volt, és a kereskedelmi mérleg hamarosan passzívumról aktívumra váltott, a reálárfolyam pedig visszaállt az eredeti szintjére. Mexikó tehát sikeresen talpra állt, nem szabad azonban elfelejteni, hogy ehhez az Amerikai Egyesült Államok „önfelelő” segítségére is szükség volt. A két ország közti kicsiny földrajzi távolság és talán az etnikai hasonlóság az Államok déli területei között szoros gazdasági együttműködést eredményezett, ami odáig fejlődött, hogy az amerikai befektetők előszeretettel vásárolták a válság előtt a mexikói állampapírokat – gyakran nem is törődve a diverzifikáció szükségszerűségével. Amíg a válság jelei nem jelentkeztek, a kamatprémium miatt igen vonzó célterület volt Mexikó a pénzügyi befektetők körében. A válság azután az amerikai befektetőket annyira súlyosan érintette, hogy politikai lobbizás eredményeként kormányzati segítséget kaptak, így végső soron a befektetők az illikvid papírokért az amerikai adófizetőktől kaptak kártérítést. Bár egyszeri esemény volt, ennek tudata, vagyis, hogy az USA megmenti polgárai vagyonár, bármi is történjék, példa nélküli, és egy sor problémát vetett fel, amely a későbbi válságoknál is felfedezhető volt. A mexikói válság átvészelésének sikere részben annak volt köszönhető, hogy az árfolyam nem volt rögzítve. A tapasztalatok szerint a rögzített árfolyamrendszer a fizetési mérleg passzívumával vagy a reálfelértékeltiséggel párosulva ugyanis védhetetlen spekulációs támadást idéz elő. Mexikó esete kiemelendő, mert az árfolyam fenntartásához nem ragaszkodtak minden áron. A későbbi válságok esetén a kormány nagy jelentőséget tulajdonított az árfolyam szinten tartásának, ami egyúttal nagyobb veszteségeket eredményezett.

A mexikói válság kapcsán számos konklúziót le lehet vonni. Általános érvényű megállapításként elmondhatjuk, hogy hihető és fenntartható makrogazdasági politikára van szükség, amibe beletartozik az is, hogy a kormányzat óvatosan alakítja ki a rövid lejáratú adósság struktúráját, elkerüli a túlzott reálfelértékelődést, figyeli a tőkeáramlást korlátozó intézkedések eltörlésének sebességét (a lassabb eltávolítás sokkal hasznosabb), és megfelelő felügyeletet működtet a pénzügyi szektorban. Ez természetesen a mai napig nem teljesül a legtöbb országban, az IMF erre irányuló *Financial Sector Assessment Program* nevű kezdeményezése inkább csak az egyéni kutatásoknál, mintsem a gazdaságpolitikai döntéshozatalkor kiindulópont.

A mexikói válság a fejlődő országoknak csak egy korlátozott körében érezte hatását 1994-ben, az 1997-es távol-keleti válság azonban ennek a válságnak a folytatásának tekinthető. A válság kialakulását a korábbi közgazdasági modellek nem tudták megmagyarázni, ezért szakemberek ún. *harmadik generációs válságnak* nevezték el (az első generációs válságokat a költségvetési deficit tarthatatlansága, a második generációs válságokat pedig az árfolyamrendszer fenntartásának szükségessége, a munkanélküliség csökkentését célzó expanzió idézte elő). Az ázsiai válság – a mexikóival szemben – nyilván a földrajzi közelség révén is – jóval több országot érintett. A válság okaként a szakemberek magát az ázsiai csodát nevezik meg általában. A virágzó, felfejlődő gazdasági szakaszban ugyanis az intézményrendszer fejlődése nem volt elégséges. Intézményrendszeren értjük a teljes pénzügyi monitoringot ellátó szervezetek összességét, amelyek a válság idején (valójában azóta sem) voltak képesek a pénzügyi rendszer kockázatát csökkenteni. Az egyes nemzeti valutáknak a tőkeáramlás globalizálódása által kiváltott fedezetlensége bár gyanúként felmerül, a folyamat káros hatásainak megakadályozására nincsen lehetőség. A pénzügyi liberalizáció kiteljesedésével egy sajátos implicit garanciarendszer is kifejlődött a távol-keleti országokban, amely a rögzített árfolyamrendszerrel párosulva már jelentős kockázatot rejtett magában. A szakirodalom a sebezhetőség („vulnerability”) kifejezést használja a pénzügyi rendszer instabilitásának jelzésére. A sebezhetőség alatt valójában a fejletlenség, liberalizáció és az árfolyamrögzítés együttes meglétét értjük, ami előbb a válság bekövetkezésének kockázatát megnöveli, majd negatív sokkot vált ki. Ennek általános jelei az egyébként magas hozamok eltűnése, a külső és belső pozíció leromlása, illetve az árfolyamrendszer összeomlása. A távol-keleti válság idején a bankrendszer minden országban alulfejlett volt, a befektetők pedig a kormányzatban bíztak, hogy kimentí őket. A kormányzat természetesen normál körülmények között képes költségvetési megszorítások, és növekvő mértékű eladósodottság útján a befektetőknek mentővet nyújtani, és ezáltal a pénzügyi rendszerbe vetett bizalmat helyre állítani, ehhez azonban időben észlelni kell tudni a problémát. A befektetők azon várakozása, mely szerint a kormányzat képes és hajlandó őket kárpótolni, a pénzügyi válság kockázatát megtöbbszörözte. Az árfolyamrendszer azért és annyiban felelős a válság bekövetkezésében, amennyiben és amilyen mértékben a befektetők bíznak abban, hogy a valuta leértékelésére nem fog sor kerülni. Ez a magatartás jelentős összegű külföldi hitelek felvételéhez vezetett – amelyre ekkor már nem kötöttek fedezeti ügyletet az árfolyamkockázat kiküszöbölése végett. Jelen volt tehát a rendszerben – ez főleg a távol-keleti országok példájánál volt kiemelkedő – egy olyan várakozás, amely akár rövid távon is a teljes bizalom megingásával járt együtt.

A sebezhetőségen a pénzügyi válságokkal foglalkozó szakirodalom azt érti, hogy a fundamentumok megváltozása nélkül a gazdasági egyensúly más szinten alakul ki. Ázsiában a sebezhetőség oka a pénzügyi közvetítő rendszer fejletlensége volt, amihez szorosan kapcsolódott a kereskedelem és pénzügyi szolgáltatások liberalizálása. Ez egy teljesen új pénzügyi rendszer kialakulásához vezetett. A korábbi pénzügyi rendszer ugyanis a helyi megtakarításokat szívta fel, és juttatta el hitelként az exportra termelő vállalatoknak. A fejlődés előrehaladtával ezekben az országokban is kialakult a bankszektor, és ennek kapcsolódásai a helyi vállalkozásokhoz. Ekkor már azonban külföldi tőkebevonásra is sor került a bankrendszernek köszönhetően. A válság előtti időszakban a bankok zöme állami tulajdonban volt, ami hozzájárult a külföldi tőkebefektetők hazárdőr viselkedéséhez, akik bíztak abban, hogy az állam saját bankjainak betéteseit meg fogja védeni. Nem csak a külföldi befektetők bíztak

az állam őrszerepében, hanem a bankok is, amelyek ezután a jövedelemcsökkenés valószínűségét alulbecsülték, még akkor is, ha az általuk finanszírozott vállalkozások tőkeáttétele magas volt. A hirtelen jött tőkebevonási lehetőség mindenki számára csábítónak tűnt, és ebben az a pszichológiai tényező is szerepet játszott, hogy más a régió valamennyi országának bankjaival, vállalataival együtt versenyben álltak.

A liberalizáció egy olyan lehetőséget-fenyegetettséget jelentett valamennyi, a válságban érintett távol-keleti ország számára, amely ördögi körként hatott. Itt megkérdőjelezhető a teljes liberalizáció hasznossága (Calvo és Mendoza, 1998). A pénz- és tőkepiacok megnyitásával a külföldi valutában denominált kötvények (lehet állam- vagy vállalati) magasabb hozammal kecsegtették a befektetőket, hogy ellensúlyozzák az ország kockázatát. Ez azután befektetési „boomot” indított el, aminek következtében a munkaintenzív termékek exportja megnőtt, de felléptek méretgazdaságossági előnyök is, illetve a technológiai transzfer tovább javította a vállalkozások versenyképességét. Ez öngenerálóan hatott a befektetések alakulására, segítette a stabilitást, ami hamarosan a kockázati prémium csökkenéséhez vezetett. Calvo és Mendoza szerint a kockázati prémium lecsökkenésével az adott ország még mindig vonzó befektetési lehetőséget szeretne kínálni a tőketranszfer szinten tartása érdekében, aminek egyik sajátos távol-keleti megnyilvánulási formája a korlátlan állami garanciavállalás volt. Bár a kockázati prémium lecsökkent, továbbra is magasabb hozamot kínáltak az értékpapírok, mint a fejlett pénzpiaccal rendelkező országok esetében. Ezek a kevésbé kockázatos országok adtak és adnak otthont a tőkeexportőröknek, akik folyamatosan keresik a világban a legjobb alternatív befektetési lehetőségeket. Mivel a tőkebefektető figyelmét alapvetően a hozam és a kamat együttese határozza meg, így tulajdonképpen saját személyes preferenciájuk alapján döntenek. A távol-keleti országok az implicit garanciavállalással – ez nem törvényben vagy egyéb módon kinyilatkoztatott garanciát jelentett, csupán a pénzügyi szektor állapotából fakadó sajátosságok összességének tekinthető – megteremtették az akkori legjobb kockázattal és hozammal járó befektetési alternatívát. Ha belegondolunk, hogy a tőkebefektetések mennyire kis létszámú befektetői kör kezében koncentrálnak, akkor beláthatjuk, hogy óriási tőkemozgások történtek a válság előtti időszakban, és, hogy az intézményi befektetők dominanciája miatt ez mennyire instabillá tette a világ pénzügyi rendszerét. Ezt akkori valószínűleg csak kevesen kezelték a fontosságának megfelelően, mivel a deficites fizetési mérlegű országok számára a döntő szempont a fizetési mérleg hiányának befoltozása, és a nemzetközi porondon való előnyösebb megjelenés volt. Krugman a kialakult helyzetért a korlátlan és időben elhúzódó állami garanciát tette felelőssé, ami az állami devizatartalékok feléléséhez vezetett, ugyanakkor leszögezte, hogy nem lehet kizárólag a tőkebefogadó országot, annak politikai-gazdasági vezetőit felelőssé tenni, hanem sokkal inkább a nemzetközi szinten forrást kihelyező, és a fejlődő országokba tőkét exportáló bankoknak, illetve multinacionális vállalatoknak kellene több figyelmet fordítaniuk a pénzügyi rendszer kockázatának felmérésére, bekalkulálva a vissza nem fizetés kockázatát. A felelősség tehát megoszlik, és az erőegyensúly hiánya miatt egyoldalú vesztesei vannak a hazardírozó viselkedésnek. Mivel az erőviszonyok a fejlett piacgazdasággal rendelkező országokat segítik, a válság elkerülésének lehetősége a tőkeimportőr országok oldalán lett volna lehetséges. Az általuk vállalt korlátlan állami garancia tőke-akkumulációhoz vezet az országban, és „bad equilibrium”-ot, azaz „rossz egyensúlyt” eredményezett. Az ún. „good equilibrium” alatt azt az állapotot értjük, amelyben a magasabb kamathozamok visszatükrözik a kockázatot, így csökkentik a régióba irányuló tőkebefektetések volumenét és az államokra nehezedő terhet is. A „jó egyensúly”

esetén az állam egy esetleges sokk bekövetkeztekor még helyt tud állni, azaz a válság kezelésének költségeit (a bankszektor konszolidálását, a betétesek kártalanítását, továbbá a tőke kivonásakor a külföldi valutára történő átváltás sterilizálási költségeit) saját devizatartalékai-ból fedezni tudja. „Rossz egyensúly” esetén ezzel szemben a devizatartalékok látható eredmények nélkül vándorolnak át a külföldi tőketulajdonosok zsebébe, akik bár ugyan szintén veszítenek, az ország számára nem jelentenek megkönnyebbülést. A kormányzati garancia-vállalási politikának („bailout policy”) a bejelentése az országban a kamatlábak lecsökkenésével, a régióban azonban a hitelállomány felduzzadásával járt. Általánosságban, ha a gazdaság a rövid távú „jó egyensúly” irányába tart, megnő a hosszú lejáratú tőkebefektetések állománya is, ami a stabilitást fokozza, azonban nem segít elkerülni a válságot. Amennyiben ugyanis a kormányzat ígéretének megszegésére kényszerül, azonnal hiteltelenné válik a gazdaságpolitika és a befektetések összeomlanak. A távol-keleti válságoknál is szükségszerűen előfordult, hogy a kormányzat feladta saját korábbi árfolyam célkitűzését, és ez akkor a bizalom elvesztése következtében a tartalékok szintjétől függetlenül öngeneráló helyzetet teremtett, lehetetlenné téve a válságból való fájdalommentes kilábalást. Különbség van természetesen a között, hogy vannak-e még tartalékok az országban vagy nem, hiszen minél korábban adják fel az irreális fiskális célokat, annál kisebb lesz a válság számszerűsíthető kára. A gazdaságpolitika szavahihetősége tehát lényeges kérdés a pénzügyi-gazdasági válságok tanulmányozásakor, azonban önmagában még nem segít elkerülni azt. Vezető közgazdászok egyetértettek abban, hogy nagy figyelmet kell fordítani a befektetések időtáv szerinti struktúrájára. A pénzügyi-gazdasági válságok elkerüléséhez az államoknak a hosszú lejáratú befektetések növelését kell célul tűznie, ami azután egészségesebb gazdasági légkört fog eredményezni.

Felmerülhet a kérdés, milyen nominális horgonyt válasszon a központi bank és a kormányzat, amely válságokat idején előre jelezni képes. A folyó fizetési mérleg helyzetének folyamatos figyelemmel követése bár fontos jelzésértékkel bír (ennek figyelmen kívül hagyását gyakran kritikaként fogalmazzák meg általánosságban), a távol-keleti válság során azonban kiugróan magas hiány csak két országban volt tapasztalható: Taiföldön a GDP-hez viszonyítva 8%-a, Malajziában 6% - a többi országban ennél kisebb volt a hiány! A reálárfolyamon mért versenyképesség hasonlóan változó képet mutatott a Távol-Keleten: Indonéziában, a Fülöp-szigeteken és Hong Kongban több mint 10%-kal csökkent, Szingapúr, Taiföld és Malajzia esetében 10% alatt volt a visszaesés, Korea és Taiwan esetében viszont egyáltalán nem volt csökkenés. A nominális árfolyamváltozás mellett 1997-1998-ban aggasztóbb volt a kínai import-növekedés (a jüan leértékelődése miatt) és a japán gazdaság recessziója, amely itt nem exportversenyhátránynak számított, hanem a belső piac részeként az egész régió versenyképességét rontotta a külső befektetők szemében. Korea példája kiemelendő a többi ország közül, mert itt a független minősítő ügynökségek a bankok pénzügyi nehézségeit feltárták, de ez az elkészített minősítésekből nem derült ki, és így nem változott időben az ország kockázati megítélése. A minősítő cégek ugyanis továbbra is bíztak a kormányzat garancia-vállalási képességében, azóta is kérdés maradt azonban, hogy a kormány megelőző és az aktuális időszakos költségvetési megszorító intézkedései láttán mire alapozták ebbéli reményüket. Taiföldön a törvényi költségvetési megszorítások már az 1980-as évek elején elkezdődtek, a devizatartalékok felhalmozása érdekében. Talán a nagyobb devizatartalékok vélelme is hozzájárult ahhoz, hogy kevésbé kockázatosnak ítélték az országot a külföldi tőkebefektetők. A valóságban azonban a kinyilvánított megszorító stratégia ellenére sem sikerült

kellő devizatartalékokat felhalmozni, a rögzített árfolyamrendszer pedig ezeket a csekély tartalékokat is hamar felemésztette. Amit fel kellett volna ismernie az ázsiai országoknak az az, hogy az árfolyam nem jó nominális horgony válságos időkben. Sokkal indokoltabb ilyenkor az infláció leszorítását célul tűzni, ehhez azonban független központi bankra van szükség. Amennyiben a jegybank minden szempont szerinti függetlensége nem biztosított előre, a válság idején nincs elegendő idő kivárni ezt. A szavahihetőség gyors megteremtése helyett Ázsiában csupán az a lehetőség maradt, hogy egy olyan árfolyamot tartsanak fent, amely a devizapiaci várakozások alapján több árfolyamszinten is kialakulhatott.

Mexikó esete bár a fizetési mérleg hiánya észrevehető volt, jobb híján inkább az árfolyamrendszer kontroll lehetőségét vetette fel. Ennek fenntarthatatlansága hiteltelen gazdaságpolitikához vezetett (a Távols-Keleten ehhez járult még az állami garanciavállalás), amely fokozta a tőkekiáramlási pánikot. Az árfolyamrendszer megválasztása tehát előre predesztinálja a válság bekövetkezésének valószínűségét, illetve a korrekcióra fordítandó állam által viselendő költségek nagyságát. A rögzített árfolyamrendszer az egyébként hasznos, ugyanakkor költséges fedezeti ügyletek kötésének szükségszerűségét feleslegessé teszi, sőt előrevetíti az implicit garanciavállalást, ami spekulációs támadásnak teszi ki a valutát. Az árfolyam tarthatatlansága miatt végül a válságok idején előbb vagy utóbb, de mindenképpen sor kerül a nemzeti valuta leértékelésére, és így a külföldi valutában fennálló tartozás felértékelődésére.

2. A pénzügyi rendszerrel kapcsolatos problémák. A reformok szükségessége

Az a tény, hogy pénzügyi válságok léteznek szinte minden befektetőt és szakembert aggaszt. Még sajnálatosabb az a lassan empirikusan is igazolható megállapítás, hogy egyre kevesebbet vagyunk képesek tenni ennek elkerülésére. A különféle értékelő-ellenőrző rendszerek az elmúlt évtizedben nem fejlődtek kellő gyorsan, így a nemzetközi pénzügyi rendszerben egyre több rés képződött, amit egyre több intézményi befektető akar kihasználni, kockára téve a rendszer valamennyi szereplőjének létét, működését. David Korten klasszikusnak tekinthető művében egyenesen odáig megy, hogy elfajzottnak nevezi a pénzügyi rendszert, ami arra utal, hogy a pénzek felett diszponáló személyek – hiszen előbb-utóbb minden döntést visszavezethetünk néhány konkrét személyhez – felelőtlen magatartásának következményeit érezzük mindenhol a világon. Eme gondolatmenet bár revolucionista érvelésnek hat, nagyon jól meglátja, hogy a pénzügyi élet hatalmának növekvő koncentrációja, és az ezt korlátozni hivatott nemzeti protekcionista intézkedések keményen összeütköznek egymással, ugyanakkor a nemzetek feletti érdekek dominanciája eldönteni látszik az összeesést. A dollár aranyra való átváltásának megszüntetésével a valuták értékhez való kapcsolódása megszűnt. Az 1970-es évek óta ennek megfelelően a pénz és az értékteremtés elvált egymástól, és az egyes országok jelentős mennyiségű külföldi valutát halmoztak fel, amely egyúttal saját nemzeti valutájuk fedezetévé vált. A kormányzatok gazdaságélénkítő politikájának köszönhetően óriási mennyiségű pénzek áramlottak a gazdaságba, amelyre a korábbi elvek szerint nem lett volna lehetőség. A hitelexpanzió egyben újabb problémát is generált: a banki hitelezési tevékenység kontrolljának hiányát, amely a világgazdaság liberalizációs irányváltásából következett. A banki tevékenység kontrolljának tökéletlensége bankcsődök-

höz, és általános bizalomvesztéshez vezetett, amely egyúttal arra is kényszerítette a bankokat, hogy óvatosabbak legyenek, és lehetőleg koncentrálják befektetési döntéseiket. A világ-gazdaság pénzügyi folyamatainak alakulásáért nem lehet csak a bankokat hibáztatni, hiszen éppúgy felelősök érte a nyugdíjbiztosító társaságok, mint a gyakran magánkézben lévő befektetési társaságok (például a Quantum Fund), amelyek a világméretű tőkekoncentráció kiváltotta lokális forráshiány miatt egyre magasabb hozamot kínáltak ügyfeleiknek. A befektetők várakozásai ennek megfelelően átalakultak. Lerövidültek a befektetési időtávok, hiszen a befektetők azonnal szeretnének nyereséget elérni, és csak az ennek megfelelő befektetési alternatívákat hajlandók elfogadni. Ennek az a következménye, hogy a pénz mennyisége többszörösen meghaladja a termelő beruházási lehetőségek értékét, az elvárt hozamok pedig messze felülmúlják a termelő beruházások hozamát. Joel Kurtzman, aki hoszú ideig a Harvard Business Review szerkesztője volt, a különbséget kb. 20-50-szeresre teszi, és a pénzügyi innovációk, mint az opció, arbitrázs lehetősége szerinte tovább fokozzák a helyzetet. Az érték nélküli pénzteremtés két módon mehet végbe: az egyik mód a bankrendszer pénzteremtő mechanizmusa, amihez az is hozzájárul, hogy a külföldi fizetőeszköz után nem tartalékot képeznie a bankoknak, így ennek kihelyezésére nem létezik törvényi megszorítás. A másik mód, amely lehetővé teszi a „lufi felfújódását”, a spekuláció. Itt a vagyontárgyak piaci értéke a várakozások hatására növekszik meg, a belső érték azonban változatlan marad. Egy ilyen helyzetben nyilvánvaló, hogy csak a forráskivonó típusú befektető érezheti magát biztonságban, azáltal, hogy a felhalmozott megtakarításait gyorsan más piacokra mentik át. Ezek a fedezeti alapok valójában a központi bankoknál többszörösen nagyobb hatást tudnak kifejteni. Ezt az a tény támasztja alá, hogy a kormányzatok egy nap alatt hozzáférhető tartalékai 1994-ben 14 milliárd dollárt tettek ki, a napi spekulatív tőkemozgás viszont 800 milliárd dollár volt (Korten, 1996). Mexikó esetében az amerikai kormányzat kisegítette ugyan a mexikói államkötvény-tulajdonosokat, erre azonban nem lehet folyamatosan számítani. Amíg nincs egységes és hatékony pénz- és tőkepiaci szabályozás, illetve a tőkés országok érdekei dominálnak a nemzetközi pénzügyi szervezetekben, addig tényleges megoldás nem fog születni. A nemzetközi pénzügyi rendszer szabályozatlansága sajnálatosan tovább bátorítja a spekuláns befektetéseket. A fúziók számának megszorodása a társadalmilag el nem fogadható esetekben is a pénzügyi rendszer támogatása révén történik. A közreműködésnek tehát vannak súlyos erkölcsi kérdései is, a terheket azonban a társadalomnak kell viselnie.

A nemzetközi pénzügyi rendszert érő támadások, kritikák már az 1980-as években megjelentek, csak akkor a fejlődő országok gazdasági helyzete adott okot a véleménynyilvánításra. Ezekről a többnyire adósságválságokról kevesebbet beszélünk manapság, talán azért is, mert nem éreztük annyira a saját bőrünkön. A nemzetközi pénzügyi rendszer reformjának szükségességére két jel van (Fischer, 1999): 1. a nemzetközi tőkeáramlás „gyűlékonyasága”, amely a fejlődő országok piacaira irányul, és ezáltal súlyos sokkhatásnak teszi ki ezeket az országokat, 2. a rendszer fertőzöttségre utaló jelek. Kétségtelen, hogy a rövid lejáratú tőkeáramlás rendkívül kártékony volt a világ gazdaságra az elmúlt 2 évtizedben. A kártékonyság elsősorban a fejlődő országokat sújtotta, ahol ennek köszönhetően számos bank és/vagy valutaválság súlyosbította az egyébként sem virágzó gazdaságot. A végrehajtott reformok következtében az érintett fejlődő országokban megnőtt a „spread”, azaz a betéti és hitelkamatláb közötti különbség, nehezebbé téve a külföldről felvett hitelek visszafizetését. A reform gondolata tehát megérett, viszont a probléma tisztázásában nem egyedül a fejlődő (tőkebefogadó) országok érdekeltek, hanem mindenki, tehát a fejlett (tőkeexportőr) országokra, tovább-

bá a nemzetközi pénzügyi intézményekre is ki kell terjeszteni. Ennek az is okot ad, hogy eltérő jellegű ezen szereplők felmerülő felelőssége.

A tőkebefogadó országok bizonyos fundamentumok megválasztásával képesek hozzájárulni a válság megelőzéséhez, illetve esetleges bekövetkezése esetén annak mihamarabbi megszüntetéséhez. Általános érvényű megállapítást mindazonáltal nem minden kérdésben és nem minden ország esetében lehet tenni.

1. Az árfolyamrendszer megválasztása. Ehhez csak az optimális valutaövezet elmélete nyújthat némi támpontot, egyébként az ország inflációs történelme az irányadó. (Úgy gondolom, a kelet-közép-európai átmeneti gazdaságok esete jó példát szolgáltatott erre, hiszen a lengyeleknél 1990 januárjától a dollárhoz való rögzítés volt az árfolyamrendszer alapja, majd a csúszó leértékelés („crawling peg”) egészen 1995-ig, ezt követte az ún. „crawling band”, ahol a sávot értékelték le időnként, végül 2000-től lebegő árfolyamrendszerre („floating”) váltottak. Hasonló példát követett Magyarország és Csehország is, amiből levonhatjuk a következtetést, hogy az árfolyamrendszer fontos kérdése volt a monetáris politikának, és a nemzetközi elismertség reménye vezérelte a döntéshozókat, amikor a módosításról döntöttek.) Fischer szintén azon a véleményen van, hogy az elmúlt évek krízisei a fix árfolyamrendszerű országokat sújtották leginkább. Szerinte a tőkeszámlával rendelkező országok a jövőben inkább a rugalmas árfolyamrendszert fogják preferálni, ha pedig mégis rögzítenék a hazai valuta árfolyamát, akkor az ún. „currency board” megoldást fogják választani, ami lehetővé teszi a beavatkozást. A kevésbé fejlett országok számára továbbra is marad a csúszó leértékelő árfolyamrendszer, de mindezek az országok kitűzött céljainak és hagyományainak függvényében változhatnak. Hosszabb távon vélhetően valutablokkok, valutauniók fognak csak létezni kevés valutával.
2. A bankrendszer állapota, helyzete. Ez minden válságnál tanulságként fogalmazódott meg az eddigiekben. A tapasztalatok szerint a válságok mögött a bankrendszer gyengesége áll. Emiatt a Nemzetközi Valutaalap (IMF) az ázsiai válságot követően nagy hangsúlyt fordított a bankrendszer átstrukturálására, válságokra való felkészítésére (bankszakemberek célirányú képzése, felügyeleti rendszer megerősítése). Fontos szerep jut ezen túlmenően a külföldi versenytársaknak, amely nem kártékony, hiszen a belföldi bankrendszert segítenek stabilizálni, a tőkepiacot pedig megerősíteni.
3. Információval való ellátottság. A válságok bekövetkezésének valószínűségét ez is csökkenti, ugyanakkor egy esetleges válság esetén az információval való ellátottság fokozása szignifikánsan nem javítja a kilábalási esélyeket. Bár az IMF felállított egy Speciális Adatszolgáltató Rendszert, amely az egyes országok külső adóságának alakulásáról, szerkezetéről is tájékoztatást ad, válság közben ez sem jelent kimenekülési utat.
4. Vállalati irányítás („corporate governance”) megerősítése. Az ázsiai válság esetén túl nagy volt a külföldi vállalatok tőkeáttétele, ezt azonban a pénzügyi szektort felügyelő hatóságok nem vették figyelembe, másrésztől azonban vállalati oldalról sem figyeltek oda rá eléggé. A nagy távol-keleti cégek, amíg az állam garanciát vállalt a külföldi

kölcsönökért, óvatlanok voltak. Ezt elkerülendő, a jövőben hatékonyabb auditálási és számviteli standardokra, csődjelzási szabályokra van szükség (ezt minden országra nézve kötelezően előírhatnánk, a számos amerikai multinacionális cégnél nemrégén feltárt óriási összegű számviteli csalások miatt). A nagy tőkeáttételre alapozott stratégia alapján nem helytelen, de csak válságmentes időkben lehet eredményes.

5. *Tőkeáramlás megakadályozásának, szabályozásának lehetősége.* Tapasztalatok szerint a nagyobb devizatartalékokkal rendelkező országok sikeresebbek voltak a válságok kezelésében, ezért valószínűsíthető, hogy a jövőben minden ország igyekszik nagyobb tartalékokra szert tenni. Ezt maga az IMF is célként tűzte ki. Lényeges tény viszont, hogy a kormányzati megszorítások ne keltsenek hamis látszatot a befektetők körében (Taiföld esete). Speciálisnak volt tekinthető Argentína helyzete, aki tartalékait a magánszektortól felvett hitelekkel igyekezett kiegészíteni – valószínűleg csupán átmeneti sikerrel. Malajzia egy teljesen eltérő gyakorlatot honosított meg: a rövidtávú tőkeáramlást korlátozta az állam, szintén rövidtávon érve el sikert, mert a tőkebefektetők a valószínűsíthető hasonló döntésektől félve egy ideig elkerülték az országot. Az IMF álláspontja ezzel kapcsolatosan az, hogy a tőkeáramlást csak fokozatosan lehet megszüntetni, erős fizetési mérleggel és stabil pénzügyi rendszerrel párosulva.

A tőkeexportőr országok részéről általánosan megfogalmazható kritika a fejlesztési politika meghatározása. A termelő kibocsátás 2/3-a ezekből az országokból származik, tehát nem lényegtelen, milyen prioritások mentén alakítják ki a fejlesztési politikát. A pénzügyi mutatók alapján ezt eddig sikeresnek tekinthettük, az 1998-as válság már azt jelezte, hogy nem tökéletes az általuk meghirdetett gazdaságfejlesztési politika. Az amerikai és európai befektetők elveszítették a piacokba vetett bizalmukat, igyekeztek befektetéseiket visszavonni, azért, hogy a mérlegen belüli pozíciójukat megerősíthessék. A mérlegen kívüli tételek elszaporodását valószínűleg a nem megfelelő jogi szabályozás tette lehetővé, ezért indokolt lenne a nagy tőkeáttételű (multinacionális) cégeket fokozottabban ellenőrizni. Ugyanígy célszerű lenne megkövetelni, hogy az adott országban a „spread” mértéke tükrözze vissza a nemzetközi standardoknak való megfelelés mértékét. Ezt részben a tőkeexportőr országok oldaláról kellene szabályozni: amennyiben nem felel meg a fejlődő ország az elvárásoknak, az odairányuló befektetést korlátozni kellene. Természetesen önkéntes korlátozásról itt szó sem eshet. Ha a reformintézkedések következtében mégis korlátozni lehetne a válságok bekövetkezésének valószínűségét, kérdés maradna továbbra is, hogy mennyire szolgálna ez a jólét növekedését az érintett országokban, akik a külföldi tőkére folyamatosan rá vannak szorulva.

A nemzetközi pénzügyi intézmények feladata – amit hivatottak lennének ellátni – a tagországok gazdaságának megerősítése, a nemzetközi tőkeáramlás elősegítése, a pénzügyi rendszer megerősítése és a koordináció javítása. Az elmúlt időszakban számos elvet, standardot, dolgoztak ki, illetve bizottságot hoztak létre. A fejlődő országok valós helyzetük feltárásával sebezhetőbbnek tűnhetnek a tőkebefektetők szemében, mint eddig, ezért kevésbé „őszinte” adatokat szolgáltatnának. A fenti folyamatok a tagországokat egyre jobban kötelezi a nemzetközi pénzügyi intézmények által nyújtott segítségért cserében. 1999-ben az IMF meghirdette az ún. „Contingent Credit Crunch” elvet, ami a hitelezési politikában bekövetkezett változást mutatja. Ennek megfelelően csak a standardoknak történő megfelelés esetén

lehet a szervezet pénzügyi segítségét igénybe venni. Ez azonban nem hogy javítaná, inkább tovább rontja a fejlődő országok pénzügyi-gazdasági önállósodási törekvését.

Az 1980-as évek adósságválságai idején az IMF nyomást gyakorolt a belföldi bankokra, hogy kamatkorrekcióval segítsék a jegybankot. Az ilyen, követelményeket támasztó-kikényszerítő magatartás a nemzetközi pénzügyi intézmények részéről egyrészt a pénzügyi stabilitást súlyosan veszélyezteti, másrészt tényleges eredmények nélkül marad. Megfontolandó egy olyan megközelítés, amely partnerként kezelve az országokat és azok bankjait nem egyoldalú áldozatvállalást követel meg, hanem a lehető legnagyobb mértékben figyelembe veszi a fejlődő országok érdekeit. És hogy ez nem jelent mérhetetlen terhet, az is bizonyítja, hogy akár a magánszektor bevonása is lehetségessé válna a válságok kezelésében. Emellett természetesen szükség van kormányzati kiigazításra is, amely a klasszikus jegybanki műveletekre terjedne ki. Igazolandó, hogy nem utópisztikus célról van szó, a magánszektor válságok kezelésébe történő bevonása néhány helyen már meg is kezdődött (lásd Argentína esetét).

3. Az állami szabályozás szükségessége

Az elmúlt 20 évben legalább 10 súlyos válságot éltek meg a világ országai. Ezek mindegyike átlagosan 5-12%-os GDP csökkenéssel járt. Az okok eléggé széleskörűek: az árfolyamok elszabadulása, a külföldi tőke kiáramlása, a pénzügyi közvetítő rendszer elégtelen működése, hitelmorzsolódás. A válságok a második világháború után kezdtek el gyakoribbá válni: 1980-1995 között az IMF országok $\frac{3}{4}$ -ében volt bankválság, és felében valutaválság. Empirikus elemzések azt bizonyítják, hogy ezek időnként visszatérően bekövetkeznek, még nagyobb veszteséget okozva ezáltal. Ismét a jelenlegi pénzügyi rendszer ellen szól az a tény is, hogy a válságok valószínűsége nagyobb a fejlődő, mint a fejlett országokban. Jogosan merül fel kérdésként a kormányzati és társadalmi szerepvállalás szükségessége. Keynes korában logikusnak tűnt, hogy – mivel az USA GDP-je 3 év alatt 25%-kal csökkent, a munkanélküliség pedig 25%-kal nőtt – csak az állami szerepvállalás révén lehet a válságból kikerülni (Stiglitz, 1999). Válságmentes időkben a klasszikus közgazdászok szerint az állami beavatkozás a kialakuló piaci egyensúlyt torzítja. Stiglitz azt mondja ezzel szemben, hogy manapság különböző időpontokra vonatkozó pénzek cseréje zajlik, ezért nem lehet megállapítani, hogy az állami beavatkozás nélkül vagy annak segítségével lenne-e egyensúlyban a pénzügyi rendszer. Mivel az állami szerepvállalás lényeges lehet a válságok kezelésekor, azért kártékony jelenlétének tényét nem látva bizonyítottak, szükség van az állam gazdasági aktivitására. Gondoljuk végig, hogy a Wall Street egy széleskörűen szabályozott piac, és ennek ellenére hatékonyan működik. A társadalmi szerepvállalásra azért van szükség, mert a tőkeáramlás a globális jólétet maximalizálja, ugyanakkor ez a válságok kialakulásának mozgatórugója is. A tőkés diverzifikálja befektetéseit, amennyiben fejlődő országokban fektet be, olyan beruházásokat megvalósítva, amelyre a helyi megtakarítások nem nyújtanak fedezetet. Az állami beavatkozás úgy tűnik tehát torzítja a globális tőkepiacot. A kormányzati beavatkozás rombolóhatása ellen azonban két érv is szól: 1. a társadalmi kockázat nagyobb, mint a magánkockázat – a tőkeimportőr országnak nagyobb károkkal (pl. környezet, egészség károsodása) kell szembenéznük, 2. a piac irracionális, így nem tudja felmérni a magánkockázat

mértékét. Ez azért van így, mert a szereplők túlságosan csak a rövid és középtávra koncentrálnak, ami Keynes szerint olyan, mint egy szépségverseny, ahol mindenki azt nézi, mit csinál a másik.

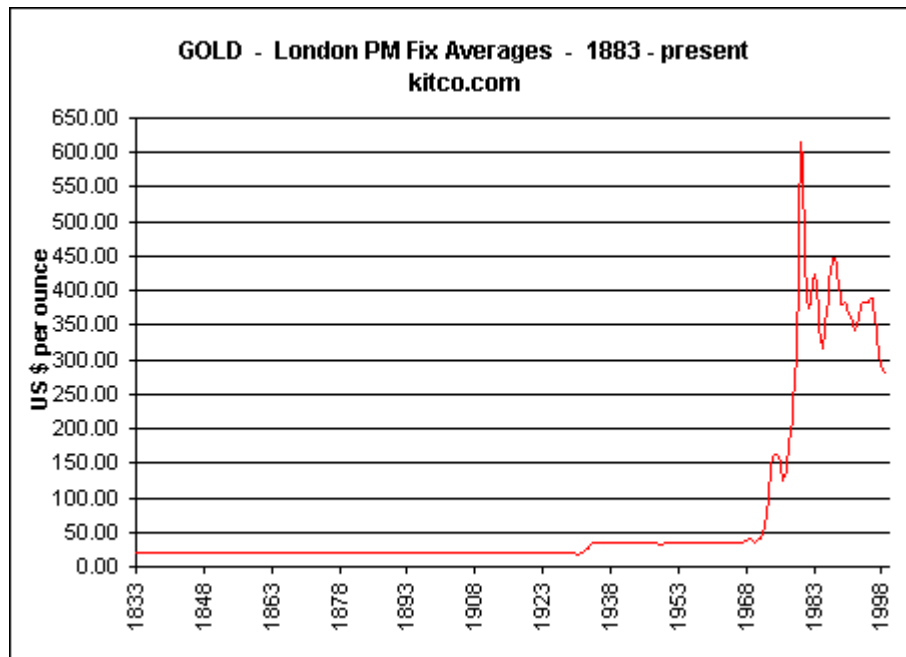
Ha meggyőződünk róla, hogy szükséges az állami beavatkozás, kérdés képes-e megelőzni a válságot? Az állam feladata főleg a működési feltételek megteremtésében, az információval való ellátottság, átláthatóság (transzparencia) fokozásában rejlik. A tapasztalatok szerint ezen feltételek javítása nem feltétlenül kapcsolódik a válságok kialakulásához (részben azért mert a magánszektor megtakarításairól, kiadásairól nehéz adatokat gyűjteni). A felügyeleti ellenőrzés fokozása azonban hatékony eszköz lehet a válságok megelőzésében, feltéve, hogy aktív kormányzati kezdeményezés áll mögötte. Malajzia esetében a jegybank prudens politikát folytatott, nagy tartalékokkal rendelkezett, ezért a válság kirobbanásakor a rövidlejáratú kölcsönök átütetése nem érintette súlyosan. Összességében itt is súlyosak voltak a következmények (20%-os árfolyam leértékelés), de máshol ennél még súlyosabbak voltak. Jól tervezett banki szabályozás, tőkeegyelelési követelmények szintén segítenek a pénzügyi rendszer sebezhetőségét csökkenteni, ami azután a magánszektorra is kihat. Van azonban továbbra is olyan problémák, amelyek megoldására egyelőre nincs lehetőség, és így a rendszer is csak korlátozottan irányítható:

1. Tapasztalatok szerint válság bekövetkezése esetén nem az egyéni tranzakciókat ellenőrzik a felügyeleti szervek, hanem új kockázatkezelési rendszert vezetnek be, hiszen ez a megoldás olcsóbb.,
2. gyakran túlságosan szigorú követelményeket állítanak fel (pl. bázeli követelmények), amelyek bár egységes standardokat alakítanak ki, azonban eltérő gazdasági helyzetű országok eltérő eszközigényeit nem elégítik ki,
3. kezelhetetlen továbbá az is, hogy a magántőke befektetések 75%-a csupán egy tucat ország között oszlik meg,
4. a befektetések anticiklikusak: akkor áramlanak be az országba, amikor az éppen prosperál, és akkor áramlanak ki, amikor a válság elkezdődik,
5. a hosszú lejáratú tőke nem csak pénzbeli segítséget jelent, hanem technológiai és oktatási támogatást is. A rövid lejáratú tőke esetén ez utóbbi kettő hiányzik.

Az állami szerepvállalás úgy tűnik szükséges, mert mástól feltétlen, önzetlen segítséget várni hiábavaló. A stabilitás növelése érdekében az államoknak fokozniuk kellene a hosszú lejáratú tőkebefektetések volumenét, a rövid lejáratú tőkebefektetéseket pedig korlátozni kellene (egységesen, és nem akkor, amikor már bejutott egy országba). Erre olyan eszközöket lehetne felhasználni, mint például a tőkeegyelelési kritériumok megszigorítása vagy a fizetendő (társasági) adót csökkentő kamatfizetési kötelezettség korlátozása. Ezekre vannak kezdeményezések (lásd Bázeli kritériumok), a versenysemlegességet azonban úgy tűnik nem hívatottak biztosítani.

4. Az arany hódító útja a 21. században?²

Az aranyról azt tartják, hogy válságos időkben mindig előbújik, és értékállóságát folyamatosan bizonyítva a gazdaság alapjává válik. Ezt úgy lehet a legjobban igazolni, ha megnézzük, hogyan alakult az arany árfolyama az elmúlt bő 100 évben:



Forrás: www.kitco.com

A függőleges tengelyen egy uncia arany átlagos ára olvasható a londoni tőzsdén. Az a bizonyos 1 uncia arany = 35 dolláros árfolyam feladásával lehet végső soron empirikusan tesztelni lehet az arany gazdasági szerepét (az azt megelőző fekete piaci árakról nem áll rendelkezésre megfelelő adat). Az Amerikai Egyesült Államok 1960-as évekbeli katonapolitikai elképzelései, szerepvállalásai már jól tükröződik a diagramon, hiszen egészen 1980-ig minden nyugat-európai ország igyekezett szabadulni a dollártól és helyette más módon képezni tartalékokat. Mivel az európai valuták egyelőre csak reménykedtek valutájuk értékállóságának elérésében, kézen fekvő megoldásnak tűnt az aranyba történő befektetés. Ezt természetesen a magánfelhalmozók is így gondolták. Az 1980-as évek a fejlett országokban válságok nélkül telt el, az 1994-es és 1997-es válság idején megint csak felerősödött, majd ismét alább hagyott az arany iránti érdeklődés. Egyes szakemberek szerint a következő évtizedben ismét növekvő mértékben fognak világunk fejlett országai ragaszkodni az aranyhoz. Az ellenőrzés nélküli pénzügyi életben a kumulált adósságok óriási mértékű növekedésével ugyanis csak a

² Lásd: Sean Murphy azonos című cikkét.

Bretton Woods-i rendszer hanyatló szakaszára jellemző hasonló kompromisszum tartja fent a jelenlegi világgazdasági egyensúlyt: csak addig áll fenn a látszategyensúly, amíg senki sem kéri az adott valutára szóló követelésének visszafizetését, illetve átváltását.

Felhasznált irodalom:

Stanley Fischer: A nemzetközi pénzügyi rendszer reformja (The Economic Journal, 1999)

Joseph Stiglitz: A Pénzügyi válságoknak ennyire gyakorinak és fájdalmasnak kell lenniük?

Guillermo A. Calvo – Enrique G. Mendoza: Csekély bűn – kegyetlen büntetés. Tanulságok a mexikói válságból

Jenny Corbett – Gregor Irwin – David Vines: Az ázsiai csodától az ázsiai válságig: mi volt a sebezhetőség és az összeomlás oka?

David C. Korten (1996): A tőkés társaságok világalma

Sean Murphy: Az arany hódító útja a 21. században? (Fejlesztés és finanszírozás, 2003/1, 63-70.o.)

www.kitco.com

A pénzmosás megakadályozására vonatkozó szabályozás

dr.Horváth Ferenc¹

Az elmúlt 25 évben a világ vezető államaiban az érdeklődés középpontjába kerültek a pénzmosást keletkeztető bűncselekmények, illetve magából a pénzmosásból eredő problémák. Az ezzel kapcsolatban elindult jogalkotási folyamat eredményeképpen mára a világ országainak túlnyomó többsége már rendelkezik –különböző szintű- pénzmosás-ellenes szabályokkal, melyek -országoként eltérő módon- meghatározták a hatályuk alá tartozó tevékenységeket. Az utóbbi évtizedben az Európai Unió különböző szervei jelentős harmonizációs tevékenységbe fogtak a bankfelügyeleti jog terén is. E folyamathoz kapcsolódva a magyar hatóságoknak, illetve a bank-, és egyéb pénzügyi közvetítő rendszereknek az uniós csatlakozásra való felkészülésük során kiemelt figyelmet kellett fordítaniuk a „pénzmosás” rendkívül összetett problémakörére, illetve az ellene való küzdelemre. (Kereszty 1995.)

Kulcsszavak: pénzmosás, terrorizmus finanszírozásának megakadályozása, jogi szabályozás, nemzetközi együttműködés

1. Bevezetés

A pénzmosás megakadályozására irányuló erőteljes fellépésnek két fontos oka is van korunkban:

1., Globalizálódó világunkban a nemzetközi pénzpiac kiszélesedik; maga a bank-, és más pénzügyi közvetítő rendszerek is nemzetközivé válnak, amelyben a nemzeti határokat átszelő gazdasági- és pénzügyi kapcsolatok hálója a bűnözés nemzetközi szinten való szervezését és lebonyolítását is elősegítheti, s ehhez az időközben rohamosan fejlődő elektronikus átviteli rendszerek is megfelelő technikai alapot biztosítanak.

2., Ugyanakkor a pénzmosás korábbi jellemzőiben változások tapasztalhatók: részben kibővült a pénzmosással érintett országok köre, illetve megváltozott a pénzmosásból származó összegek felhasználása, -ugyanis az utóbbi években bebizonyosodott, hogy gyakran a nemzetközi terrorizmus finanszírozására fordítódnak ezen pénzeszközök.

¹ Dr. Horváth Ferenc egyetemi tanársegéd, Szegedi Tudományegyetem Gazdaságtudományi Kar, Pénzügytani Tanszék

E fenti kihívások következtében az érintett nemzetközi szervezetek fokozták együttműködésüket, és büntető jogi eszközökkel való –utólagos- üldözése helyett, ma már inkább a megelőzésre fordítanak igen nagy figyelmet a szabályozás átalakítása során. A megelőzésben fokozott szerepet szánnak a pénzügyi közvetítő rendszer valamennyi szereplőjének; s a szabályozás tárgyi hatályának fokozatos kibővítése mellett, a szabályozás személyi hatályát -a bankszektoron túl- más szolgáltatókra is kiterjesztik. (www.pszaf.hu)

A „pénzmosás” kifejezés ugyanis mára nem csupán a pénzre, és annak tisztára mosására vonatkozik, a legtöbb ingatlan, nagy értékű ingóság, pénzeszköz, és értékpapír alkalmas arra, hogy általuk tisztára mossanak bizonyos vagyoni értéket. A bűncselekményből származó-, vagy annak elkövetéséhez felhasználni kívánt eszközök -csereügylet ellentételezéseként történő átruházása kapcsán- elvileg bármilyen éréktárgy a pénzmosás bűnelkövetési eszközévé válhat.

A másik oldalról viszont a pénzmosás megelőzését célzó jogszabályok révén - amelyeket az angolszász szakirodalom gyakran AMLL-nek, Anti-Money Laundering Legislation rövidít-, egyre több tevékenység került a pénzmosás kapcsán szankcionált bűncselekmények körébe.

Magyarországon a legutóbbi -2003. június 16.-tól hatályos- szabályozás után az ellenőrzött tevékenységek körét tovább bővítették és pontosították: -ma már ide tartoznak az ingatlanügyletekkel kapcsolatos tevékenységek, a könyvviteli (könyvelői), adószakértői-, okleveles adószakértői-, adótanácsadói-, valamint ügyvédi, és közjegyzői tevékenységek is; ugyanekkor pontosították a korábban már szabályozott nemesfémekkel, drágakövekkel, ékszerekkel, kulturális javakkal kapcsolatos kereskedelemre vonatkozó fogalom-meghatározásokat is. (2003. évi XV. tv.)

2. Előzmények

A pénzmosás mint jelenség a kábítószer kereskedelem robbanásszerű növekedésével párhuzamosan a XX. század második felében vált világméretű problémává. Később az egyéb súlyos bűncselekményekből származó jövedelmek legális forrásból származóvá alakítására irányuló cselekményeket is e fogalmkörbe sorolták. Az ilyen cselekményekből származó –becsült- jövedelmek nagysága rövidesen olyan kritikus értékű lett, mely egyre sürgetőbbé tette a pénzmosás elleni nemzetközi fellépést. (Kereszty 1995.)

A nyugati demokráciákban a '80-as évektől a bűnözés visszaszorítására irányuló küzdelem egyik legfontosabb eszközének tekintették a bűncselekményből származó jövedelmek legális jövedelemként való felhasználásának megakadályozását, ezzel igyekezve indirekt módon visszaszorítani bizonyos bűncselekmények terjedését.

2.1 Nemzetközi összefogás a pénzmosás ellen

1987-ben az Európa Tanács Miniszteri Tanácsa megbízást adott egy szakértő testületnek, vizsgálja meg az európai büntetőjogi megállapodásokat, hogy azok mennyiben lennének alkalmasak a pénzmosási cselekmények megakadályozására, illetve az így keletkezett anyagi javak utáni hatékony nyomozásra, és azok elkobzására.

A testület azt állapította meg, hogy a már létező megállapodások általában elfogadható jogi alapként szolgálhatnak, amennyiben meghatározott feltételek teljesülnek. Mégis készült egy egységes dokumentum, amely a pénzmosás kérdéskörével foglalkozik, ezt 1990 novemberben fogadta el a Tanács (141/1990. sz. Európa Tanács Egyezmény) és Strassbourgi Konvenció nevet kapta, s amely 1993. szeptemberben 1-én lépett hatályba a tagországokban.

1988 decemberében 67 ENSZ-tagország aláírta a kábítószer világproblémájával foglalkozó megállapodást, amely röviden Bécsi Konvenció néven vált ismerté (ENSZ Konvenció az Illegális Kábítószer- és Pszichotropanyag Kereskedelem Ellen). Nemzetközi jogszabállyá a 20. ratifikációs okmány elhelyezése után, 1990. November 11.-én vált. Ebben a ratifikáló államok vállalták, hogy saját jogrendszerükben megteszik a szükséges törvény-hozási és közigazgatási lépéseket a pénzmosás megakadályozása érdekében is. Tíz év alatt több mint 80 állam csatlakozott az egyezményhez, - közöttük Magyarország. (Kereszty 1995.)

1989-ban a legfejlettebb gazdasággal rendelkező (G-7) országok párizsi csúcstalálkozóján egyhangú határozatot hoztak egy, kifejezetten a pénzmosás elleni küzdelem céljából létrehozandó nemzetközi szervezet, a Financial Action Task Force on Money Laundering (FATF) felállításáról. Az akciócsoport elsődleges feladata a tagállamok pénzmosás elleni munkált nemzeti programjainak összehangolása és az eljáró hatóságok közötti kapcsolatok elmélyítése. (Dusik 2000.)

1991-ben pedig az Európai Közösség tagállamainak miniszterei elfogadták a Pénzügyi rendszer pénzmosási célra történő felhasználásának megakadályozásáról szóló 91/308/EGK irányelvet, amely kötelezi a tagállamokat, hogy 1993. Január 01.-ig e Direktíva szabályait a saját nemzeti jogrendjükbe átültessék, (egyedül Ausztria nem teljesítette határidőre ezt a kötelezettségét); később ezt a direktívát a 2001/97 EK irányelvvel módosították (Kereszty).

3. Pénzmosás Magyarországon?

Magyarországon a rendszerváltást megelőző időszakban a pénzmosás fogalma gyakorlatilag ismeretlen volt, s ennek több oka is lehetett:

1. nem voltak olyan bűncselekmények, amelyekből olyan nagy volumenű jövedelem származ(hat)ott volna, melyből megérte volna a bűncselekmény elkövetőjétől különböző harmadik személy részére komolyabb mértékű anyagi juttatást átengedni;

2. 1987-ig a hazai bankrendszer fejletlensége miatt objektíve nem is volt lehetséges banki tranzakciókat kezdeményezni, hiszen nem léteztek önálló kereskedelmi bankok; az egyéb pénzügyi közvetítők –pl. az OTP, illetve Takarékszövetkezetek- pedig csak korlátozott módon és körben bonyolíthattak ügyfeleik részére banki ügyleteket;
3. a gazdaság tagjai közül csak az egyes állami tulajdonú vállalatok álltak közvetlen kapcsolatban a Magyar Nemzeti Bankkal, melynek bizonyos főosztályai láttak el e cégeknek - mint számlavezető pénzintézet - quasi kereskedelmi banki teendőket;
4. a devizával és valutával kapcsolatos korlátozások miatt, sem magánszemélyeknek, sem cégeknek sokáig egyáltalán nem volt lehetőségük, hogy idegen pénzben bármilyen tranzakciót kezdeményezzenek önállóan, - ezekre mindíg a Jegybank, mint eljáró devizahatóság egyedi engedély alapján kerülhetett sor;
5. továbbá a szigorú határőrizetnek-, és vámellenőrzéseknek köszönhetően nem volt lehetőség arra sem, hogy az országhatáron nagyobb mennyiségű tisztázatlan eredetű készpénz forduljon meg akár befelé, akár kifelé;
6. a hatalom gyakorlásának módszeréből fakadóan, illetve a hatóságok bizalmatlansága következtében, minden gyanús volt, ami a demokratikus államokban természetes dolognak számított - például: belföldi magánszemély jelentősebb összeget helyezett el betétként, ez már önmagában olyan magatartásnak számított, amely alapot adott a gyanakvásra, illetve esetlegesen az illető megfigyelésére, - s ezt a kockázatot a bűnelkövetők nyilvánvalóan nem kívánták felvállalni.

Azt azonban szükségesnek tartom megemlíteni, hogy e fenti okfejtéssel csak elméletben tudtuk kizárni a magyarországi pénzmosás lehetőségét. Ezzel együtt azonban azt gondolom, hogy az egyes érveket külön-külön, vagy akár egyben is végiggondolva, meglehetősen valószínűtlennek tűnik, hogy hazánkban 1989-előtt a pénzmosás megjelent volna.

Ugyanakkor tény az is, hogy a szocializmus időszakában nem fordítottak megfelelő figyelmet az egyes szervezetek tevékenységének átláthatóságára, és ez vonatkozik a Magyar Nemzeti Bankra (MNB) működésére is. Amennyiben történt pénzmosási tranzakció ebben az időszakban Magyarországon, akkor az csak az MNB-n keresztül történhetett; később, a Magyar Külkereskedelmi Bank (MKB) piacra lépésével a pénzmosás veszélye is elvben növekedett.

Az ilyen eset nyilvánvalóan máig igen kényesen érinti a kizárólagos állami tulajdonú Jegybankot, s több mint másfél évtized után sem tárnák fel szívesen az erre vonatkozó esetleges tényeket. Ebből az időszakból tehát empirikus adat nem áll rendelkezésre. Még az ezzel foglalkozó nyomozóhatóságnak sem került a látóterébe olyan ügy, amelyből következtetni lehetne pénzmosási tranzakcióra.

Az elmúlt évben azonban mégis hallani és olvasni lehetett a nagy múltú Central Wechsel- und Creditbank (CW Bank) - az MNB bécsi leánybankja – megrendülésekor arról, hogy az aktívan részt vett bizonyos kelet-európai államok titkosszolgálati által szervezett diverzáns cselekmények pénzügyi lebonyolításában.

Az ilyen összegekről azonban nem jelenthetjük ki, hogy azok bűncselekményből származtak, bár a pénzek eredetét és felhasználásuk módját máig titok fedi. Tehát ebben az időben „pénzmosás-jellegű” cselekményeket inkább a politikai értelemben barátnak tekintett államok számára nyújtott támogatásnak minősíthetjük.

4. A gazdasági rendszerváltás kezdetén

A gazdasági és politikai rendszerváltás megindulásával gyökeres változások mentek végbe Magyarországon: hazánk igyekezett kiszakadni a korábban külső kényszerrel ráerőltetett politikai és gazdasági integrációkból, és kitért a világgazdasági folyamatok számára.

Ennek elengedhetetlen előfeltétele volt, hogy a korábbi szigorú kereskedelmi-, vám-, és deviza-korlátozásokon fokozatosan enyhítsenek. A liberalizáció nyilvánvalóan együtt járt azzal is, hogy a magyar gazdálkodók olyan cégekkel és bankokkal is kapcsolatba kerülhettek, amelyeknél tisztázatlan eredetű pénzek is megfordulhattak.

A nyitás első lépését jelentette 1986-ban az MNB-ről szóló jogszabály módosítása, melynek szervezetéből három korábbi főosztályát kiemelték, akik kereskedelmi bank megnevezéssel önálló tevékenységbe kezdhettek. (1986. évi 37. tvr.)

Az így létrejövő kereskedelmi bankok fő részvényese továbbra is a Magyar Állam maradt, azonban ezek a pénzügyintézetek –először kötött ügyfélkör számára- mégis megkezdhették a jellemző kereskedelmi banki ügyleteket (betétgyűjtés, számlavezetés, hitelezés) végzését. Lehetőség nyílt továbbá új kereskedelmi bankok alapítására is, amelyek száma 1990-re így már két tucat fölé emelkedett, ugyanakkor a tevékenységükre nem volt átfogó szabályozás.

Mindenesetre új helyzet állt elő: a volt szocialista országoknak a nemzetközi pénzügyvilágba történő fokozatos integrálódásával, és valutakonvertibilitásra való törekvésükkel egy időben a pénzmosásban történő részvételük is növekedhetett. Ennek lehetőségét különösen elősegítette az a körülmény, hogy e térségben hiányoztak a megfelelő banktechnikai-, illetve jogi eszközök, melyek a bűnözésből származó pénzek eredményes felderítéséhez szükségesek.

A rendszerváltást megelőző-, majd azt követő néhány év átmeneti szabályozási hiányosságainak következtében tehát megnövekedett annak lehetősége, hogy hazai pénzügyintézetek ellenőrizetlen pénzekkel végezzenek banki tranzakciókat. (Auer 1995.)

Az átalakuló magyar gazdaság nagy hiteligénye miatt a kereskedelmi bankok ebben az időben állandó tőkehiánnyal küszködtek, ezért működésük folytatásához, illetve üzleti tevékenységük bővítése érdekében folyamatosan szükségük volt minden beáramló tőkére, amelyet forrásként használhattak, vagy amelyből kockázati tartalékokat képezhettek kintlévőségeikre, -így nem igazán állt érdekében vizsgálni a likviditási gondjaikon enyhítő pénzek eredetét. (Magyar Hírlap 2001.X.24.)

Később azonban a volt közép-kelet európai szocialista országok Európai Unióhoz történő társulásának alapfeltételeként előírták, hogy ezen országok is csatlakozzanak a pénzmosás elleni nemzetközi küzdelemhez, illetve felkészüljenek az ezzel kapcsolatos veszélyekre, s megtegyék a megelőzéshez szükséges lépéseket, mind a jogalkotás-jogalkalmazás, mind pedig a bűnmegelőzés területén. (Auer 1995.)

5. A pénzmosás ellenes küzdelem hazai kezdetei

A nemzetközi ajánlásoknak megfelelő első hazai szabályozásról 1994. február 15.-i ülésnapján határozott az Országgyűlés, amikor a büntető törvénykönyv módosításával egy időben döntött a pénzmosás megelőzésére és megakadályozására alkalmas törvény elfogadásáról, ez a 1994. évi XXIV. törvény (Pmt.), amelynek rendelkezései 1994. június 15.-én léptek hatályba, -ezzel Magyarországon is megindulhatott a pénzmosás elleni küzdelem.

A Büntető Törvénykönyv (Btk.) egyidejű módosításával -amellyel a Btk. 303. § helyébe- új tényállás szöveget állapítottak meg a pénzmosásra, valamint a Pmt. elfogadásával 1994-ben Magyarország -formálisan- eleget tett a nemzetközi elvárásoknak. (Kereszty 1995.)

A pénzmosás gyanúja miatt évek alatt elrendelt számos nyomozás közül azonban csak alig 40 jutott el az ügyészségig, amely ügyek többségében a bizonyíthatatlanság, vagy a bizonyítékok elégtelensége miatt nem került sor vádemelésre, -így ezen esetek nem kerültek a bíróság elé.

Több esetben a cselekmény megváltozott minősítése folytán a nyomozóhatóság APEH-hoz tette át az iratokat, amely adócsalás miatt tudott eredményes eljárásokat kezdeményezni.

A törvény értelmében a pénzügyi szolgáltató szervezet kétmillió forintot elérő vagy azt meghaladó összegű forintban vagy külföldi pénznemben történő készpénzbefizetéssel, illetve -kifizetéssel együtt járó ügyleti megbízást csak olyan személytől vagy szervezettől fogadhatott (volna) el, amely hitelérdemlő módon azonosítja magát. Továbbá pénzmosásra utaló adat, tény vagy körülmény felmerülése esetén a törvény hatálya alá vont pénzügyi közvetítő szervezetnek -értékhatárra tekintet nélkül - azonosítania kellett ügyfelét, és nyomozóhatóságot értesítenie kellett (volna). (Molnár 1999.)

A nyomozóhatóság kezdeti eredménytelensége mögött ugyanis az 1991. évi LXIX. tv. A pénzintézetekről és a pénzintézeti tevékenységről (Pit.) banktitok megőrzésére vonatkozó szigorú szabályai álltak. Ez ugyanis kimondta, hogy a pénzügyi szolgáltató csak a már folyamatban lévő büntetőeljárás keretében eljáró nyomozó hatóság, avagy az ügyészség írásbeli megkeresésére adhatja ki a banktitok körébe tartozó adatokat. Ezen a szabályon az 1996. évi CXII. törvény a hitelintézetekről és pénzügyi vállalkozásokról (Hit.) sem enyhített.

Gyökeresen megváltozott azonban a helyzet a 2001.09.11.-i new york-i események hatására. Világszerte felerősödött ugyanis a pénzmosás elleni harc, amely immáron a terro-

rizmus elleni küzdelem egyik legfontosabb eszköze lett, s amelynek a célja, hogy felszámolja a nemzetközi terrorszervezetek pénzügyi hátterét. (Bank és Tőzsde 2001. 45.)

Az OECD mellett működő Pénzmosás Ellenes Akciócsoport (Financial Action Task Force: FATF) évente közzétette „feketelistáját” azon államokról, amelyek megítélése szerint nem működnek együtt megfelelő módon a pénzmosás elleni küzdelemben. Még 2001. júliusában erre a listára Magyarország neve is felkerült; -ez elsősorban -a teljes hazai betétállomány mindösszesen kb. 3%-át kitevő- anonim bank- és takarékbetétek miatt történt.

Ugyanekkor az EU-bizottság 2001. évi ország-jelentése is a sürgősen megoldandó feladatok között említette a megfelelő szabályozás-, illetve gyakorlat kialakítását. (2002. évi LIX. tv.)

Fentiekre tekintettel a Kormány haladéktalanul intézkedett a nemzetközi elvárásokhoz képest hiányos magyar szabályozás szigorításáról. Ennek eredményeképpen már 2001. októberben az Országgyűlés elé került egy előterjesztés a terrorizmus elleni küzdelemről, a pénzmosás megakadályozásáról szóló rendelkezések szigorításáról, valamint egyes korlátozó intézkedések elrendeléséről, amely 2001. évi LXXXIII. törvényként (Terror tv.) került kihirdetésre; melynek 2. §-a a pénzmosásról szóló törvény (Pmt.) átfogó módosítására is irányult. A törvény módosítás egyébként igen nagy egyetértés mellett –a jelen lévő képviselők 98 százalékos támogatásával- került elfogadásra; az új rendelkezések hatályba lépésének napja 2001.XII.19. volt.

Ezek a módosítások érintették a pénzmosásról szóló 1994. évi XXIV. törvény-, a takarékbetétről szóló 1989. évi 2. törvényerejű rendelet-, valamint a Ptk., a Hit. és a Btk. egyes rendelkezéseit is.

A Pmt. személyi hatályát ekkor terjesztették ki az ügyvédekre és jogtanácsosokra, közjegyzőkre, a könyvvizsgálókra és adószakértőkre, valamint az ingatlanközvetítőkre is; illetve finomították és részletezték az azonosítási kötelezettség fogalmát, illetve annak tartalmát is; ugyanakkor éppen a jogi szakmákra vonatkozó rendelkezéseiben maradt néhány rosszul kidolgozott, aggályos mondat a törvény szövegében, amely előre vetítette a további módosítások szükségességét.

A takarékbetétekről szóló rendelkezések ekkor úgy módosultak, hogy 2002. januártól már minden betét jellegű konstrukcióba csak névre szólóan lehet befektetni. A hitelintézeti törvénnyel kapcsolatban pedig tovább növelték a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyeletének (PSZÁF) hatáskörét. (2001.évi LXXXIII. tv.)

Magyarországon tehát 1994. óta létezik törvény és hozzá kapcsolódó kormányrendelet a pénzmosás megelőzésére. Ennek előírása alapján valamennyi pénzügyi szolgáltatást végző intézménynek rendelkeznie kell pénzmosás megelőzésére irányuló belső szabállyal, amelyet az ORFK által rendelkezésre bocsátott minta alapján dolgoz ki és a PSZÁF hagy jóvá, -illetve annak betartását rendszeresen ellenőrzi (www.pszaf.hu). A Felügyelet e feladatkörével kapcsolatban a következő intézkedéseket teheti meg:

célvizsgálatot tarthat,
bírságot szabhat ki,
feljelentést tehet a nyomozhatóságnál,
ajánlást dolgozhat ki a pénzügyi szervezetek számára,

jogszabály-módosítást kezdeményezhet.

A 2001. decemberében hatályba lépett rendelkezések nyomán hirtelen megemelkedett a pénzmosásról szóló törvény hatály alá vont szervezetek részéről az ORFK irányába történő adatközlések száma, valamint ugrásszerűen megszorodtak a pénzmosás alapos gyanúja miatt kezdeményezett nyomozások is.

A törvénymódosítás hatálybalépését követő 10 hónapban két tucat nyomozás indult a pénzmosás szándékos elkövetésének gyanúja miatt, amelyből fél tucat esetben a nyomozóhatóság már le tudta zárni a nyomozást, s átadta az iratokat az ügyészségnek; - ezen ügyek némelyikében már a vádemelés is megtörtént.

Felmerülhet ugyanakkor a kérdés: vajon reális-e a félelem, miszerint Magyarország a pénzmosás bűncselekményével „fertőzött” országok közé sorolható? Megítélésem szerint a hazánkban „tisztára mosott” pénzek nagysága arányaiban semmiképpen sem lehet magasabb, mint például az Egyesült Államokban, vagy Franciaországban, - ezért túlzásnak tekinthetjük Magyarországot felvételét a „feketelistára”.

A pénzmosással érintett jövedelmek és anyagi javak értékét azonban igen nehéz lenne meghatározni. Erre vonatkozóan csak hozzávetőleges becslések állnak rendelkezésre; pl.: ENSZ a kábítószer kereskedeleméből származó jövedelmeket 300 milliárd dollárra becsülte a '90 években. (Auer 1995.)

A Nemzetközi Valutaalap (IMF) 1998. évi adatai szerint a pénzmosással érintett jövedelmek a világ GDP-jének 2 – 5%-át is kitehetik, ugyanis mára már az érintett alpbűncselekmények köre is fokozatosan kibővült.

Ugyanakkor Magyarországon a pénzmosással kapcsolatba hozható alpbűncselekmények jóval szerényebb jövedelmet kínáltak az elkövetőknek, továbbá az 2001. nyaráig fennálló devizakorlátozások sem kedveztek a nemzetközi szintű pénzmosási tranzakciók lebonyolításához.

6. Mi is a pénzmosás?

A pénzmosás kifejezés minden olyan eljárást magában foglal, amely arra irányul, hogy általuk lehetetlenné tegyék az illegálisan szerzett –jellemzően bűncselekmény elkövetéséből származó- pénz eredetének azonosíthatóságát, illetve azt legális forrásból származónak tüntessék fel.

A pénzmosás nem önálló, hanem járulékos bűncselekmény. Mindig meg kell előznie valamilyen másik bűncselekmény, amelynek a jövedelmét legalizálni, tisztára mosni próbálják., s az így „megtisztított jövedelmet már be lehet forgatni a legális gazdaság szférájába. A pénzmosás klasszikus modelljében három lépést különböztetnek meg:

*elhelyezés,
rétegzés,
integrálás.*

Bár a bevezetőben említett okok miatt e modell is átalakuló félben van, mégis érdemes áttekinteni, legfőképpen azért, mert vele kapcsolatban a szóhasználat nem változott, s a modell elemei a pénzmosás egyéb értelmezéseinek esetében is előfordulnak.

1. Elhelyezés:

A tipikus pénzmosási műveletek első szakaszát *elhelyezésnek* hívják. Ennek célja, hogy a nagy mennyiségű, s rendszerint kis címletekben megszerzett készpénzt, amely általában a kábítószer-árusítás, vagy illegális behajtás során keletkezik, gyorsan szétszórják a bűnelkövetés helyétől minél messzebb, hogy annak forrását kevésbé nyilvánvalóvá tegyék. Általában ez úgy történik, hogy a pénzt kevésbé ellenőrzött pénzügyi intézmények, vagy vállalkozások könyvein vezetik át.

A legegyszerűbb, ha a kisebb címletű bankjegyeket nagyobb címletű (de nem a legnagyobb címletű) bankjegyekre váltják át, amelyeket mindaddig elrejtene, míg nem csökken a veszély, hogy ennek felhasználása a nyomozóhatóságokat a bűnelkövetők nyomára vezet. Később a saját céljukra óvatosan felhasználják a pénztöket, vagy az alábbi módszerek egyikével transzformálják:

- Nagyobb címletűre váltott bankjegyekkel nemesfémeket, művészeti alkotásokat, drágaköveket, vagy egyéb nagy értékű árukat vásárolhatnak, amelyeket azután a „hagyományos” módon továbbértékesítenek, az így kapott készpénz pedig már törvényes eredetűnek tűnik.
- A nagyobb címletű bankjegyeket külföldre is vihetik vagy csempészhetik, és az ottani, kevésbé ellenőrzött bankokban vagy pénzváltókban, illetve esetlegesen a pénzmosók saját pénzügyi intézményeiben tisztára moshatják.
- A pénzmosás érdekében olyan cégeket, vagy szervezeteket is alapíthatnak, amelyekre általában nagy készpénzforgalom jellemző –ilyenek az éttermek, bárók, szállodák, taxitársaságok, kaszinók, jótékonyasági egyletek–, majd a törvényes és tiltott úton megszerzett pénzt addig elegyítik, míg végül egymástól nem lehet őket megkülönböztetni.
- Esetenként a pénzmosók befolyásos bankárokat és üzletembereket is igyekeznek körükbe vonni; a bűncselekménnyel megszerzett vagyoni előnyt rajtuk keresztül bejuttathatják egyes bankok, vagy vállalkozások könyveibe, majd a „biztonságos” fizetési rendszerekkel visszaélhetnek, vagy a tranzakciókról szóló dokumentumokat meghamisíthatják.

2. Rétegzés:

Az elhelyezés célja, hogy a készpénz olyan formába és/vagy helyre kerüljön, ahol a *rétegzés* során eredete még áttekinthetlenebbé tehető. A rétegzés célja, hogy az eredeti eszközöket a lehető legnehezebb legyen azonosítani, az eredeti bűncselekményhez kötni. Jellemző módszere a keresztező- és fedőműveletek végrehajtása; a klasszikus rétegzési művelet során főleg pénzügyi tranzakciók kerülnek lebonyolításra, -például:

- Bemutatóra szóló értékpapírok többszöri adásvétele,
- Névre szóló értékpapírok többszöri adásvétele a tulajdonos bevonásával,

- Azonos számlák közötti oda-vissza történő elektronikus átutalások,
- Utazási csekkék, repülőjegyek, bankutalványok adásvétele,
- Árutőzsdei kontraktusok kötése.

Ezeket a tranzakciókat könnyebb végrehajtani, ha a pénzmosók beépültek a közvetítő intézményekbe, vagy annak alkalmazottjait korrumpálják.

3. Integrálás:

Pénzmosási tranzakciók végső fázisa az *integrálás*; ennek során a tisztára mosott eszközöket visszajuttatják a legális gazdaságba, s a pénzmosás folyamatát lezárják. A pénzmosók hagyományosan a már tisztára mosott eszközeiket szerzik vissza vállalkozásuk „törvényes” nyereségeként, pl.:

- Túl-, vagy alulszámlázással: A tisztára mosott eszközökből mesterségesen magas (hogy a profit az eladónál maradjon), vagy mesterségesen alacsony (hogy a profit a vevőnél maradjon) áron vásárolnak termékeket, vagy vesznek igénybe szolgáltatásokat.
- Cégfelvásárlással és –eladással: A tisztára mosott pénzből kis értékű, saját vagyonnal nemigen rendelkező, működését esetleg későbbi időpontban megkezdő vállalatot vesznek meg, s ennek eszközeit is megvásárolják. Ezután újraértékelik az eszközök állományát, majd eladják a céget és „legális” profitot realizálnak.
- Fantomcégekkel: A pénzmosók irányítást szerezhetnek egy olyan cég felett, amelynek tényleges tulajdonosainak kiléte a hatóságok elől rejtve marad. E fedőcég álcája mögül kereskedhetnek és pénzügyi tranzakciókat folytathatnak, mérleg szerinti eredményüket meghamisíthatják, hiteleket vehetnek fel, és adókedvezményeket használhatnak ki.
- Hitelkártyákkal: Azt a hitelkártyát, amelyet az egyik országban igényelnek és egyenlegét ott rendezik, a másik országban termékvásárlásra és szolgáltatás igénybevételére használhatják.
- Az elhelyezett és rétegzett pénzek hitelbiztosítékként való felhasználásával: Ez a technika kihasználja az egyes országok banktitokkal kapcsolatos szabályozását. A pénzmosók kölcsönt vesznek fel, amelyet aztán más országban „tisztá” pénzként fizetnek be bankszámlájukra. (<http://www.fatf-gafi.org/>)

7. A pénzmosás bűncselekményének veszélyessége

A pénzmosásnak a büntetőjog eszközeivel való üldözését egyrészt indokolja az adott állam pénzintézeti rendszerének működésébe vetett bizalom megőrzése, illetve erősítése, másrészt a szervezett bűnözés és a terrorizmus elleni fellépés kívánalma.

Ugyanakkor tény az is, hogy a bankok közreműködése nélkül a pénzmosással szemben a harcot felvenni reménytelen vállalkozás lenne, ezért számos bankjogi, illetve bankfelügyeleti kérdést kell megvizsgálni és szabályozni.

A pénzmosás elleni küzdelem sajátosságát tehát az adja, hogy egy rendkívül összetett, több jogterületet is érintő cselekvési programon keresztül valósítható meg.

A pénzmosás a gazdasági életet alapvetően két módon képes bomlasztani:

- *Vállalkozásokat tehet tönkre:* A pénzmosásban érintett, vagy pénzmosással gyanúsított vállalkozások jó hírnevüket, -s ezáltal ügyfeleiket veszíthetik el. A bankok visszavonhatják kölcsöneiket, a szállítók pedig nem hiteleznek tovább, mert félnek, hogy a vállalkozás csődbe jut. A pénzforgalom drasztikusan csökken, a vállalkozás ügyfélkörét csak nagy nehézségek árán tudná megtartani, illetve visszaszerezni. Végül -a legrosszabb esetben- a cég csődbe is juthat. Ilyen esetekben mind a vállalkozás-, mind pedig annak tulajdonosai, vezetői, és alkalmazottai számíthatnak polgári jogi-, és büntető jogi következményekre.
- *Piacokat és ágazatokat tehet tönkre:* A pénzmosás -módszere miatt- irreális keresletet, illetve kínálatot generál, -ilyenkor az áruk nem a piac által diktált árakon kerülnek adásvételre. A pénzmosók által alapított vállalkozásokat nem a jövedelmezőségi cél hajtja, hanem az, hogy megfelelő piaci műveletekkel eltakarják a pénzeszközök eredetét.

A pénzmosók túl drágán vásárolnak, ezzel a becsületes versenytársak költségeit felhajtják, illetve túl olcsón adnak el, így csökken a becsületes versenytársak árrése is. Ezáltal a versenytársak kiszorúlnak a piacról, a fogyasztók pedig vásárlási döntésük során kevesebb alternatíva közül választhatnak. Mindezen felül az sem ritka, hogy ezután a pénzmosók hirtelen kivonulnak az adott piacról, és máshol folytatják pénzüik tisztára mosását, ha biztonságosabb vagy olcsóbb módot találnak.

Akik tudtukon kívül pénzmosó cégekkel kereskedtek, hirtelen ráébrednek, hogy beszűkült a szállítói- vagy felvevőpiacuk. Ezek a vállalkozások vagy tönkremennek, vagy csak jelentős többletköltség-, és/vagy alacsonyabb jövedelmezőségi szint mellett képesek fenntartani a további termelést (<http://cabo.hu/pszaf/pme.iso>).

8. Bankszabályozási előírások

Globalizálódott világunkban -a pénzpiacok kiszélesedése, a bankrendszer nemzetközivé válása, a gazdasági kapcsolatok nemzeti határokat átszelő hálójá -és ezzel együtt a bűnözés nemzetközi szinten történő szerveződése- miatt elképzelhetetlen a pénzmosási műveletek megelőzése, megakadályozás, illetve leleplezése az államok közötti szoros együttműködés nélkül.

A másik kérdés ugyanakkor a pénzmosás elleni küzdelem titokjogi- és adatvédelmi vonatkozása. Ugyanis a pénzmosás elleni küzdelem csak ennek kárára lehet eredményes. De a szervezett bűnözés nemzetközi elterjedése megmutatta, hogy a közérdek háttérbe szorítása a magánérdekkel szemben, végül a magánérdeket is sértheti. Ezért a banktitok körüli kemény védvonalak lebontása a világ legtöbb országában megkezdődött, illetve már megtörtént.

A FATF -eredetileg a pénzügyi- és hitelintézményekre irányuló- 40 ajánlása kulcsfontosságú lett a pénzmosás elleni fellépés szempontjából, hiszen nem csupán a Bécsi Kon-

venció nemzetközi aspektusait erősítette meg, hanem a nemzeti szabályozások alapjául is szolgált. Ezek közül a legfontosabb ajánlásai:

- Ügyfél-azonosítás, a végső-, vagy tényleges tulajdonosok azonosításával együtt,
- Nyilvántartás-vezetési szabályok,
- A bonyolult és szokatlan ügyletek, ügyletminták alapos megvizsgálása,
- A gyanús ügyletek jelentése,
- A pénzmosást elkövetők értesítésének tilalma,
- Belső eljárásrendek kidolgozása, a munkavállalók szűrése és képzése,
- A cégek pénzmosás-ellenes szabályzataival kapcsolatos felügyeleti tevékenység,
- A pénzmosás elleni intézkedések folyamatos felülvizsgálata.

Az 1990-ben elfogadott 40 ajánlást először 1996-ban kellett felülvizsgálni; majd az újbóli átdolgozása a FATF 2003. június 18-20. közt Berlinben tartott konferenciáján történt meg; a dokumentum alkalmazhatóságának körét kibővítették, ezáltal hatása elmélyül. Az új ajánlások figyelembe vették a pénzmosással kapcsolatos újabb fejleményeket, különösen a terrorizmus finanszírozásával kapcsolatos veszélyeket; -ezzel kapcsolatban 2001. október 31.-i dátummal további 8 speciális ajánlást bocsátott ki a szervezet (<http://www.fatf-gafi.org/>).

9. A pénzmosás elleni legújabb magyar szabályozás

2002.-re tehát Magyarország is eleget tett a pénzmosás megakadályozása érdekében a nemzetközi elvárásoknak. A törvénymódosítás orvosolta az FATF által felvetett hiányosságokat; a meghozott intézkedéseknek köszönhetően az ország neve lekerült a FATF „fekete listájáról”, valamint az EU következő ország-jelentése is nagyon pozitívan értékelt a folyamatot, -s ez nyilvánvalóan javítja a teljes magyar gazdaság nemzetközi megítélését. (Bank és Tőzsde 2001. 45.)

A pénzmosás megelőzéséről és megakadályozásáról szóló törvény hatálya ma már kiterjed minden olyan gazdasági szereplőre, akik a tevékenységük során ki vannak annak téve, hogy a szolgáltatásaikat pénzmosásból származó vagyon legalizálására használják fel.

A törvény 1. §-a hosszú felsorolásban részletezi a személyi hatálya alá tartozó szolgáltatókat. Ez tevékenységek szerint tartalmazza a szolgáltatókat, függetlenül attól, hogy milyen jogi-szervezeti formában végzik a tevékenységüket (gazdálkodó szervezetként valamely társaság formájában, vagy külföldi székhelyű vállalkozás magyarországi fióktelepeként, esetleg egyéni vállalkozóként).

A pénzügyi-, befektetési-, biztosítási szolgáltató szervezetek által végzett tevékenységek mellett mindazon tevékenységek ide tartoznak, amelyek során a polgári jogi megbízás szabályai alapján végzi tevékenységét az adott szolgáltató. A törvény különösen ilyennek tekint az ügyvédi-, valamint az adózással és a könyvvitellel kapcsolatos szakértői szolgáltatásokat, továbbá az ingatlanügyleteket.

Az új Pmt. tehát messzemenőig figyelembe vette az EK irányelv-, valamint az FATF kívánalmait, de a személyi hatályt tovább már nem bővítette, -csupán a már meglévő, korábbi- előírások pontosítása és egyértelműsítése történt meg.

Beépítésre kerültek azok a fogalom-meghatározások, amelyek hiánya miatt korábban számos támadás érte a Pmt.-t (pl. ügyfél, üzleti kapcsolat, bejelentési kötelezettség, azonosítás stb. Forrás: Adó 2002/5-6).

Megoldásra várt továbbá az, a törvény végrehajtása szempontjából lényeges kérdés is, hogy az új szakmák tekintetében mely szervezet lássa el a pénzmosás elleni szabályok ellenőrzését, illetve mely szervezet, milyen szankciókat alkalmazhat a jogszabályi előírások be nem tartásának észlelésekor.

Az új szakmák Pmt. hatálya alá vonása miatt új szabályozási koncepció kidolgozására volt szükség, tekintettel arra, hogy a korábbi Pmt. szerkezete a hagyományosan pénzügyi intézményekre alkalmazható előírásokat tartalmazta, és nem kezelte megfelelően az új szakmák sajátosságait.

A pénzmosás megelőzéséről szóló 2003. évi XV. törvény ugyanakkor sok tekintetben szigorúbb az EU-előírásoknál. A magyar szabályozás például az azonosítási küszöbértéket kétféle forintban adja meg (7.700 euró), míg Ausztriában s Németországban ez az érték 15.000 euró, Olaszországban 10.000 euró, -de még Európán kívül is -az USA-ban- 10.000 dollárban húzták meg ugyanezt a határt.

Szigorúbb a magyar szabályozás a tekintetben is, hogy az ellenőrzött szolgáltatók alanyi körét kiterjesztette a könyvelőkre és az ügyvédeket is, az EU-ban ugyanis jelenleg még nem terjedt el ezen tevékenységek pénzmosással kapcsolatos törvényi szabályozása.

Az új Pmt. életbelépésével egy időben változás történt a pénzmosással foglalkozó nyomozóhatóság szervezetében is. Eddig az ORFK Szervezett Bűnözés Elleni Osztályának kötelékében működött a pénzmosás ellenes csoport, amely fogadta a szolgáltatóktól érkező pénzmosás-gyanús bejelentéseket. Ezt a csoportot az 1994. évi XXIV. törvény elfogadásakor állították fel, kezdetben 6 – 7 fő tényleges állományi létszámmal.

A 2001. évi törvénymódosítás kapcsán –az adatszolgáltatásra kötelezett szervezetek számának növekedésével- jelentkező többletfeladatokra tekintettel a csoport létszámát elkezdték fejleszteni. 2003. év elejétől 20 fővel álltak fel, s ez a létszám folyamatos fejlesztéseken megy keresztül; az év végére 30 főre kívánják fejleszteni a pénzmosás ellenes osztály létszámát, Ehhez a létszámfejlesztéshez a központi költségvetés biztosított megfelelő forrásokat.

A szervezeti fejlesztésre mindenképpen szükség volt, ugyanis a korábbi évek pénzmosással kapcsolatos eredménytelenségében komoly tényezőként közrejátszott a hatóság leterheltsége; s a nemzetközi szervezetek -a FATF és az Európai Unió bizottságai- is kifogásolták a korábbi alacsony létszámot. (OGY Rendészeti Bizottságának jegyzőkönyve a Pmt. előterjesztéséről)

Ugyanis amikor a pénzügyi szolgáltatónál egy –a Pmt.-ben meghatározott összeghatárt elérő- tranzakciót kezdeményeznek, a szolgáltató köteles erről adatszolgáltatást készíteni egy rendszeresített adatlap kitöltésével, majd meghatározott időközönként összesített adatszolgáltatás formájában a nyomozóhatóság számára megküldeni azt.

Amennyiben a szolgáltató az eset összes körülményeire tekintettel különösen gyanús-nak véli a tranzakciót, amelyhez azonnali rendőri intézkedést lát szükségesnek, akkor 24 órá-

ra felfüggeszti az adott tranzakciót, s az esetről haladéktalanul jelentenie kell a pénzmosás ellenes osztálynak.

A nyomozó hatóságnak ez a 24 óra áll rendelkezésre, hogy eldöntse: vajon ténylegesen pénzmosás cselekményéről van-e szó? Ez alatt az idő alatt –elvileg- teljes körűen ki kell vizsgálnia az adott esetet, összevetve az adatokat a rendelkezésére álló adatbázisban szereplő egyéb adatokkal, pl.: a tranzakcióban érintett személyek nem állnak-e körözés alatt.

Ha a nyomozóhatóság úgy ítéli meg, hogy jogos volt a gyanú és az azzal kapcsolatos felfüggesztés, akkor titoktartás mellett megkezdí a nyomozást, és az üzleti tranzakció lebonyolítását leállítatja. Amennyiben 24 óra elteltével nem jelez vissza az ORFK, illetve úgy jelez vissza, hogy nem megalapozott a bejelentett pénzmosási gyanú, akkor a szolgáltató továbbengedi a tranzakciót.

Az egy napos felfüggesztés idejére nem terheli anyagi felelősség a pénzügyi szolgáltatót; ezt követően azonban már anyagi konzekvenciái vannak, ha jogtalanul tartja vissza pénzt, -ennek veszélyét nyilvánvalóan nem szívesen vállalja fel a szolgáltató.

Az összehatárt meghaladó egyéb adatgyűjtésnél a bejelentés egy hosszabb folyamat; -itt csak bizonyos időnként történik az adatok összesített átadása az ORFK részére, illetve az adatok archiválása magánál a szolgáltatónál. Ezen adatokat 10 évig kell biztonságosan megőriznie mind a bejelentésre kötelezettnek, mind a nyomozóhatóságnak.

Az adatok megőrzésével kapcsolatos tízéves „elévülési idő” jelenthet tényleges vizsgatartó erőt a pénzmosási cselekmények kezdeményezésével szemben, hiszen jóval meghaladja a polgári jogból ismert általános elévülési időt, -de meghaladja az adózással kapcsolatos bizonylatmegőrzés idejét, illetve jó néhány bűncselekmény esetében a büntethetőséget.

Ez alatt az idő alatt a nyomozóhatóság vizsgálja a tranzakciók ismétlődésének gyakoriságát, -illetve a szokatlan ügyletekre nyilvánvalóan különös figyelmet fordít.

A 2001. évi törvénymódosítás előtti időszakban jellemző volt, hogy a szolgáltatók vonakodtak eleget tenni az a Pmt.-ben előírt bejelentési kötelezettségüknek, s az ügyfeleik bizalmának megőrzését tekintették fontosabbnak; -így az adatszolgáltatás helyett inkább a banktitok megtartására ügyeltek. A pénzügyi szolgáltatók fenti hozzáállása következtében az ORFK megfelelő osztályához évente csak néhány száz bejelentés érkezett.

Alaposan megváltozott a helyzet 2002. évtől, amikor a Pmt. módosításával párhuzamosan a Btk. pénzmosásra vonatkozó szakaszát is módosították, szigorúbbá téve a bejelentési kötelezettség elmulasztásának büntetőjogi következményeit. E módosítás után megugrott a pénzügyi közvetítők adatszolgáltatási hajlandósága, s hirtelen bejelentések tömegével árasztották el a nyomozóhatóságot. 2002. év első tíz hónapjában több mint 6 ezer bejelentés érkezett a pénzmosással foglalkozó egységhez; -a 24 órán belüli elintézését igénylő soron kívüli kérés azonban csak havonta egy-, két esetben fordult elő.

10. „Kényes kérdés”

A pénzmosással kapcsolatos bejelentési kötelezettségek kiterjesztése az ügyvédekre és a közjegyzőkre -az ügyvédi titoktartás szabálya miatt- rendkívül érzékeny terület. Ugyanakkor e kiterjesztés az általuk ellátott tevékenységre tekintettel –de megfelelő eltérésekkel-

indokoltnak mutatkozik; -ugyanakkor az uniós szabályozás ezen tevékenységekre kötelező jelleggel még nem terjed ki.

A Pmt. tárgyi hatálya azonban csak azokat az ügyvédi és közjegyzői tevékenységi köröket öleli fel, amelyeknél felmerül a kockázata annak, hogy az e jogi hivatást gyakorlók szolgáltatásainak igénybevételel pénzmosásra irányuló-, vagy azzal összefüggő visszaélés történik, vagy történhet. Az új törvénynek ebben a részében pontosítás történt a korábbi megszövegezéshez képest, amely nem volt egyértelmű; de az új szabályozás sem érinti a -minden demokratikus jogállamban alkotmányos alapelvnek tekintett- védelemhez való jogot.

Így a Pmt.-ben meghatározott kötelezettségek alól mentesítésül az ügyvéd a büntető-eljárás egésze -illetve egyéb ügyekben a bírósági eljárás- során megismert adatok, tények és körülmények tekintetében. E mentesség kiterjed az eljárás előkészítése során, illetve az eljárással összefüggésben megismert valamennyi adatra, tényre és körülményre is.

Továbbá az ügyvédek, illetve a közjegyzők tevékenységéről szóló törvények is leszögeznek, hogy a pénzmosással kapcsolatban előírt bejelentési kötelezettségük nem tekinthető a titoktartási kötelezettség megsértésének. (1998. évi XI. tv.)

Már a korábbi módosítások során Pmt. tárgyi hatálya alá vonták az ingatlanközvetítést, illetve forgalmazást, valamint az adótanácsadást, -ugyanakkor az ezzel foglalkozó ügyvédek mentesek voltak a pénzmosás gyanújának bejelentési kötelezettsége alól. Az új törvénnyel most már a bejelentési kötelezettség ezekben az esetekben is terheli az ügyvédeket.

Ugyancsak a bejelentési kötelezettség körébe vonták az ügyvédek gazdasággal kapcsolatos azon tevékenységeit, melyek során elvileg lehetőség van a pénzmosás megvalósítására, ilyenek például a cégalapítás, az üzletrészvásárlások, letétkezelés, illetve más, hasonló jellegű gazdasági tevékenységek. (2003. évi XV. tv.)

A pénzmosás elleni küzdelem csak akkor lehet sikeres, ha a nyomozó hatóságnak sikerül eljutnia a pénz végső tulajdonosához, és felderíti a bűnözői csoportokat, amelyek a bűncselekményből származó hasznot tisztára akarták mosni. Az eredményes felderítéshez elengedhetetlen a széles körben történő adatgyűjtés, mely során bizonyos értelemben sérülnek szabadság jogaink; -azonban úgy tűnik, saját biztonságunk érdekünkben el kell fogadnunk, hogy a globalizált lehetőségek mellé, „kellemtelenségek” is társulhatnak.

Felhasznált irodalmak és jogszabályok

Dr. Kereszty Béla: A pénzmosás (Magyar Jog 1995/2. 65. - 69. o.)

Dr. Auer Katalin: ET konferenciája a pénzmosásról az átalakulóban lévő országokban (Pénzügyi Szemle 1995/2. 141. – 146. o.)

Dusik Sándor: Pénzmosás (Belügyi Szemle 2000/3. 112. – 116. o.)

Dr. Barabás A. Tünde – Dr. Molnár Csaba: „A pénzmosás fantomja” (Kriminológiai Tanulmányok 37. 2000. 184. – 205. o.)

Dr. Csáky Krisztián: Új hazai szabályok a pénzmosás ellen (Adó 2002/5-6. 2. – 7. o.)

Kovács Krisztián: Lekerülünk a listáról? (Bank és Tőzsde 45. 2001.XI.09.)

Kovács Krisztián: Patyolattisztaság? (Bank és Tőzsde 46. 2001.XI.16.)

Internetes források:

<http://cabo.hu/pszaf/pme.iso>

<http://www.fatf-gafi.org/>

<http://www.pszaf.hu/magyar/frm1.asp?cont=penzmosas/penzmosas.htm>

Jogszabályok:

1994. évi XXIV. tv. a pénzmosás megelőzéséről és megakadályozásáról

1998. évi L. tv. a kábítószeres és pszichotróp anyagok tiltott forgalmazása elleni, 1988. december 20-án, Bécsben kelt ENSZ Egyezmény kihirdetéséről

2001. évi LXXXIII. tv. a terrorizmus elleni küzdelemről, a pénzmosás megakadályozásáról szóló rendelkezések szigorításáról, valamint az egyes korlátozó intézkedések elrendeléséről

2002. évi LIX tv. a terrorizmus finanszírozásának visszaszorításáról, New Yorkban, az ENSZ Közgyűlésének 54. ülészakán, 1999. december 9-én elfogadott nemzetközi Egyezmény kihirdetéséről

2003. évi XV. tv. a pénzmosás megelőzéséről és megakadályozásáról

2286/2002. (IX.26.) Korm. határozat a pénzmosás megakadályozásáról és a terrorizmus anyagi támogatása elleni további intézkedésekről

Bizottsági vita jegyzőkönyve a pénzmosás megelőzéséről és megakadályozásáról szóló T/1552. törvényjavaslatról (KJK Kerszöv CD-jogtár)

Vonzó-e Magyarország a külföldi működőtőke számára?

Ivicz Mihály – Katona Klára – Schlett András¹

A XX. század utolsó évtizede a külföldi működőtőke áramlás jelentőségére irányította rá a figyelmet. A World Invest Report adatai szerint a '90-es évek elején a világ működőtőke áramlása (Foreign Direct Investment) nem érte el a 200 milliárd USD-t, 2000-re azonban 1300 milliárd amerikai dollárt tett ki az FDI volumene. Az összes működőtőke-beruházás mintegy 60%-a a fejlett országok között zajlik (Árva, L – Ivicz, M – Katona, K – Schlett, A [2002] 16. o.)! Ez a dinamikus bővülés az UNCTAD 2002-es adatai alapján 2001-ben megtorpant és drasztikus csökkenés következett be. Elképzelhető, hogy csak egy átmeneti visszaesésről van szó, azonban a csökkenés nagyságrendje mindenképpen elgondolkodtató.

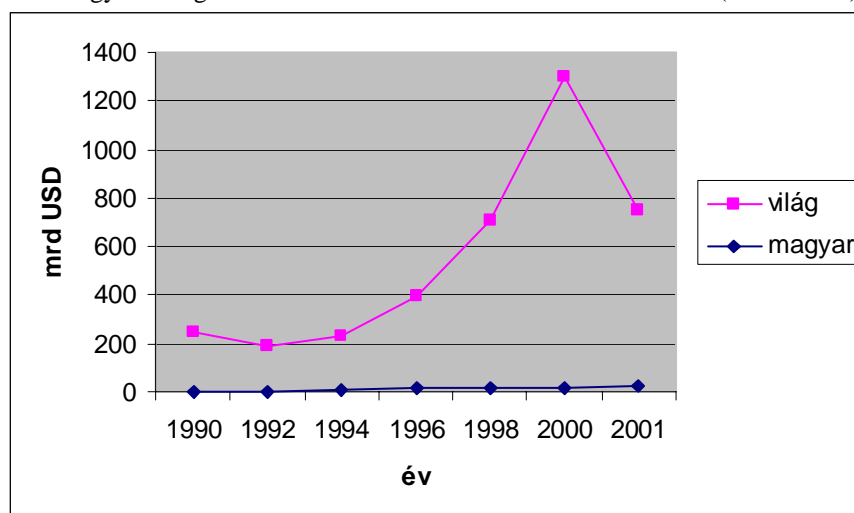
Kulcsszavak: FDI, külföldi működőtőke, Magyarország

1. Bevezetés

A külföldi működőtőke jelentős szerephez jut számos európai országban. A nettó beáramlás elmúlt évekbeli visszaesése talán súlyos problémákra hívja fel a figyelmünket. Az 1. ábra a Magyarországra áramló FDI alakulását mutatja be a kilencvenes években:

¹ Ivicz Mihály, és Schlett András tanársegédek és Katona Klára egyetemi adjunktus a Pázmány Péter Katolikus Egyetem Közgazdasági Intézetének munkatársai

1. ábra: A Magyarországra áramló FDI alakulása a kilencvenes években (millió USD)



Forrás: International Financial Statistics Yearbook 2002 és KSH adatok.

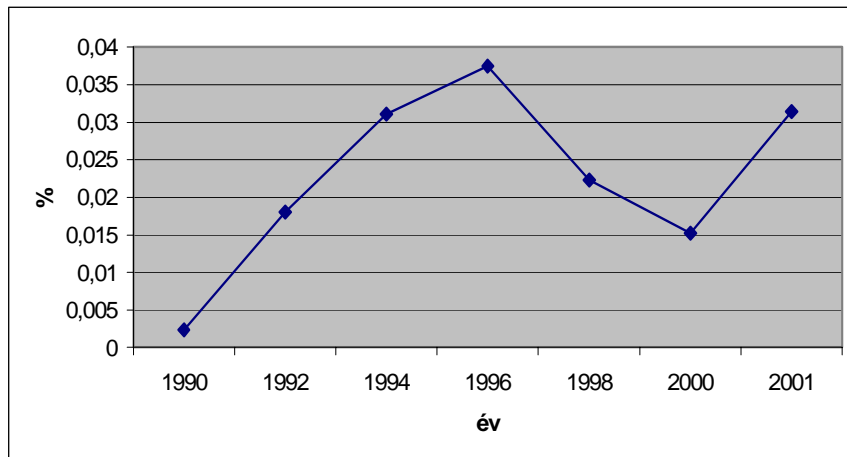
2001-ben a világ működőtőke áramlása a 2000. évi 1300 milliárd dollárról egy év alatt a felére, 700 milliárd dollárra esett vissza a fejlett országok viszonylatában, mely a teljes működőtőke több mint felét teszi ki.

A fejlődő országokba áramló működőtőke is csökkenő tendenciát mutat, míg a közép-kelet európai országok FDI áramlása stagnál ebben a két évben. A közép-kelet európai országokba irányuló működőtőke 2001-ig követte a világtendenciát, a hirtelen változás azonban csak egy évvel később érte el ezeket az országokat, köztük Magyarországot is.

Közelebbről megvizsgálva a tőkeáramlás alakulását Közép-Kelet Európában és ezen belül Magyarországon is, a következő megállapítások tehetők. Közép-Kelet Európa összes éves működőtőke áramlása 1993-ban 6 milliárd \$-t tett ki, mely 2000-re 30 milliárd dollárra nőtt. 1999-ben a teljes állomány 110 milliárd USD.

Magyarország már közvetlenül a rendszerváltást követően szabad utat engedett a külföldi működőtőke beáramlásának a készpénzes privatizáció révén. Érdeemes megjegyezni, hogy függetlenül a hasonló karakterű piacok kelet-közép európai bővülésétől, Magyarországon az éves FDI volumene nem csökkent: 1,5–2 milliárd \$ körül mozgott a teljes periódusban. Azonban ennek a jelenségnek részletesebb vizsgálata szükséges. Az alábbi ábra a magyar FDI-adatokat a világ FDI-adatoktól megszürvé ábrázolja.

2. ábra: A magyar és nemzetközi FDI adatok



Forrás: Saját számítások az International Financial Statistics Yearbook 2002 és KSH adatok alapján.

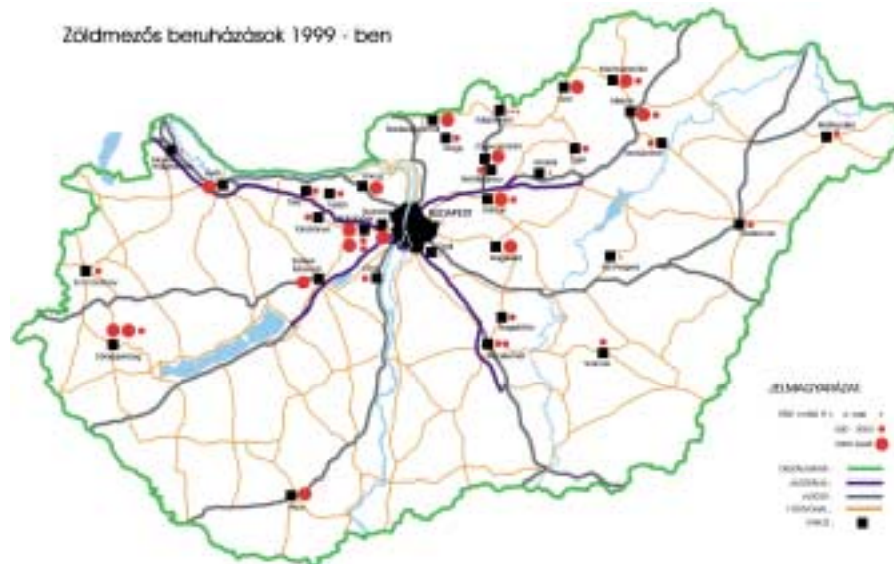
A felfelé ívelő diagram jól reprezentálja azt a tényt, hogy 1996-ig, vagyis a privatizációs folyamat végéig a Magyarországra irányuló működőtőke dinamizmusa meghaladta a világ FDI bővülési ütemét. 1996 után a zöldmezős beruházások domináltak, azonban a beruházások üteme csökkenő tendenciát mutat a világ FDI állományváltozásához képest. A 2000-ben tapasztalható magyar növekedés csalóka – a világ csökkenő tőkeáramlásának következménye. A zöldmezős beruházások dinamikájának alábbi reprezentálása alátámasztja fenti állításunkat.

3. ábra: A zöldmezős beruházások alakulása Magyarországon 1997-ben



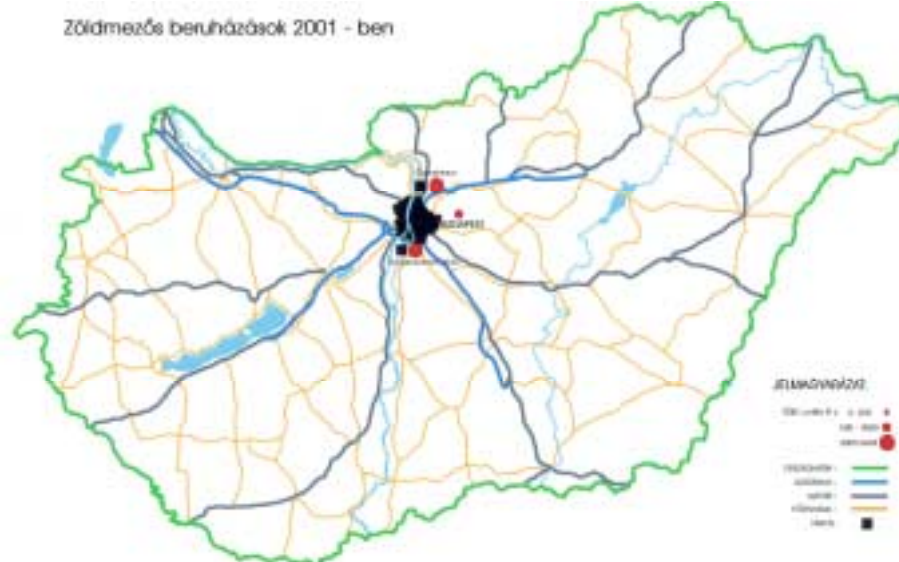
Forrás: Saját gyűjtés a Világ gazdaság 1997-es évfolyama alapján.

4. ábra: A zöldmezős beruházások alakulása Magyarországon 1999-ben



Forrás: Saját gyűjtés a Világgazdaság 1999-es évfolyama alapján.

5. ábra: A zöldmezős beruházások alakulása Magyarországon 2001-ben



Forrás: Saját gyűjtés a Világgazdaság 2001-es évfolyama alapján.

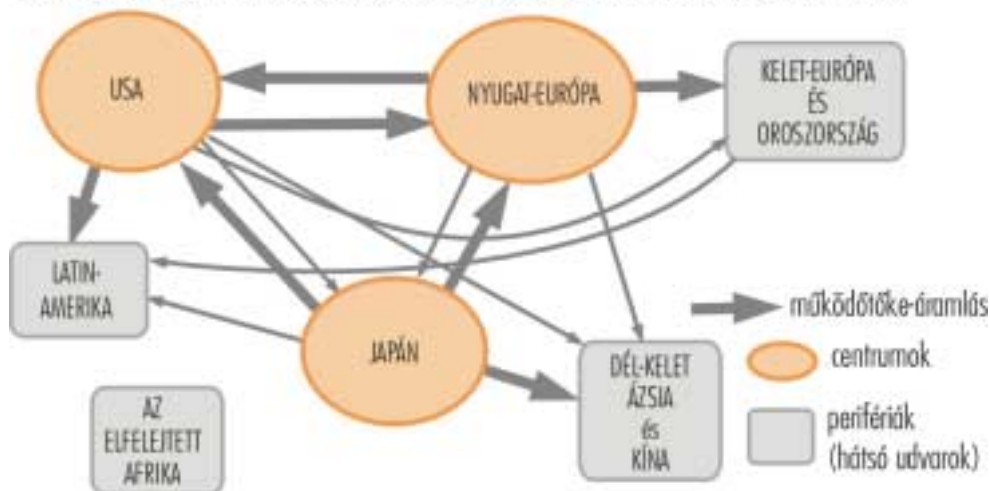
1.1. Hogyan tagozódott be Magyarország a '90-es évek elején az FDI világméretű rendszerébe?

Kenichi Ohmae fogalmazott meg azt a háropólusú világgazdasági modellt (TRIÁD), amelynek három csúcsát Észak-Amerika, Nyugat-Európa és Japán alkotja, s amelyet szatellitként vesznek körül a rendszerbe sajátos munkamegosztás révén bekapcsolódó periféria-térségek. A modellt az jellemzi, hogy a külföldi működőtőke-beruházások vonulatai mentén szerveződik, s jószerint a külkapcsolatok is a külföldi működőtőke-beruházások következményei.

6. ábra: Világgazdasági pólusok a 21. század elején

A háropólusú világ a hátsó udvarokkal a 21. sz. elején

A nagy hozzáadott értékű termékek a CENTRUMOK között, illetve a perifériák felé, az alacsony hozzáadott értékű termékek a perifériák felől a CENTRUMOKBA áramlanak



Forrás: Árva László – Ivicz Mihály – Katona Klára – Schlett András: Globalizáció és külföldi működőtőke-beruházások. Bp., Szent István Társulat. 2003.

A centrum-országok egymás között magasan feldolgozott termékeket (illetve a transznacionális vállalatok vállalaton belüli nemzetközi árumozgásának következtében részegységeket) exportálnak, a perifériaterületekről pedig a centrumországokba az alacsony hozzáadott értékű, nagy tömegű olcsó munkaerőt kívánó termékek (illetve részegységek) exportja a jellemző. Míg korábban a feldolgozó-ipari termékek illetve a nyersanyagok és mezőgazdasági termékek közötti munkamegosztás volt jellemző a centrum, illetve a perifériaországokra, a XXI. században a munkamegosztás jelentősen módosul.

A XXI. század elején a centrumországok:

- termelik a magas hozzáadott értékű termékeket és szolgáltatásokat,
- ennek során mindenekelőtt a piacvásárló külföldi működőtőke-beruházások révén igyekeznek minél nagyobb szeletet kiharítani vállalataik számára a másik két centrum-terület hatalmas és fizetőképes piacaiból,
- tovább biztosítják a hozzájuk kötődő perifériaterületekre irányuló működőtőke-exportot
- és ennek révén szervezik és irányítják az olcsó munkabérű perifériaországokban folyó alacsony hozzáadott értékű, olcsó munkaerőt igénylő tevékenységeket, valamint
- valamint szervezik és irányítják a centrum országokban nem rendelkezésre álló energia-hordozók, nyersanyagok és mezőgazdasági termékek termelését és elosztását.

A XXI. elején a perifériaországok:

- rendszerint szorosan kötődnek „hátsó udvarként” egy-egy centrumtérseghhez, amely a tőkét, technológiát, szervezési know-how-t, és végül piacot is biztosít a perifériaországok részére,
- alapvetően olcsó munkabért igénylő alacsony hozzáadott értékű termékeket állítanak elő nagy tömegben a világpiac, azon belül is elsősorban a fizetőképes fejlett országok (centrumterületek) piaci számára,
- a periféria-területeken működő transznacionális vállalatok általában országonként eltérő módon kapcsolódnak a helyi gazdaságokhoz, van, ahol szoros vertikális integrációk alakulnak ki a helyi beszállítókkal és ezáltal jelentős technológia-transzfer valósul meg, van ahol viszont az elmaradottság sivatagjaiban elszigetelten működnek a transznacionális vállalatok helyi leányvállalatai, s ezáltal a helyi gazdaságokat nem inspirálják jelentősebb fejlődésre.

A XXI. század elejére a húszadik század második felében önálló centrum-szerepre törekvő európai szocialista országok és a Szovjetunió utódállamai, valamint Kína gyakorlatilag kivétel nélkül a környezetükben lévő centrum-térsegek hátsóudvaraivá, periféria-területekké váltak, bár kétségtelen, hogy ezen országok közül több nem adta fel, hogy pár éven vagy évtizeden belül levesse periféria és hátsó udvar szerepét és átcsússzon a centrumországok közé.

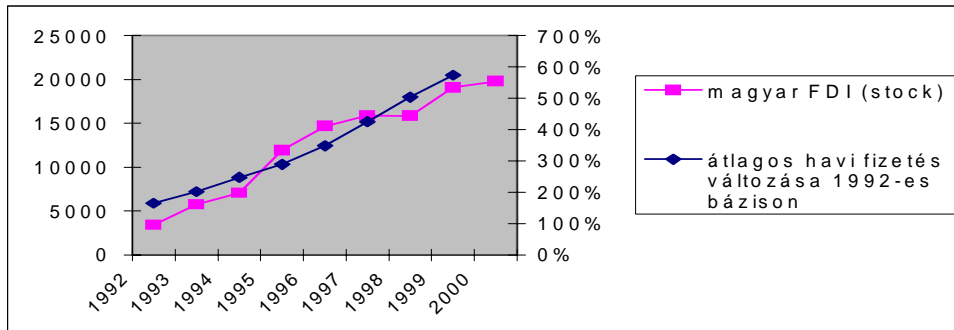
Magyarország igen gyorsan betagoledott 1990 után a világ új hárompólusú TRIÁD-jába, s a korábban egyoldalúan az európai szocialista országok, illetve a Szovjetunió felé irányuló külkereskedelmét igen gyorsan átalakította oly módon, hogy mind az importban, mind az exportban meghatározó szerep jutott az Európai Uniónak. Ezt az időszakot jogi tekintetben a privatizáció fémjelzte, melynek gazdasági motívációja a nyugati-, s azon belül az EU-országok piacvásárlási törekvése volt. Ezután az országunkba áramló FDI dinamizmusa csökkent. Ez több kérdést is felvet. Milyen szerep jut a XXI. században Magyarországnak a működőtőke-áramlás révén globalizálódott világban? Hogyan képes nemzetközi versenyképességét, tőkevonzó-képességét és a nemzetközi piacon elfoglalt helyét megőrizni, illetve javítani?

A külföldi működőtőke áramlás típusai közül – a Magyarországon általánosan elterjedt nézet szerint – az alacsony termelési költségek és a szubvenciók jelentették az ország fő

vonzerejét. Azonban a 2. ábra tanúsága szerint – amely egyértelmű csökkenést mutat a világ FDI-ból való részesedésünk vonatkozásában – ezek a faktorok nem voltak elegendőek ahhoz, hogy Magyarország versenyképességét az FDI területén fenntartsák.

Egyes közgazdák már a '90-es évek közepén arra hívták fel a figyelmet, hogy az FDI és a munkaező bére közötti korreláció pozitív, vagyis a működőtoke az országnak nem azon részeire áramlott, ahol alacsony volt a munkabér színvonal, hanem éppen ellenkezőleg (Kaderják, P [1996]). Ez a tendencia a '90-es évek második felében is folytatódott.

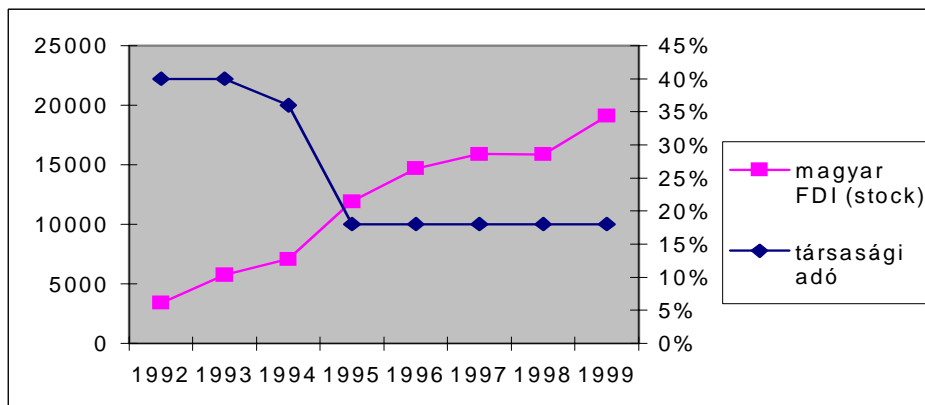
7. ábra: Összehasonlítás az FDI volumene és a munkabér alakulása vonatkozásában Magyarországon



Forrás: KSH és APEH STADI

A kormányzati támogatások és adókedvezmények sem érték el azt a hatást, ami elvárható lett volna (Katona, K [2003]), hiszen a '90-es évek második felében már a térség legalacsonyabb társasági adójával számolható a magyar vállalkozó, melyhez a külföldi befektetők számára további kedvezmények járultak.

8. ábra: Összehasonlítás az FDI volumene és a társasági adó alakulása vonatkozásában Magyarországon



Forrás: KSH és APEH STADI

Mégsem tapasztalható jelentős megugrás az éves FDI nagyságrendben, ha pedig a világ FDI-jal megszűrt adatokkal operálunk, akkor kimutatható, hogy Európa legkedvezőbb társasági adó rendszere mellett, csökkenő volumenű működőtőkeáramlás jellemezte Magyarországot.

Felvetődik a kérdés, hogy Magyarország valóban olcsóságával gyakorol-e vonzerőt a külföldi befektetőkre, avagy országunk a piacvásárló beruházások célpontjaként kell, hogy felvegye a versenyt az FDI-ért folytatott küzdelemben, hiszen „a piac nagysága tekintetében Írországgal, Dániával, Norvégiával vagyunk egy szinten”(Botos, K – Botos, J, 2003: 6). Az új koncepció a tőkevonzóképeség új formáinak kialakítását teszi szükségessé.

1.2. Az innováció szerepe és a régiók versenyképessége, tőkevonzóképesége

A régiók innovációs kapacitását növelni hivatott programot indít az Európai Bizottság. Az egyes térségek között hatalmas különbségek vannak e tekintetben, és a lemaradók felzárkóztatása nélkül az unió egészének versenyképességét sem lehet kellő mértékben javítani.

Miközben a vezető ipari központok például a németországi Baden-Württemberg, az Ile de France, a finn Uusima, a svéd Vaestsverige vagy Kelet-Anglia – bruttó hazai terméke több mint 3 százalékát fordítja kutatás-fejlesztésre, az unió számos régiójában ez a mutató a fél százalékot sem éri el. Az unió átlagos ráfordítása jelenleg 1,9% körül van, amit a tavalyi barcelonai csúcsertekezlet határozatának megfelelően 2010-ig 3%-ra kellene emelni. Ez feltétlenül szükséges ahhoz, hogy az EU az évtized végére a világ első számú tudásalapú gazdaságává válhasson.

Az innováció ösztönzésén túl persze más gazdasági-szerkezeti reformokra is szükség van a versenyképesség javításához, többek között a pénzügyi és a munkaerőpiacon. A tizenötöknek sajnos e tekintetben sincs okuk sok büszkeségre: az OECD által közzétett elemzés egyenesen úgy fogalmazott, hogy a jelenlegi folyamatok folytatódása esetén nem lesz megvalósítható a 2010-re kitűzött ambiciózus cél

A tudásalapú gazdaság ösztönzése érdekében az unió a nyáron kísérleti programot indított. Ennek segítségével a régiók kutatás-fejlesztési, emberi erőforrás és más, a nem anyagi termelési tényezőkhöz kapcsolódó kapacitásaikat fejleszthetik. A program 2,5 millió eurós idei keretére szeptember közepéig lehet pályázni. A beadott projektekben legalább három jelenlegi tagállam régióinak részt kell venni. Az Európai Bizottság által favorizált témák között technológiai auditok elvégzése, térségi szintű gazdasági-technológiai modellek szerepelnek.

A tudásalapú gazdaság helyzetét azonban nem csupán a K+F kiadások szintje jelzi. A felső- és felnőttoktatás színvonalát tekintve például szintén nagyon nagy eltérések tapasztalhatók az egyes térségek között. Az első helyeken kizárólag brit és skandináv régiók foglalnak helyet, és északi dominancia érvényesül a bejegyzett szabadalmak számában is. Spanyolország (pontosabban Madrid, illetve Navarra környéke) mindössze a high-tech iparban és szolgáltatásokban foglalkoztatottak számát tekintve tud labdába rúgni. (VG [2003] 1. o.).

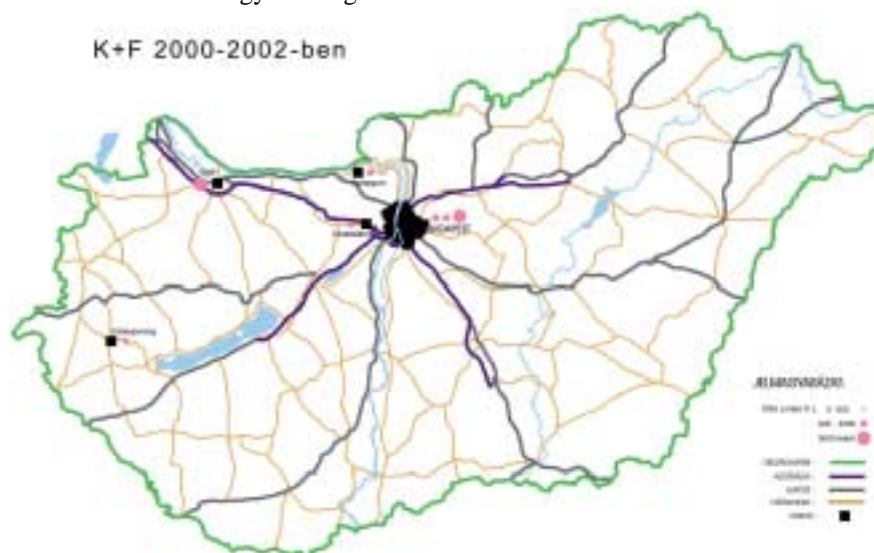
Magyarországon is új támogatási rendszer van kialakulóban. Kulcsszava a fejlesztési támogatás. Eszerint, ha egy vállalkozás legalább tízmilliárd – elmaradott térségben hárommilliárd – forint értékben indít beruházást, az állam (jelképes összegért bérelhető) közművesített telekkel segíti ezt. A cég munkaerő-kiképzési feladataiban szintén számíthat állami támogatásra. S nem utolsósorban: a támogatáshoz adókedvezmény is jár. Az elmaradott térségek fejlesztése érdekében – ahol a GDP nem éri el az EU-átlag 75%-át – ugyanis az unió engedélyezi, hogy a vállalkozások a beruházás értékének felét adókedvezményként leírassák nyereségükből. Szintén a vállalatnál maradhat a nyereség további egynegyede – ezt a fejlesztési tartaléknak nevezett részt azonban öt éven belül beruházásra kell fordítani.

Azt ugyanakkor hiú ábránd remélni, hogy a fejlesztési támogatás megkímél minket az IBM-gyárbezáráshoz hasonló meglepetésektől. A Magyarországra betelepült külföldiek egy része semmilyen kapcsolatot nem kívánt kiépíteni a hazai vállalkozásokkal: vám szabad területeiken külföldi beszállítóiktól érkező termékeiket szerelik össze, amit azonnal továbbküldenek szintén külföldi piacakra. Jelkép a termelés ideiglenességére, hogy például az IBM is csupán bérelte üzemcsarnokát, de még alkalmazottainak is körülbelül az egyharmadát! Becslések szerint a külföldi vállalkozások mintegy ötöde hasonlóan gyökértelen (ún. ipari transzplantátum), amelyek nagyobb kedvezmény ígéretében néhány hét alatt is át tudnak költözni akár több ezer kilométerrel távolabbi telephelyekre.

A fejlesztési támogatás oktatási programjából nem is ezek az összeszerelő-üzemek tudnak hasznot húzni, ahol a munkaerő kiképezhető néhány nap, sőt akár néhány óra alatt. Magyarországnak olyan nagyvállalatokra van szüksége – s talán most a támogatási rendszer is végre erre húz –, amelyek beszállítóként számítanak a hazai vállalkozókra is. Egyszerű összeszerelés helyett képzett dolgozókat foglalkoztatnak és hajlandók kifizetni az uniós szinthez közelítő béreket (jelentős probléma, hogy Magyarországon a szociális hozzájárulások a bruttó bérek 35,5%-át teszik ki míg pl. Németországban ez 20%). Az ilyen cégek alkalmasak arra, hogy magukkal ragadják az egész gazdaságot, arról nem is beszélve, hogy kötöttségeik miatt távozniuk sem egyszerű. Kérdés, hogy az összeszerelő-üzemek – előbb-utóbb törvényszerű – kitelepülésével egy időben a kormány kellő számban be tud-e csábítani magasabb termelési színvonalat képviselő befektetőket?

Felmérések szerint a Magyarországon működő nagy multinacionális vállalatok csaknem fele K+F tevékenységet is végez. A legjelentősebbek ezek közül ágazatonként: világítástechnika (GE-Tungsram); orvosi berendezések gyártása (GE-Medicor); gyógyszeripar (Sanofi-Chinoin, Astra Zeneca, Teva-Biogal, Akzo Nobel-Organon); informatika és telekommunikáció (Ericsson, Compaq, Nokia, Siemens, Motorola); gépgyártás és járműipar (Audi, Continental Teves, Volkswagen, Temic, Knorr-Bremse, Denso); elektronika (Flextronics, Samsung); gumigyártás (Michelin); háztartásvegyipar (Unilever); új anyagok előállítása (Furukawa); mezőgazdaság (Novartis-Sandoz Seeds).

9. ábra: K+F kiadások Magyarországon 2000-2002 között



Forrás: Saját gyűjtés a Világgazdaság 2000–2002-es évfolyamai alapján.

A cél az ilyen és hasonló cégek magas szellemi potenciált igénylő innovációs bázisokká és regionális központokká való válásának a támogatása, illetve a csúcstechnológiához kapcsolódó alkalmazott K+F tevékenységeket szolgáló beruházások támogatása kell, hogy legyen. Ennek adottak az alapjai, amelyek a nagy hagyományú kutatóhelyekben és a sok területen kiváló felsőoktatásban gyökereznek. Magyarország tudományos kutatási potenciálja a világranglistán a 25–27. helyre sorolható. Képzett, rugalmas és ambiciózus munkaerő áll a befektetők rendelkezésére. Ami az intézményi kereteket illeti: Magyarország tagja az összes jelentős európai K+F hálózatnak, ezért az a vállalat, amely hazánkban folytat ilyen jellegű tevékenységet, eleve részese lesz a jelenleg kialakulófélben lévő európai kutatási térségnek is.

1.3. A szolgáltató közigazgatás kialakítása

Napjainkban a korszerű szolgáltatási környezet a nemzetközi versenyképesség egyik, egyre jelentősebbé váló eleme. A hazai befektetési környezet vonzerejét is nagymértékben javíthatja az adminisztrációs terhek csökkentése, a szükséges bürokratikus eljárások egyszerűsítése. Hasonlóképpen a befektetési környezet javítását segíti elő, ha az államigazgatásban és a közigazgatásban is előtérbe kerülnek az üzleti világban meghonosodott modern szolgáltatási eljárások. A befektetők számára a kiszámítható gazdasági környezet egyik legfontosabb záloga az átlátható ügymenet, az ügyfélbarát és hatékonyan működő adminisztráció.

Az EU-csatlakozással pályázható uniós forrásokkal lehetőség nyílik az ipari parkok versenyképességének fokozására, s arra, hogy ezáltal – módosuló gazdasági funkciójuk ré-

vén – egy jelentős részük minőségileg jobb helyzetbe kerüljön. A következő években az lesz a vízvonal, hogy mely ipari parkok lesznek képesek élni az új lehetőségekkel.

Az ipari parkoknak jelentős szerepe lehet a gazdaság dinamizálásában, a versenyképesség javításában. Azáltal, hogy az infrastruktúrájuk kiépítése állami támogatásban részesül, csökkentik a letelepedni szándékozó cégek beruházási költségeit, annak időtartamát és a tőkemegtérülési időt. A park működése során – a helyi iparüzési adó 3-5 évre történő elengedése, illetve mérséklése, a telekárak (ill. bérleti díjak), többnyire kedvezményes kialakítása, a gyorsított amortizáció révén a betelepült cégek működési költségei alacsonyabbak lehetnek. A parkot működtető szervezet a betelepülő társaságoknak üzleti alapon szolgáltatásokat nyújthat. A megrendelők nagy száma miatt az egyes szolgáltatások fajlagos költsége, ezzel a termelési költség csökkenthető. A parkok a hasonló, vagy kapcsolódó gyártási kultúrák, technológiák szerint működő cégek között intenzív együttműködésre, klaszterek létesítésére is módot teremtenek. Ezen túl a markáns szakmai profillal (pl. járműgyártás, elektronikai berendezések, vegyipari termékek) rendelkező park szolgáltatásként hozzáférhetővé tehet egyes technológiákat, amelyek így olcsóbban vehetők igénybe. A parkok informatikai hálózatba szerveződésével az innovációs, logisztikai, technológiai transzfer-tevékenységek révén a versenyképesség átfogóbb jellegű növelésére nyílik lehetőség (Szilágyi, E [2003]).

2. Konklúzió

A '90-es évek első felében a Magyarországra irányuló FDI a közép-kelet európai régióhoz képest annak ellenére jelentősnek mondható, hogy az FDI által indukált profit itthoni újra befektetését nálunk – a többi országtól eltérően – nem számították bele annak mennyiségébe! Ennek üteme azonban 1996 után – a szűkülő privatizációs lehetőségek következtében – folyamatosan visszaesett, bár az 1. ábra viszonylagos állandóságról tanúskodik. Ez azonban relatív, mert a 2. ábra szűrt adatai a csökkenés tendenciáját támasztják alá. A 2. ábra 2000 utáni növekedése is félrevezető lehet, mert ez csak az FDI világméretű visszaeséséhez képest lassabban csökkenő magyar FDI következménye.

Kevés a működőtőke és sok az érte versengő ország. Ráadásul hazánk – az adatok alapján – már nem olyan vonzó a külföldi működőtőke számára. A '90-es években hazánk a periféria-országokra jellemzően az olcsó munkaerőre és a kormányzati támogatásokra helyezte a hangsúlyt. A privatizáció lezárulásáig ez a politika bizonyos tekintetben sikeres volt. Ezt követően az országunkba áramló FDI dinamizmusa csökkent. Mit tehetünk ennek a helyzetnek a leküzdésére? Tudatosan el kell határolódnunk a periféria-országokra jellemző stratégiáktól, s olyan magasabb hozzáadott értéket létrehozó tevékenységeket kell szubvencionálni, amely alapvetően K+F tevékenységen alapul. Természetesen ez sem jelent 100 %-os biztosítást a kitelepítésekkel szemben. Nem szabad elhallgatni azt a valós tendenciát, hogy az egyre éleződő profitversenyben nyugaton is általánossá váltak a vállalati karcsúsítások. Kitelepíteni, egyszerűsíteni, felmondani; ezek azok a kulcsszavak, amelyek leginkább jellemzik a mai konszernek gazdálkodását. Írországból például az utóbbi évben egy sor olyan cég vonult ki, melyek tíz évvel ezelőtt a magas hozzáadott értéket, a képzett munkát igényelték.

Az ipari parkokban rejlő lehetőségek kiaknázása mégis jelentős előrelépést jelentene. Hazánk több mint 150 ipari parkjának az uniós versenyképesség miatt mielőbb szolgáltatási-logisztikai központtá kell átalakulnia. Ehhez azonban jelentős fejlesztésekre lenne szükség. Eddig ugyanis e szervezeti struktúrák a válságmenedzselést (tőkebevonást, munkahelyteremtést) szolgálták, melynek megfelelően a beruházások terheinek 90–95%-át a tőkeszegény önkormányzatok és vállalkozások viselték. Az EU-csatlakozás azonban új helyzetet teremt: a különböző pályázható uniós források (meghatározóan a Strukturális Alapok) lehetővé teszik, hogy az ipari parkok mind nagyobb része részt vehessen a versenyképesség fokozásában, így minőségileg kerülhessen új helyzetbe.

Felhasznált irodalmak

- Antalóczy, K – Sass, M [2000]: Működőtőke-áramlások, befektetői motivációk és befektetés-ösztönzés a világgazdaságban és Magyarországon (Közgazdasági Szemle XLVII.)
- Árva, L – Ivicz, M – Katona, K – Schlett, A [2002]: A külföldi működőtőke-beruházások típusai és azok elhelyezkedése hazánkban (EURO–MIDI, Budapest)
- Botos Katalin – Botos József [2003]: Magyarország helyzete az EU-csatlakozás évében In Heller Farkas Füzetek I.évf. /1.sz. (Tarsoly Kiadó, Budapest)
- Kaderják, P [1996]: A hazai közvetlen külföldi befektetéseket meghatározó tényezőkről – egy kvantitatív elemzés (Közgazdasági Szemle XLIII.)
- Katona, K [2003]: The Impact of the Taxation System on the FDI in Hungary. In. Business and Economic Development in Central and Eastern Europe in the Period of Joining to the European Union. (11th Annual International Conference in Brno, September, 5–6, 2003.) ISBN 80–214–2445–1
- Régiók az innováció hordozói. In: Világgazdaság, 2003. augusztus 4.
- Szilágyi, E [2003]: Ipari parkok. In. Építési Piac 2003. július 30.

Az Európai Unió kockázati tőkével kapcsolatos politikája és intézményei

Kosztópulosz Andreász¹

A kockázati tőkének a nemzetgazdaságban betöltött pozitív szerepe, amely elsősorban kis- és középvállalkozások növekedésében és az innovációs aktivitás erősödésében érhető tetten, a világ fejlett országaiban mostanra általánosan elfogadottá vált. A kormányok a legváltozatosabb eszköztárral igyekeznek ösztönözni a kockázati tőke-befektetéseket. Az eszközök egy része a tőke kínálatára próbál hatni, másik részük pedig arra koncentrál, hogy olyan vállalkozásbarát környezetet jöjjön létre, amelyben megeremlődnék — a kockázati tőke elsősorú célpontjának számító — nagy növekedési képességű vállalkozások létrejöttének ill. fejlődésének feltételei. Noha az Európai Unió egyes tagállamaiban külön-külön is tesznek lépéseket a kockázati tőke-befektetések előmozdítása érdekében, de a gazdasági integráció elmélyülésével egyre inkább szükségessé vált, hogy egyfelől a tagállamok közösségi szinten harmonizálják a programjaikat, másfelől közösségi szinten is lépéseket tegyenek a kockázati tőke-befektetések ösztönzése érdekében.

A kockázati tőke-ágazat közösségi szintű fejlesztésének három fontos részterülete van. Az első az 1998-ban elfogadott és 2003 végén lezáruló Kockázati tőke Akcióterv: egy, az európai kockázati tőke-piac fejlesztésében mérföldkőnek számító közösségi program, amely azonosítja az iparág fejlődésének legfőbb akadályait, és körvonalazza az elvégzendő feladatokat. A második: az Európai Unió különféle intézményeken keresztül végzett társfinanszírozási tevékenysége, mellyel addicionális forrásokat biztosít. A harmadik: a tagállami szintű szabályozásra vonatkozó uniós megközelítés, mely befolyásolja a tagállamok által folytatott (és folytatható) önálló kockázati tőke-politikat. A három területet egyenként tekintjük át dolgozatunkban.

Kulcsszavak: kockázati tőke, Európai Unió, Kockázati tőke Akcióterv, Strukturális Alapok

1. Bevezetés

Noha az Európai Unió egyes tagállamaiban külön-külön is tesznek lépéseket a kockázati tőke-befektetések előmozdítása érdekében, de a gazdasági integráció elmélyülésével egyre inkább szükségessé vált, hogy egyfelől a tagállamok közösségi szinten harmonizálják a programjaikat, másfelől közösségi szinten is lépéseket tegyenek a kockázati tőke-befektetések ösztönzése érdekében. A közösségi szinten tett lépéseket részben az a felismerés

¹ Kosztópulosz Andreász egyetemi tanársegéd, Szegedi Tudományegyetem Gazdaságtudományi Kar Pénzügytani Tanszék

rés indokolja, hogy Európának óriási lemaradásai vannak az USA-hoz képest a kockázati tőkében rejlő lehetőségek kiaknázása terén. A lemaradást leginkább a tőkepiacok elaprózottsága okozza, azaz a világ legnagyobb egységes belső piacának szüksége van a páneurópai tőkepiac megteremtésére. A közösségi szintű fellépést indokolja továbbá, hogy az egyes tagállamokban kidolgozott, a tőkebefektetéseket ösztönző programok, valamilyen kapcsolódó közösségi szintű szabályozást is érintenek, pl. a versenyszabályozást. Az EU-ban, többek között a kockázati tőke térnyerésétől várják a kis- és középvállalkozások megerősödését, az innovációs tevékenység intenzívebbé válását, a vállalkozói szellem kialakulásának elősegítését, és ezeken keresztül a legfontosabb cél, a foglalkoztatottság növekedésének elérését.

A kockázati tőke-ágazat közösségi szintű fejlesztésének három fontos részterülete van. Az első az 1998-ban elfogadott és 2003 végén lezáruló Kockázati tőke Akcióterv²: (Risk Capital Action Plan, RCAP), egy, az európai kockázati tőke-piac fejlesztésében mérföldkönek számító közösségi program, amely azonosítja az iparág fejlődésének legfőbb akadályait, és körvonalazza az elvégzendő feladatokat. A második: az Európai Unió különféle intézményeken keresztül végzett társfinanszírozási tevékenysége, mellyel addicionális forrásokat biztosít. A harmadik: a tagállami szintű szabályozásra vonatkozó uniós megközelítés, mely befolyásolja a tagállamok által folytatott (és folytatható) önálló kockázati tőke-politkát. A három területet egyenként tekintjük át dolgozatunkban.

2. A Kockázati tőke Akcióterv

Habár a többi pénzügyi piachoz képest a kockázati tőke piaca kicsiny méretű, mégis egyedülállóan fontos forrásbevonási lehetőséget jelent a fiatal és innovatív vállalkozások számára. A Kockázati tőke Akciótervét 1998 áprilisában fogadták el az Európai Unió Cardiffi Csúcsértekezletén, mely arról a felismerésről tanúskodott, hogy a kockázati tőkebefektetések kulcsszerepet játszanak a gazdasági növekedés és a foglalkoztatottság növelése terén. Az RCAP programjának megvalósítására 2003-at határozták meg céldátumnak, fenntartva annak lehetőségét, hogy szükség szerint további intézkedéseket foganatosítsanak a 2003-at követő években is. Az RCAP-ben megfogalmazott célok és feladatok részben kapcsolódnak a Pénzügyi Szolgáltatások Akciótervhez³ (Financial Services Action Plan, FSAP), mely intézkedéseivel a pénzügyi szolgáltatások egységes belső piacának megteremtését tűzte ki célul, és teljes körű megvalósítását 2005-re irányozták elő.

Az RCAP egyaránt megfogalmaz a kockázati tőke kínálatát ill. keresletét előmozdító célkitűzéseket. Kínálati oldalról biztosítani kell, hogy a vállalkozások mindenkor, mindenhol, a megfelelő árért hozzáférjenek ahhoz az alternatív finanszírozási forráshoz, amelyik legjobban megfelel a szükségleteiknek. Keresleti oldalon pedig el kell érni, hogy kellően nagy számú, életképes vállalkozás jöjjön létre, amelyekbe fektetve a kockázati tőkés tiszteséges hozamot érhet el a kockázati vállalkozása jutalmaként.

Az Akcióterv politikai üzenete egyértelműen a foglalkoztatottság növelése volt, azaz a gazdaságpolitikai nézettel alátámasztva, hogy a vállalkozásösztönzés az egyik legfonto-

² Risk Capital: A Key to Job Creation in the European Union. SEC(1998)522.

³ Financial Services – Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan. Commission Communication, COM(1999)232.

sabb munkahelyteremtő eszköze a foglalkoztatáspolitikának, ami a vállalkozások forráshoz jutási lehetőségének javításán keresztül szorosan kötődik a kockázatitőke-piac ösztönzéséhez.⁴

Az Akcióterv kidolgozói az USA kockázatitőke-iparágát tekintve összehasonlítási alapnak tetemes különbségeket állapítottak meg: az összes kockázati tőkebefektetés vonatkozásában az USA-ban 1998-ban több mint négyszer annyi tőkét fektettek be Európához képest (1. táblázat). Ráadásul – amerikai tapasztalatok szerint – a kockázati tőke által támogatott fiatal, gyors növekedésű vállalkozásoknál általában minőségi munkahelyek jönnek létre, azaz az átlagnál jobban megfizetett, magasabb kvalifikáltságot megkövetelő munkahelyekről van szó. Arra is vannak bizonyítékok, hogy számos Európában megszületett ötletből – amelyek tulajdonképpen az oktatásra és a kutatás-fejlesztésre áldozott befektetések gyümölcseként tekinthetők – végül az USA-ban fejlesztik ki a produktumot, ami aztán ott is hasznosul, mivel kedvezőbbek az üzleti feltételek. Az EU-ban ugyanúgy probléma a legkiválóbb kutatók elvándorlása – az ún. „brain-drain” – mint Magyarországon, legfeljebb más relációkban történik mindez.

⁴ A kockázati tőke jelenléte és az új munkahelyek teremtése közötti kapcsolat alátámasztására több empirikus felmérés is készült. Az egyik ilyen felmérés szerint (EVCA 1996) az 1991 és 1995 közötti időszakban a kockázati tőkével működő cégek éves szinten 35%-os forgalomnövekedést értek el, ami éppen kétszerese az európai TOP 500 teljesítményének. Az alkalmazotti létszámbővülés tekintetében még szembetűnőbb a különbség: éves 15%-nyi növekedés szemben a „legnagyobbak” szerény 2%-ával. Hasonló eredmények születtek egy, az 1996/97-2002-es időszakra kiterjedő, brit felmérés tanúsága szerint is: a kockázatitőke-befektetésben részesülő cégek éves létszámbővülése 23% volt, szemben az 1,5%-os országos átlaggal. A magánszektorban foglalkoztatott munkavállalók 16%-át (mintegy 2,9 millió főt) kockázatitőke-befektetésben részesült vállalkozások alkalmazták (BVCA 2002). A foglalkoztatottság és a kockázati tőke közötti kapcsolatról árnyaltabb képet ad egy belgiumi, 1988 és 1995 közötti időszakot felölelő, 187 cégre kiterjedő felmérés, amely rámutat, hogy a kockázati tőke által támogatott cégek közül csak az induló vállalkozások generálnak az átlagosnál nagyobb foglalkoztatottságot, ráadásul ez a jelenség csak működésük harmadik ill. negyedik éve után válik érzékelhetővé (Van Sebroeck 2000). A legpesszimistább eredményekről egy 2002-ben publikált kutatás számolt be (Bottazzi-Da Rin 2002): több mint 500 az Euro.nm tőzsdén jegyzett cég jelentései alapján kijelenthető, hogy a kockázatitőke-befektetésben részesült cégek nem növekedtek gyorsabban, és nem teremtettek több munkahelyet, mint azok, amelyek mögött nem álltak kockázatitőke-befektetők.

I. táblázat: Kockázati tőkebefektetések az USA-ban és az EU-ban⁵ (1998-2002)

	1998	1999	2000	2001	2002
USA					
Korai életszakaszt finanszírozó tőkebefektetések	7325	15246	29297	9949	4366
Az expanziós és későbbi életszakaszokat finanszírozó tőkebefektetések	14067	39469	76834	30752	16870
Kockázati tőkebefektetések összesen	21392	54715	106131	40701	21236
<i>A GDP %-ában</i>	<i>0,25</i>	<i>0,60</i>	<i>1,09</i>	<i>0,41</i>	<i>0,20</i>
EU					
Korai életszakaszt finanszírozó tőkebefektetések	1328	2537	5433	3383	2289
Fejlesztési tőkebefektetések	4387	6991	11219	7429	6281
Kockázati tőkebefektetések összesen	5715	9528	16652	10812	8571
<i>A GDP %-ában</i>	<i>0,09</i>	<i>0,14</i>	<i>0,23</i>	<i>0,14</i>	<i>0,11</i>

Megjegyzés: az adatok millió USD-ben vannak megadva, az átszámításhoz az ECB által közölt folyó év végi dollárfolyamot használtuk fel.

Forrás: EC (2003) alapján saját számítás

Ha az EU átengedi legfőbb riválisainak a vezető szerepet a világgazdaság legígéretesebb szektorában (telekommunikáció, információs technológiák, biotechnológia), akkor ez előbb-utóbb kiszolgáltatott helyzetbe kényszeríti az uniót, ami korlátozott érdekérvényesítő képességgel és negatív külkereskedelmi mérleggel járhat.

A kockázati tőke-ellátottság elégtelenségei az európai vállalatokat túlságosan is függővé teszik a banki hitelezésből származó forrásoktól, amely konstrukciók azonban általában drágábbak és kevésbé rugalmasak. A hitellel történő finanszírozás különösen nagy terhet jelent az olyan fejlett technológiára épülő, jelentős innovációt kifejlesztő vállalkozás számára, amely működésének első éveiben általában csak negatív cash-flowt képes felmutatni. Az innovációk megvalósulása és a kockázati tőke részvételének pozitív korrelációjára empirikus bizonyítékok is napvilágot láttak.⁶

Az Akciótervben az Európai Bizottság hat témakör köré csoportosítva fogalmazta meg a kockázati tőke-befektetések kiteljesedése előtt álló akadályokat:

- a tőkepiacok elaprózottsága, másként fogalmazva: egy egységes, összefüggő európai tőkepiac hiánya,
- a kedvezőtlen intézményi és szabályozási környezet,
- a nem eléggé ösztönző adózási rendszer,
- a technológiaintenzív vállalkozások hiánya,
- az emberi erőforrásokkal kapcsolatos problémák, és végül, de nem utolsósorban

⁵ Az adatok millió USD-ben vannak megadva, az átszámításhoz az ECB által közölt folyó év végi dollárfolyamot használtuk fel.

⁶ Kortum és Lerner kutatásai szerint az USA-ban 1983 és 1992 között a vállalati kutatás-fejlesztési (K+F) kiadások 3%-ának megfelelő összeg az ipari innovációk ennél jóval nagyobb, 8%-os arányát eredményezte (Kortum-Lerner 2000). A már idézett Botazzi és Da Rin által végzett európai felmérés is pozitív kapcsolatról számolt be, kijelentve, hogy a kockázati tőke jelenléte segítséget jelent az európai innovatív cégeknek azáltal, hogy biztosítja számukra a létrejöttükhöz és a fejlődésükhöz nélkülözhetetlen tőkét (Botazzi-Da Rin 2002).

- a kulturális korlátok.

A továbbiakban áttekintjük, hogy a fenti hat területen sikerült-e az RCAP intézkedései következtében javulást elérni, illetve röviden kitérünk arra is, hogy a tervek szerint melyek a továbblépés lehetséges irányai az RCAP lezárulása után.

a. A tőkepiacok elaprózottsága

A tőkepiacok liberalizációja ellenére 1998-ban még mindig 33 különálló tőzsde, és ezeknek 18 felügyeleti szerve tevékenykedett az EU-ban. Ebben a felállásban az értékpapírpiacon kapitalizációja és likviditása messze elmaradt az amerikai rendszertől, ahol 3 nagyobb tőzsdén bonyolódik a forgalom nagy része, és ezek fölött egyetlen szabályozó testület⁷ felügyel. A töredezettséghez hozzájárultak a tagállamok közötti információáramlás és az átláthatóság nehézségei, az adó- és számviteli rendszerek, valamint a társasági jog különbözőségei, valamint a külföldi cégek kockázatértékelésével kapcsolatosan felmerülő nehézségek. A kockázati tőkés szempontjából kulcsfontosságú, hogy milyenek az „exit”, jelen esetben a tőzsdei úton történő értékesítés lehetőségei, ezért nem vonzóak számára a töredezett, nem eléggé likvid, kis piacok.

2. táblázat: Európa új tőzsdéi és a NASDAQ

	Euro NM (felbomlott 2000 decemberében)					EASDAQ	AIM	NASDAQ
	Le Nouveau Marché (F)	Neuer Markt (D)	NMAX (NE)	Euro NM Belgium (B)	Nouvo Mercato (I)	(2001/03-tól Nasdaq Europe)	(UK)	(USA)
Indulás	1996/03	1997/03	1997/03	1997/03	1999/06	1996/11	1995/06	1971/02
Jegyzett cégek száma (2001/06)	166	342	58			57	576	4378
Piaci kapitalizáció (2001/06) (milliárd €)	17,5	67,4	16,7			13,8	22,2	3781,2
Egy cégre jutó átlagos kapitalizáció (millió €) (2001/06)	105,7	197,2	n.a.	n.a.	378,0	243,0	38,5	863,7
Az index értéke a csúcshoz (2000/03) képest 2001 szept.-ben	- 91%	- 90%	n.a.	n.a.	- 92%	- 93%	n.a.	- 60%
2003-as fejlemények	az Euronext része lett	bezárt	az Euronext része lett	bezárt	2002 óta nincs új kibocsátás	bezárt	jelentős veszteségek	relatív kisebb veszteségek

Forrás: EC (2003), Fulgieri-Turner (2001)

⁷ Security and Exchange Commission (SEC)

A '90-es évek közepe-végén több új tőzsdét is létrehoztak, mely piacok kulcsfontosságú szerepet játszanak (játszottak) a nagy növekedési potenciállal bíró technológiai vállalatok finanszírozásában, és egyúttal exit lehetőséget jelentenek a kockázati tőkések számára. A 2. táblázatban szereplő új európai tőzsdék indexei 2000 márciusában kezdtek esni, szakértők ekkora teszik a „technológiai lufi” kipukkanásának kezdetét. 2001 végén kisebb mértékű élénkülés volt tapasztalható ezeken a piacokon, majd 2002 első negyedében újabb korrekció következett, az árfolyamok tovább estek. A táblázatból kitűnik, hogy az amerikai NASDAQ-on kb. négyszer annyi technológiai céget jegyeznek, mint az európai tőzsdéken összesen. Bár a NASDAQ-on szereplő részvények árfolyama is nagyot zuhant a 2000-es ill. a 2001-es év folyamán, de szemben az európai tőzsdékkal, a NASDAQ 2001-ben is likvid piac maradt: az átlagos napi forgalom 12 milliárd eurót tett ki, szemben például az AIM 4, a Nouveau Marché 8 ill. a Neuer Markt 50 milliós eurós átlagos napi forgalmával. Alapvetően három tényező játszik közre ezen tőzsdék gyenge teljesítményében:

- a globális gazdasági recesszió, aminek következtében rosszak a hozamkilátások
- csökkenő bizalom a vállalati beszámolókkal kapcsolatban (könyvvizsgáló cégek bukása)
- a kis cégek részvényeinek piaca nem elég likvid.

Az Euro NM-csoport 2000 végén feloszlott, legmeghatározóbb tagja – a Neuer Markt – 2002 végén meg is szűnt. Az egykori Neuer Markt részvényeivel való kereskedés a Deutsche Börsén folyik tovább. Ez lett a sorsa a NASDAQ Europe-nak is. A csoport többi tagja a 2000-ben létrehozott Euronext nevű tőzsdeszövetség keretében folytatja tovább működését, ami tulajdonképpen az első páneurópai tőzsdéként fogható fel, és amely kísérlet szintén hozzájárul a tőkepiacok elaprózottságának csökkenéséhez: A tőzsdék kölcsönösen elismerik egymás tagságát, és hozzáférést adnak egymás piacaihoz.

Az informális kockázatitőke-befektetések tekintetében a regionális és nemzeti üzleti angyal hálózatokat⁸ integráló, közösségi szinten működő hálózatok ösztönzése szintén hozzájárult a kockázatitőke-piacok elaprózottságának mérséklődéséhez.

Az RCAP megvalósulásának értékelő záróbeszámolója megállapítja, hogy a kiszálási lehetőségek hiánya jelenti a legfontosabb akadályát az európai magántőke-piac fellendülésének, különösen a korai életszakaszban lévő és a technológiai vállalkozásokba történő kockázatitőke-befektetések vonatkozásában (EC 2003).

b. Az intézményi és a szabályozási környezet

„Az Európai Unió intézményi és szabályozási környezete nem biztosítja a szükséges átláthatóságot és kiszámíthatóságot, továbbá nem hat ösztönzőleg az európai kockázatitőke-ágazat növekedésére” – áll a Bizottság 1998-ban kiadott állásfoglalásában (EC 1998, 12. o.). A szabályozás terén, mely mind európai, mind pedig tagállami szinten elsődleges prioritást kapott, számottevő előrelépés történt az eltelt évek során: az FSAP megvalósításának leg-

⁸ Az üzleti angyalok (vagy más néven informális kockázatitőke-befektetők) olyan – többnyire tehetős – magánszemélyek, akik közvetlenül fektetnek tőkét új, fiatal vagy növekvő, tőzsdén nem jegyzett vállalkozásokba. Az ún. üzleti angyal hálózatok olyan közvetítő intézmények, melyek képesek feloldani a piac láthatatlansága és a magas keresési költségek okozta problémákat azáltal, hogy kommunikációs csatornát nyitnak az üzleti angyalok és a kockázati tőkét kereső kisvállalkozások között.

utóbbi értékeléséből kiderül, hogy a tagállamok szinte teljes körűen alkalmazzák az abban foglalt uniós előírásokat (EC 2002/b). Az akcióterv pedig részben átfedésben van az RCAP-ben megfogalmazott feladatokkal. Ilyen, elsősorban a kockázatitőke kínálati oldalát érintő közös érintkezési pontok:

- Az intézményi befektetők – elsősorban nyugdíjpénztárok – prudenciális szabályozása, amelyek számára fokozatosan lehetővé teszik, hogy a kockázati tőke piacokon is befektethessenek⁹.
- Az Európai Bizottság javaslatot dolgozott ki a tőzsdére bevezetendő cégek tájékoztatási kötelezettségével kapcsolatban, amelynek lényege, hogy a jövőben a részvények kibocsátóinak egységesített feltételeknek kell majd eleget tenniük az EU tagállamokban, ezáltal jelentős mértékben egyszerűsödik, és olcsóbbá is válik a külföldi tőzsdéken való megjelenés. A javaslatot 2003 nyarán elfogadták.
- A számviteli ill. könyvvizsgálati rendszerek összehangolása érdekében az európai tőzsdéken jegyzett cégek számára 2005-től kötelezővé válik, hogy konszolidált beszámolóikat a Nemzetközi Számviteli Standardok (IAS) előírásainak megfelelően készítsék el. Ezzel párhuzamosan a kis- és középvállalkozások (kkv-k) többségét részben mentesítették a beszámolási szabályok alól.
- A közelmúltban leplezett amerikai vállalati csalások készítették a Bizottságot arra, hogy egy tanulmányt készítsen a vállalatok adatszolgáltatási kötelezettségeiről. A tanulmány következtetéseit alapul véve, az ECOFIN Tanács 2002-ben egy a vállalati jog szakértőiből álló csoportot kért fel, hogy dolgozzák ki a szükséges ajánlásokat avégett, hogy a befektetői bizalom helyreálljon. Emellett egy akcióterv is készül, mely társasági jogi változtatásokat céloz, illetve a vállalatvezetés ellenőrzésének¹⁰ legjobb szervezeti megoldásait igyekszik feltárni annak érdekében, hogy elejét vegye az újabb pénzügyi botrányok kialakulásának.

Az RCAP megfogalmaz olyan önálló területeket, intézkedéseket is, melyek nem szerepelnek az FSAP-ben. Ezen független elemek tekintetében két ponton értek el eredményeket:

⁹ Az intézményi befektetőkre vonatkozó előírások tekintetében két jól elkülöníthető álláspont alakult ki: az egyik szerint előre meghatározott korlátokat kell beépíteni a szabályozásba, és a befektetők csak ezen korlátok erejéig valósíthatnának meg bizonyos tőkekihelyezéseket, pl. az általuk kezelt vagyonnak csak egy – jogilag szabályozott – hányadát fektethetnék külföldi részvényekbe. A kontinentális Európa nagy részén ezt az elvet követik. A szigorú szabályozás célja a befektetők (közvetve a megtakarítók) által viselt kockázat csökkentése. A másik álláspont szintén a megtakarítók által viselt kockázat alacsony szinten tartását célozza, de ahelyett, hogy konkrét, számszerűsített előírásokban rögzítené, hogy adott intézményi befektető mibe mennyit fektethet, sokkal liberálisabb elvet érvényesít: az intézményi befektetőkre bízza, hogy miként diverzifikálják portfóliójukat feltételezve, hogy azok hosszú távú érdekeiket követve úgy fognak eljárni, mint ahogy azt bármelyik prudens befektető tenné. Ezt a megközelítést hívják „prudent man” szabályozásnak. Utóbbi elvet alkalmazzák az angolszász területeken, és ott a nyugdíjalapok részvétele a kockázatitőke piacon meghatározóbb. (EC 1999) Vannak persze komoly ellenérvek is nyugdíjalapok befektetéseinek túlzott mértékű liberalizációja ellen: számítások szerint az amerikai nyugdíjalapok tagjainak 5-10 milliárd dollár veszteséget okozott csak az Enron csődje, és nem ez volt az egyetlen csődbe jutott szépígeretű vállalkozás.

¹⁰ A szakirodalomban egyre gyakrabban bukkan fel a téma megjelölésére használt, angol „corporate governance” kifejezés.

- Az Európai Bizottság (a nemzeti sajátosságokat jól ismerő szakértők bevonásával) reformjavaslatokat dolgozott ki a fizetésképtelen ill. csődhelyzetbe került cégek törvényi szabályozásával kapcsolatban. A Bizottság célja az volt, hogy javítson a sikertelen vállalkozásokat megbélyegző üzleti klímán, hiszen ez az új vállalkozások létrejötté ellen hat. Míg az USA-ban a „tanulási folyamat” részeként elfogadják, ha egy-egy vállalkozás csődbe jut, addig az európai vállalkozóknak egyfajta stigmaként kell viselniük kudarcukat, és nehezen kapják meg az esélyt az újrakezdéshez. A szakértői csoport a legjobb gyakorlatok feltérképezésével a pénzügyi nehézségekre már korán figyelmeztető rendszerek bevezetését is szorgalmazza.
- Az innovatív, jelentős növekedési potenciállal bíró vállalkozások számára jelentene komoly előrelépést az európai szabadalmi rendszer reformja, hiszen bár létezik az Európai Szabadalom¹¹, az független az uniótól. A tervezett Közösségi Szabadalom bevezetése egyrészt csökkentené a szabadalmi eljárás költségeit, másrészt egységes jogvédelmet garantálna a szabadalmak számára.

c. Az adózás egyes kérdései

A kockázati tőkének és az adórendszereknek több kapcsolódási pontja is van, és az adózási kérdések mind kínálati oldalon (pl. tőkejövedelmek adóztatása), mind pedig keresleti oldalon (pl. a vállalkozások adóztatása) fontos szerephez jutnak a kockázati-tőke-befektetésekkel kapcsolatos döntésekben.

A tőkejövedelmek adóztatása az egyik legellentmondásosabb adózási kérdés. A magán megtakarításokat sújtó, a kifizetők által kötelezően levonandó adók 0 és 51 százalék között mozognak, de egyes tagországokban a társaságok által fizetendő tőkejövedelem-adók is hasonlóan magas szélső értékek között ingadoznak. Az eltérő adókulcsok, valamint a tőke Európán belüli mozgékonyága azt eredményezi, hogy a megtakarítások mértéke tagállamonként jelentősen differenciálódik, illetve a megtakarítások jelentős része más államokban keres befektetési lehetőséget. (Jobbik esetben az EU keretein belül, de egyáltalán nem kizárt a közösségen kívüli területekre történő tőkeáramlás sem.)

Közismert, hogy a társasági adók befolyásolják a vállalkozási kedvet, a befektetések kockázatát, az üzleti megtakarítások nagyságát és ezen keresztül a befektetési alapokat is. Az EU költségvetési filozófiája szerint a jövedelemadó a nemzeti gazdaságpolitika eszközei, így az EU jelen viszonyai között nincs helye az egységesítő törekvéseknek. A társasági adó feltételeiben is komoly eltérések vannak az egyes tagországok között (a legalacsonyabb adókulcs 16%-os, a legmagasabb 40%-os), amiből következően jelentős mind az EU-ból kiáramló, mind az EU-tagországok között mozgó tőkeállomány. A fejlett tagországok az integráció tőkemegtartó képességének javítása érdekében többször kezdeményezték az adókulcsokban lévő különbségek szűkítését, illetve az adóalapok egységes meghatározását, egyelőre azonban nincs egységes álláspont a közösségi adóharmonizációt tekintve: míg például Nagy-Britannia hagyományosan versenytényezőként kezeli az adórendszert, addig Németország és Franciaország inkább hajlanak a közösségi szintű szabályozás felé. Mindazonáltal le kell szögezni, hogy az alacsony társasági adókulcs önmagában nem feltétlenül jelent ténylegesen

¹¹ Az Európai Szabadalom az európai szabadalmak engedélyezéséről szóló 1973. október 5-én kelt Müncheni Egyezmény alapján megadott szabadalom. Magyarország 2003. január 1-ével csatlakozott az Egyezményhez, amelynek ma már 24 állam tagja, beleértve az EU összes tagállamát.

kis adóterheket, mivel a vállalati adózásban a társasági adó csak az egyik tényező. Országonként más és más az adóalap, a közvetett adók szintje, és igen eltérőek az egyes befektetőknek nyújtott kedvezmények, holott az effektív adóterhet csak ezek ismeretében lehet kalkulálni.

Európai szinten nem lehet kockázati tőkére vonatkozó adószabályokról beszélni, hiszen a fiskális politikát, így az adórendszert is az egyes tagállamok nemzeti szinten alakítják ki. Van azonban néhány olyan pontja az adózásnak, ahol általános tendenciákat lehet felvázolni, és ahol a tagállamoknak lehetőség szerint összehangoltan kell előremutató lépéseket tenniük.

A tagállamokban alkalmazott gyakorlat átfogó vizsgálata mind 1998-ban, mind 2002-ben azt mutatta, hogy a kölcsöntőke hozadékát terhelő (kamat-) adók alacsonyabbak a saját tőke hozamát terhelő (osztalék-) adóknál, azaz az adórendszerek az idegen (visszafizetendő) forrásokból történő finanszírozást preferálják. Ez a fajta adórendszer egyáltalán nem vonzó a kockázati tőke számára, hiszen annak a tulajdonosi szerepvállalással együtt járó magasabb kockázat fejében, a hitelezőkénél magasabb hozamelvárásai vannak. Előrehaladás történt ugyanakkor egyes részterületeken: számos országban mentesítették a magánszemélyeket az osztalékadó fizetése alól, adókedvezményeket dolgoztak az üzleti ingatlanok befektetéseinek ösztönzésére; bilaterális egyezményekkel biztosítják, hogy a ne kelljen kétszer adózni a külföldön szerzett jövedelmek után.

2003-ban tette közzé az Európai Kockázatitőke Szövetség (EVCA¹²) azt a felmérést, amelyben tíz tényező figyelembevételével egyfajta sorrendet állított fel az Európai Unió tagállamai között arra vonatkozóan, hogy mennyire kedvez a kockázatitőke-befektetéseknek az adott tagállamban kialakított jogi környezet ill. adószabályozás (EVCA 2003). A felmérés készítői külön hangsúlyozzák, hogy pusztán a jogi szabályozás figyelembevételével nem lehet megfelelő befektetési döntéseket hozni, de a felmérésben szereplő 10 szempont mindenféleképpen befolyásolja a kockázati tőkés döntéseit. Az alábbi tényezőkről van szó:

- a kockázatitőke-alapokra, befektetési alapokra vonatkozó szabályozás
- a vállalati egyesülésekkel, felvásárlásokkal kapcsolatos szabályozás
- a nyugdíjalapokra mint a kockázati tőke potenciális forrásaira vonatkozó szabályok
- a társasági adó mértéke
- a kvv-k differenciált társasági adójának mértéke
- a magánszemélyek tőkejövedelmeinek adókötelezettsége
- az adókedvezmények, egyéb ösztönzők magánszemélyek tőkebefektetéseihez kapcsolódóan
- a részvényopciók adózása
- a vállalkozói környezet
- a K+F ösztönzésére kidolgozott fiskális eszközök

Az itt felsorolt szempontokat minden egyes tagállamban megvizsgálták, és pontozták akképpen, hogy a kockázati tőke szempontjából kedvező szabályozásnak 1, a kevésbé kedvezőnek 2 ill. 3 pontot adtak. A kapott pontszámokat végül átlagolták, és így alakult ki a végső sorrend (3. táblázat):

¹² European Venture Capital and Private Equity Association

3. táblázat: Az EU tagországok szabályozási környezete mennyire kedvez a kockázati tőkének?

Tagállam	Pont-
Egyesült Királyság	1,20
Írország	1,58
Luxemburg	1,67
Hollandia	1,79
Olaszország	1,96
Görögország	1,96
EU-15 átlag	2,04
Franciaország	2,09
Svédország	2,09
Belgium	2,14
Spanyolország	2,17
Finnország	2,25
Portugália	2,32
Németország	2,41
Dánia	2,48
Ausztria	2,53

Forrás: EVCA (2003, 7. o.)

A rangsorra pillantva látható, hogy az élenjáró ország az Egyesült Királyság, a se-reghajtó pedig Ausztria. (Érdekeség, hogy a kockázati tőke-piac aktivitása, szerepe tekinté-tében is hasonló ezen tagállamok relatív helyzete az országok rangsorában, azaz úgy tűnik, valóban létezik valamiféle korreláció a szabályozási környezet minősége és a kockázati tőke-piac teljesítménye között.)

Egy ígéretes új kezdeményezés az adózás területén az „anyaország szerinti adózás” (home state taxation) koncepciója, ami alapján egy kísérleti program fog indulni a kkv-k szá-mára (EC 2003/b). Az elképzelés szerint a vállalkozások dönthetnének úgy, hogy adóalapju-kat az EU területén végzett tevékenységük után (beleértve a külföldi telephelyekét és leány-vállalatokét is) azon tagállam jogszabályai szerint számítják ki, ahol a vállalkozás székhelye található. Ezzel jelentősen csökkennének az üzleti tevékenységüket az EU teljes belső piacá-ra kiterjesztő kkv-k adózással összefüggő adminisztratív terhei.

d. A csúcstechnológia területén működő vállalkozások hiánya az EU-ban

A kockázati tőke szerepének erősítéséhez elengedhetetlen, hogy folyamatosan ren-delkezésre álljanak jó befektetési lehetőségek, azaz ígéretes induló vállalkozások. Az 1998-as megállapítás szerint Európában messze nem létesül annyi új vállalkozás, mint amennyit a

tudományos kutatóközpontokban születő eredmények lehetővé tennének, azaz ezek az eredmények nincsenek kellőképpen kiaknázva. A különböző nemzeti ill. regionális szinten kidolgozott programokhoz kapcsolódó tudományos és ipari parkok ill. innovációs központok ugyan számos sikert fel tudnak mutatni új technológiákkal foglalkozó cégek megtelepedését illetően, de ezek a vállalkozások évek múlva is csak kisvállalkozásnak minősülnek (átlagosan 10 főnyi létszámmal működésük első 10 évét követően is).

A probléma egyik megoldását jelentené a kkv-k közötti szorosabb együttműködést szolgáló hálózatok fejlesztése, valamint a vállalkozások és a tudományos kutatóközpontok, egyetemek kapcsolatának elmélyítése. A több mint 1500 európai kkv részvételével 1999-ben létrehozott Csúcstechnológiai Vállalkozások Európai Szövetsége¹³ szintén az együttműködést elősegítő intézkedésnek bizonyult.

A létesülő új vállalkozások relatíve alacsony számának hátterében megtaláljuk az új vállalkozások alapítására vonatkozó szabályok merevségét is. A vállalat alapítás tekintetében jelentős különbségek mutatkoznak az EU tagországai között: míg Franciaországban elméletileg akár egy nap alatt is létre lehet hozni vállalkozást, addig ez Portugáliában minimum 3 hétig eltartó procedúra. Az időtényező mellett fontos az alapításhoz szükséges tőke, ill. az alapítással járó költségek nagyságrendje is: ebben a tekintetben Írország biztosítja a legkedvezőbb feltételeket az alakuló vállalkozások számára.

e. Emberi erőforrások

1998-ban becslések szerint mindössze 3000 olyan kockázatitőke-szakértő volt Európában, akik fő tevékenységként foglalkoztak kockázatitőke-befektetésekkel, azaz akiknek szerepe nem merült ki a tőke juttatásában, hanem ténylegesen szerepet vállaltak a finanszírozott cég(ek) működtetésében. A másik oldalon pedig hiány mutatkozott a vállalkozó kedvű magánszemélyekből is. Mindkét jelenség az oktatási rendszerek és a különféle képzések terén tapasztalható hiányosságokkal áll összefüggésben, így ezeken a területeken kezdeményeztek intézkedéseket, újításokat kezdeményezni.

Felmérések megállapították, hogy míg az Egyesült Államokban a kockázatitőke-befektetések mindössze 20%-a került olyan vállalkozásokhoz, amelyek első ízben fogadtak ilyen típusú befektetést, 80%-ban másod- vagy többedkörös finanszírozás történt, addig az EU-ban a befektetések háromnegyedében olyan vállalkozások jutottak tőkéhez, melyeknek korábban nem volt kapcsolatuk kockázatitőke-alapokkal (EC 2003/a). Az adatokból azt a következtetést vonhatjuk le, hogy az USA-ban működő alapok menedzserei általában véve tapasztaltabbak és hosszabb távú befektetési stratégiákat követnek, mint európai kollégáik, és alaposabban nyomon követik befektetéseik utóéletét. A kockázatitőke-szakma erősítése céljából az EVCA különféle képzési programok összeállításán dolgozik, az Európai Befektetési Alap¹⁴ pedig a Magvető Tőke Program¹⁵ keretében fiatal befektetési szakembereknek biztosít lehetőségeket a szakma gyakorlati fortélyainak elsajátítására.

Az Európai Bizottság kezdeményezésére 2002-ben tanulmányt készítettek annak felmérésére, hogy az egyes tagállamok oktatási rendszerébe mennyire van beépítve a „vállalkozóvá nevelés” (EC 2002/c). A tanulmány következtetései között szerepel az az ambiciózus

¹³ The European Federation of High Tech Enterprises

¹⁴ Az Európai Befektetési Alapról később még lesz szó.

¹⁵ Seed-Capital Action – ld. később.

célkitűzés, hogy iskolai képzése alatt minden fiatalnak meg kell ismerkednie a vállalkozások világával. Az eszközök igen változatosak: a diákok által működtetett „mini-vállalatoktól”, az olyan nemzetközi programokon át, mint a Junior Achievement¹⁶, egészen a „Vállalkozásoktatás Európai Napjának” megszervezéséig, illetve a felsőoktatásban használható „Vállalkozókészség” oktatócsomag¹⁷ összeállításáig, és a főiskolák ill egyetemek rendelkezésére bocsátásáig terjed.

A vállalkozóvá válás szempontjából fontos, hogy az adott vállalkozás alkalmazottainak juttatási csomagjában megjelennek-e a tulajdonrészek vagy a részesedésszerzésre vonatkozó opciók. Tapasztalatok szerint az alkalmazottaknak az ilyen úton történő bevonása azon túlmenően, hogy ösztönzőleg hat munkájukra, hozzájárul a vállalkozói mentalitás kialakulásához is. Idővel esetleg maguk is önálló vállalkozást indíthatnak, vagy éppen ezáltal oldódik meg az utódlás problémája az adott vállalkozásban. Másrészt, főként az induló innovatív vállalkozások körében, problémát okoz a fejlesztésekhez nélkülözhetetlen kutatók, mérnökök vállalkozáshoz csábítása, mivel a vállalkozás még nem tudja kielégíteni a szakemberek magas fizetési igényeit. A részvényopciók felkínálása megoldást kínálhat erre a gyakorta felmerülő javadalmazási nehézségre is.¹⁸

A Bizottság szakértői csoportot kért fel a részvényopciók formájában történő díjazás rendszerének kielemezésére, illetőleg szabályozási kérdéseinek átgondolására.

f. Kulturális korlátok

Kulturális korlátok alatt 1998-ban tulajdonképpen a vállalkozásokhoz, a kockázatvállaláshoz, a tőkefelhalmozáshoz, a munkaerő mobilitásához valamint az üzleti szféra és az egyetemek közötti kapcsolathoz való jellemzően konzervatív (az amerikaihoz képest) európai hozzáállást értették. A jelenség visszavezethető kulturális tényezőkre, de alapvetően történelmi, társadalmi és természetesen gazdasági okai vannak. A RCAP-ben ezzel a jelenséggel kapcsolatban feladatként azt jelölték meg, hogy az európai társadalmakat minél szélesebb körben tájékoztatni kell a kockázati tőkének a gazdaságban betöltött szerepéről, és lehetőség szerint bátorítani kell a tőke fogadására alkalmas vállalkozásokat arra, hogy a kockázati tőkésekhez forduljanak finanszírozási igényeikkel. Erre a feladatra valamennyi, a kockázati tőkével kapcsolatba kerülő szereplőt felkérték.

Idővel még egy elem hangsúlyossá vált a kulturális korlátok között, ez pedig nem más, mint a vállalatok vezetőinek erkölcsös magatartása, ami különösen a közelmúlt amerikai vállalati botrányait követően került előtérbe.

¹⁶ A Junior Achievement egy non-profit oktatási szervezet, amelynek programjai a világ 98 országában megtalálhatók, és évenként több mint 2,5 millió diák számára teremtik meg azt a lehetőséget, hogy megismerhessék a vállalkozás és a gazdasági élet világát.

¹⁷ Az Entrepreneurship Toolkit nevű oktatási csomagot az EVCA állította össze, 2002-ben 500 európai egyetemhez és főiskolához juttatták el, hogy az intézmények annak segítségével beindíthassanak egy féléves kurzust kockázati tőke témakörében.

¹⁸ A szakirodalom – rendkívül szemléletes megfogalmazást használva – „sweat equity” néven hivatkozik a fentiekben említett munkával szerzett tőketípusra.

g. Egyéb tényezők

Az RCAP, valamint az annak megvalósulását nyomon követő tanulmányok 2002-re még két fontos területtel bővültek ki: egyrészt a K+F-hez való kapcsolódását, másrészt az állam kockázati tőkésként való magatartását, ill. az állami támogatásoknak a Közös Piac elveivel való összeegyeztethetőségét vizsgálják.

A kutatás-fejlesztéssel kapcsolatban az Európai Unió tagállamai a 2002-es Barcelonai Csúcsértekezleten elhatározták, hogy uniós szinten a GDP 3%-ra emelik a K+F kiadásokat 2010-ig¹⁹, méghozzá úgy, hogy ennek 2/3-a a magánszektorból kell, hogy érkezzen. Ennek érdekében a célkitűzéshez kapcsolódó akciótervben (EC 2003/c) egyrészt olyan elemek találhatók, amelyek a kutatások és az innováció finanszírozhatósága érdekében támogatják a garanciarendszerek felállítását, a kockázati tőke-befektetéseket illetve a hatékony és integrált pénzügyi piacok elérését az intenzív kutató-fejlesztő tevékenységet végző kkv-k számára. Másrészt, az akcióterv olyan intézkedéseket is fogantat, melyek ösztönzőleg hatnak a kockázati tőke-piac keresleti oldalára, azaz:

- olyan reformokat kezdeményez, melyek által lehetővé válna, hogy az állami kutatóintézetek előbb kapcsolatrendszert építsenek ki az üzleti világgal, így például támogatja az inkubátorok és a magvető befektetéseket végző alapok létrehozását
- ösztönzi az ipar irányában megvalósuló technológiatranszfert, valamint spin-off cégek²⁰ létrehozását
- bátorítja a fiskális és egyéb ösztönzők összehangolt alkalmazását annak érdekében, hogy ösztönözze az intenzív kutató-fejlesztő tevékenységre berendezkedő cégek alapítását és növekedését.

Az állami támogatások kérdéskörét – annak fontossága miatt – külön fejezetpontban vizsgáljuk.

h. A továbblépés lehetőségei

Az RCAP a teljes, 1998-2003 periódust figyelembe véve egy sikeres program volt. A kockázati tőkével kapcsolatos lépések a politikai programok legfontosabb elemei közé emelkedtek regionális, nemzeti és közösségi szinten egyaránt. Az akcióterv legtöbb célkitűzését már 1998-ban sikerült megvalósítani. Az RCAP természetesen tartalmaz olyan intézkedéseket is, amelyek – természetük miatt – nem köthetők megvalósítási határidőkhöz, viszont ezeken a területeken is minőségi javulásról lehet beszámolni.

¹⁹ 2000-ben az Európai Unió országai GDP-jük 1,9%-át fordították kutatás-fejlesztésre. A célkitűzés összhangban van a 2000-ben megtartott Lisszaboni Csúcson megfogalmazott ambíciózus (és hangzatos) célkitűzéssel, amely szerint 2010-re az Európai Közösséget a világ legdinamikusabb és legversenyképesebb tudásalapú társadalmává kell tenni.

²⁰ A spin-off vállalkozások az egyetemokről, felsőoktatási intézményekből, közfinanszírozású kutatóhelyekről kiváló technológia-intenzív cégek, melyek általában a kutatóhelyek szellemi eredményeinek felhasználásával alakulnak – képletes kifejezéssel szólva: anyaintézményükből kiperdülnek, kiröppennek, kirajzanak (Kleinheitz 2001).

Bár az európai kockázatitőke-piac jelentős mértékben átalakult az elmúlt öt évben, a lisszaboni célok eléréséhez nélkülözhetetlen feltétel egy jóval hatékonyabb és szofisztikáltabb páneurópai kockázatitőke-iparág létrejötte. Ennek érdekében a megszerzett tapasztalatokra építve a Bizottság továbbra is nyomon követi a kockázatitőke-piac változásait, és folyamatosan elemzi az előrelépés lehetőségeit azokon a területeken, ahol sérül a hatékonyság. Ezen jövőbeli elemzések lehetséges részterületei valószínűleg az alábbiak lesznek (EC 2003/a):

- a kockázati tőke szabályozással összefüggő keretfeltételeinek fejlesztése
- a kockázati tőkések kiszállási lehetőségeinek javítása
- az információs szakadék szűkítése a kínálati oldal szereplői, valamint a vállalkozások és vállalkozók (a keresleti oldal) között, ami jelenti egyfelől az egymásra találás megkönnyítését, másfelől a kkv-k költséghatékony és megbízható minősítését, ami megkönnyítheti a speciális kockázatok értékelését²¹
- stratégiai cél: ledolgozni a lemaradást az USÁ-val szemben, ennek érdekében át kell ültetni európai környezetbe az USÁ-ban sikerrel alkalmazott intézkedéseket, eszközöket, intézményeket
- folytatni kell a kockázatitőke-iparág közösségi szintű támogatását.

3. A kockázati tőke állami támogatásával kapcsolatos EU-szabályozás

A kockázatitőke-piac működésébe történő állami beavatkozás elfogadható módjára vonatkozóan létezik egy sajátos, európai uniós megközelítés (Slolock 2001), mely az állami szerepvállalást – bizonyos feltételek megléte esetén – elfogadhatónak és ösztönző erejűnek tartja a piac tökéletlensége miatt háttérbe szoruló vállalkozások és a magántulajdonú kockázatitőke-szektor fejlődése szempontjából.

Az Európai Unió versenyjoga igen tágan értelmezi az állami támogatásokat: az EK Szerződés 87. cikke lefekteti, hogy *bármilyen formájú tagállami vagy tagállami forrásból nyújtott támogatás, amely korlátozza vagy korlátozással fenyegeti a versenyt – amennyiben érinti a tagállamok közötti kereskedelmet – összeegyeztethetetlen a közös piaccal*. Eszerint minden olyan támogatást ide sorolnak, amelyeket az állami, helyi vagy regionális szervek nyújtanak, sőt az olyan magánforrásokból származó forrásokat is beleértik, amelyek az állam közvetlen vagy közvetett domináns befolyása alatt állnak.

Az Európai Bizottság megvizsgálta, hogy a Szerződés 87. cikke hogyan hozható összefüggésbe az állam kockázati tőke ösztönzésére tett lépéseivel (EC 2001/b). A kockázati tőke állami támogatása ugyanis a Bizottság véleménye szerint kockázatokat hordoz, mely kockázatok három elkülönülő formában nyilvánulhatnak meg:

- A kedvezményezetteknek nyújtott előnyök nemkívánatos torzulást eredményezhetnek a versenyben, hátrányba hozva a versenytársakat.

²¹ Ilyen minősítés lehet például a technológiai rating, amely lehetővé tenné az új technológiák alkalmazásában rejlő lehetőségek értékének megbízhatóbb meghatározását.

- Fennáll a holtteher-veszteség elszívésének kockázata, amennyiben olyan vállalkozások is tőkéhez jutnak az állami intézkedésekkel összefüggésben, amelyek egyéb módon is hasonló feltételekkel hozzájuthattak volna a forrásokhoz, és ezáltal a közpénzek felhasználása nem tekinthető hatékonynak.²²
- A kizorítási hatás kockázata, mely a Bizottság értelmezésében azt jelenti, hogy az állami támogatás formájában megnyilvánuló szerepvállalás esetleg elbátortalaníthat más, potenciális befektetőket.

A Bizottság megállapítása szerint az alábbi három relációban beszélhetünk állami támogatásokról:

- a befektetőknek nyújtott támogatás
- a kockázati tőke-alapoknak ill. egyéb közvetítőknek nyújtott támogatás
- a kockázati tőkebefektetésből részülők vállalkozásnak nyújtott támogatás.

Amennyiben megállapítható, hogy a 87. cikk hatálya alá tartozó állami támogatásról van szó, akkor meg kell vizsgálni, hogy a támogatás adott formája összeegyeztethető-e a Közös Piac elveivel. A 87. cikk ugyanis tételesen felsorolja azokat az eseteket, amikor a közösségi versenyjog nem utasítja el az állami támogatások lehetőségét. Főszabályként leszögezzük, hogy az állami támogatások akkor tekinthetők elfogadhatónak, ha azok a Közösség által is kitűzött gazdaság- és társadalompolitikai célok alapvető elérési eszközeit jelentik.

A szabályozás rugalmasságának biztosításához nagy mértékben hozzájárul a gyakran alkalmazott, ún. *pari passu*-alapelv. Eszerint nem minősül állami támogatásnak, ha az állam ugyanolyan feltételekkel teszi elérhetővé forrásait, mint amilyenek a magánbefektetőkre érvényesek.

A gyakorlatban igen nehéznek bizonyult a kockázati tőke terén megvalósított állami szerepvállalás egyes elemeit megfeleltetni a versenyjog állami támogatásokról szóló fejezeteinek. A nehézség többnyire a kockázati tőke sajátosságaiból fakadt: nem lehet besorolni az állami támogatás hagyományos formái (pl. szubvenciók, kedvezményes kölcsön, kamattámogatás, adókedvezmények, exporttámogatás, garanciavállalás stb.) közé. A meglévő szabályozást figyelembe véve két szempont alapján mentesíthető a kockázati tőke-befektetések szereplőinek juttatott állami támogatás a 87. cikk tilalma alól: egyfelől ha feltételezhető, hogy az állam a támogatáson keresztül kis- és középvállalkozások létrejöttéhez, növekedéséhez járul hozzá, másfelől ha olyan területek gazdasági fejlesztésére koncentrálódik, ahol alacsony az életszínvonal vagy magas a munkanélküliség.

A mentesítés nem automatikus; a Bizottságnak meg kell győződnie arról, hogy valamilyen piaci elégtelenség fennáll, amelynek alapvetően két oka lehetséges: egyfelől az, hogy nem tökéletes vagy aszimmetrikus az információáramlás (a potenciális befektetők nem tudnak hiteles információkhoz jutni a kkv-k üzleti kilátásairól), másfelől a tranzakciós költségek (ti. a kis volumenű ügyletek nem elég vonzóak a befektetők számára méretgazdaságossági okokból). A Bizottság – azért, hogy az állami támogatás valóban a kisebb volumenű ügyle-

²² A Bizottság itt fontosnak tartja megjegyezni, hogy noha a kockázatok fenti típusának létezésére vannak bizonyítékok, ezek történeteken alapulnak.

tekhez kapcsolódjon – 750 ezer ill. 1 millió euróban²³ maximalizálta az államilag támogatott ügyletek felső határát. (Ha az állami támogatás a fenti értékhatároknál nagyobb volumenű ügyletekhez kapcsolódik, akkor bizonyítékokkal kell alátámasztani, hogy a piaci elégtelenség valóban fennáll.)

A támogatás formáinak megválasztásában a tagállamok szabadon dönthetnek, amennyiben a választott módozat a Bizottság értékelése szerint pozitívnak tekinthető, azaz arra ösztönzi a piaci befektetőket, hogy bizonyos vállalkozásokat célozzanak kockázatitőke-befektetésekkel, illetőleg olyan struktúra kialakulását valószínűsíti, melyben a befektetési döntések profitszempontok alapján születnek meg. A támogatások formái az alábbiak lehetnek:

- olyan kockázatitőke-alap létrehozása, melyben az állam partneri, befektetői, vagy más résztvevői szerepet tölt be
- támogatás nyújtása kockázatitőke-alapok számára a menedzsment vagy adminisztratív költségek egy részének fedezésére
- egyéb a kockázatitőke-befektetőket ill. -alapokat kedvezményező pénzügyi eszköz alkalmazása annak érdekében, hogy növekedjék a kockázati tőke kínálata
- garanciavállalás a kockázatitőke-befektetők és -alapok esetleges veszteségei meghatározott részének fedezésére, illetőleg a befektetők és alapok által kockázatitőke-befektetés céljára felvett hitelekre vállalt állami garancia²⁴
- fiskális ösztönzők alkalmazása annak érdekében, hogy a befektetők felvállalják a kockázatitőke-befektetéseket.

Az kockázati tőkéhez kapcsolódó állami támogatásoknak a Közös Piaccaal való összeegyeztethetőségének jobb megállapíthatóságára a Bizottság kidolgozott egy szempontrendszert. Ezen szempontokat veszik figyelembe, amikor döntenek arról, hogy egy-egy tagállamban alkalmazott vagy alkalmazni kívánt gyakorlat összeegyeztethető-e a Közös Piac elveivel. Egy-egy adott szempontnak való megfelelés pozitívumként, a feltétel nem teljesülése negatívumként lesz értékelve.

²³ A Római Szerződés 87. cikk 3. pontja kimondja, hogy a közös piaccal összeegyeztethetőnek tekinthető:

- a) az olyan térségek gazdasági fejlődésének előmozdítására nyújtott támogatás, ahol rendkívül alacsony az életszínvonal vagy jelentős az alulfoglalkoztatottság;
- b) valamely közös európai érdeket szolgáló fontos projekt megvalósításának előmozdítására vagy egy tagállam gazdaságában bekövetkezett komoly zavar megszüntetésére nyújtott támogatás;
- c) az egyes gazdasági tevékenységek vagy gazdasági területek fejlődését előmozdító támogatás, amennyiben az ilyen támogatás nem befolyásolja hátrányosan a kereskedelmi feltételeket a közös érdekekkel ellentétes mértékben;
- d) a kultúrát és a kulturális örökség megőrzését előmozdító támogatás, ha az a Közösségen belüli kereskedelmi és versenyfeltételeket nem befolyásolja a közös érdekekkel ellentétes mértékben;
- e) a támogatás olyan egyéb fajtái, amelyeket a Tanács a Bizottság javaslata alapján, minősített többséggel hozott határozatával határoz meg.

A c.) pont alapján támogatott területeknél 750 ezer euró, az a.) pont alapján támogatott területeknél 1 millió euró nagyságú a közös piaccal összeegyeztethető támogatás mértéke

²⁴ Az Egyesült Államokban az US Small Business Administration ezt az eszközt alkalmazza a kisvállalati befektetési társaságoknak nyújtott támogatásaiban.

Pozitív elemek a kockázati tőke-befektetések állami támogatásának megítélésénél²⁵:

- a befektetőknek ill. a befektetések közvetítőinek nyújtott állami támogatás összege arányos a kisebb volumenű befektetésekhez kapcsolódó vizsgálatok ill. az ilyen alapokat kezelő menedzsment többletköltségeivel
- a befektetések kizárólag kisvállalkozásokba (beleértve a mikrovállalkozásokat is), vagy induló és korai fázisban lévő²⁶, vagy támogatott térségekben működő középvállalkozásokba irányulnak
- az állami támogatás a kockázati tőke piacon tapasztalható valamilyen elégtelenség megoldására összpontosít
- a befektetési döntések alapvetően nyereségorientáltak: kapcsolatot kell teremteni a befektetési döntések meghozóinak javadalmazása és a befektetések hozama között
- jelentős nagyságrendű a piac magánszereplőinek részvétele (befektetésekben és döntéshozatalban egyaránt), és az állami szerepvállalás inkább csak ez utóbbiak befektetéseinek ösztönzésére szorítkozik
- az állami beavatkozás csak minimális mértékben torzíja a versenyt: az állami támogatás igénybevétele széles körben lehetőséget kell biztosítani
- érvényesül a szektorsemlegesség elve, de a Bizottság preferálja az innovatív technológiákon alapuló iparágakat (információs technológia, biotechnológia stb.), és kifejezetten ellenzi az állami beavatkozást olyan felesleges kapacitásokkal rendelkező iparágaknál, mint az acélgyártás vagy a hajóépítés
- már a befektetésekor részletes üzleti tervvel tudják alátámasztani a vállalkozások jövődelmezőségét, és világosan kirajzolódik, hogy az állam közvetlen vagy közvetett részvétele a vállalkozásban miként fog megszűnni
- az állami támogatás olyan vállalkozásokat céloz, amelyek még nem részesültek az állami támogatások egyéb formáiban, azaz nem kerül sor a támogatások halmozódására.

A közösségi szabályozást sikeresnek tartják mind a nemzeti döntéshozók, mind pedig az iparág képviselői, nagyra értékelve annak rugalmasságát és innovatív szemléletét (EC 2003/a). Főként az elmaradott térségekben, vagy a csúcstechnológiára épülő iparágakban tevékenykedő kkv-k támogatásánál használták szívesen ezt az eszközt. A „pari passu”-alapelv érvényesítése ösztönözte a közszféra és a magánszféra együttműködését, mert többek között lehetővé tette, hogy az alapok élére a magánszféra tapasztalt szakemberei közül toborozzanak menedzsereket az általuk megszokott teljesítmény alapú javadalmazás mellett.

²⁵ Értelemszerűen negatív elemnek számít, ha valamilyen feltétel nem teljesül.

²⁶ Az EVCA definíciója szerint az induló szakasz finanszírozása a termékfejlesztés és a piaci bevezetéshez kötődő marketing céljára biztosított forrásokat jelenti, ebben a stádiumban tehát a vállalkozás terméke még nincs piaci forgalomban. A korai fázis azt az életszakaszt jelenti, melyben a vállalkozás vagy még a kutatás és termékfejlesztés stádiumában van, vagy már kifejlesztette termékét, és forrásokra van szüksége a sorozatgyártáshoz és kereskedelmi forgalmazáshoz. Ebben a szakaszban sem hoz még nyereséget a vállalat tevékenysége.

A Strukturális Alapokból nyerhető társfinanszírozáshoz kapcsolódó fontosabb alapelvek az alábbiak (EC 2002/a):

- A tagállam részesedése a kockázati tőke-alapban elengedhetetlen feltétel. A közösségi támogatás mellett a tagállamnak saját állami forrásokkal kell hozzájárulnia a kockázati tőke-alap tőkájéhez.
- A Közösség ugyan részben finanszírozhatja az alap tőkájéhez adott állami támogatást, de nem vehet részt az alap kezelésében, és nem járulhat hozzá annak működési költségeihez sem. Az alapban tulajdonosként csak a tagállam, illetve annak magán és közületi partnerei szerepelhetnek, tehát a Bizottság nem.
- A kockázati tőke-alapot a partnerek között létrejött megállapodások szerint működő független alapként kell létrehozni. A források kezelésével a magánszektor nagy tapasztalatokkal és szakértelemmel rendelkező független alapkezelőit kell megbízni, akiknél szorosan össze kell kapcsolni a befektetési teljesítményt a javadalmazással, hogy piaci alapon szülessenek meg ezeknél az intézményeknél is a befektetési döntések. Az alap menedzselésével megbízott csoport kiválasztása – melynek során természetesen a prudenciális szempontokat érvényesíteni szükséges – versenyeljárás keretében kell, hogy történjen.
- A Közösség a kockázati tőke-alapok tőkájének társfinanszírozásában a Strukturális Alapok 1. célkitűzése alá eső területeken (a legelmaradottabb régiók támogatása) az összköltség legfeljebb 35 százalékáig, a többi területen pedig az összköltség legfeljebb 15 százalékáig vehet részt.
- Az alap kizárólag gazdaságilag életképes kis- és középvállalkozásokba fektethet be (kisebbségi részesedést szerezve) azok fennállásának induló vagy korai szakaszában.
- A kockázati tőke-alap tulajdonosai között az állami és a magánszektor képviselőinek egyaránt jelen kell lenniük. A megfelelő gazdasági ösztönzés elérése érdekében a magánszektor hozzájárulásának számottevő (lehetőleg 30%-ot meghaladó) mértékűnek kell lennie.
- Az alap lehetőség szerint olyan területen tevékenykedjék, ahol fennáll valamilyen piaci elégtelenség (pl. nem elégséges a kockázati tőke kínálata).
- Az alap működésének időtartamának összhangban kell lennie a Strukturális Alapok programozásával.
- A kockázati tőke-alap tevékenységéről évente jelentést kell készíteni, és azt az Európai Bizottsághoz kell elküldeni. A Bizottság és az Európai Számvevőszék jogosult a kockázati tőke-alap tevékenységét ellenőrizni, sőt, azokat a cégeket is átvilágíthatja, amelyekben a tőkealap részesedést birtokol vagy birtokolt.
- Az állami forrásokból ill. az azt kiegészítő Strukturális Alapokból származó hozzájárulást, valamint a támogatott alap által megvalósított befektetéseket vizsgálni kell az állami támogatással kapcsolatos uniós szabályozás tekintetében is.

Az EIF finanszírozási tevékenysége a kockázati tőke-alapokba történő kihelyezés formájában történik. Fontos kihangsúlyozni, hogy az EIF ún. alapok alapjaként működik, azaz közvetlenül egyetlen vállalkozásba sem fektet be. Befektetési portfóliójába kockázati tőke-alapok tartoznak: több mint 180 alapba, közel 2,5 milliárd eurót helyezett ki 2002 végéig. (EIF 2002). A portfólió elemeinek kiválasztási kritériumai a következők:

- kizárólag olyan kockázati tőke-alapokba fektet, amelyek kkv-k növekedését finanszírozzák
- tevékenysége az Európai Unió országain túl kiterjed az újonnan csatlakozó országokra is; a támogatott alapoknak európai vállalkozásokat kell finanszírozniuk
- kisebbségi szerepet (10-35%) vállalva az alapokban azt a célt tűzi ki maga elé, hogy előmozdítsa a magántőke tulajdonosainak kockázati tőke-alapokba történő befektetéseit
- piaci alapon kalkulálja hozamvárásait.

Az alapokba történő kihelyezéskor az EIF számára saját forrásain túl rendelkezésre állnak még az Európai Bizottság egyes programjaihoz kapcsolódó külön források is. Az egyik ilyen bizottsági kezdeményezésű program az ETF Start-up Facility, amely üzleti inkubátorokat, valamint olyan kockázati tőke-alapokat támogat, amelyek magvető finanszírozással foglalkoznak, különös tekintettel azokra, amelyek:

- egy-egy adott iparágra, technológiára (pl. biotechnológia, nanotechnológia) fókuszálnak
- regionális alapok (amelyek szerepet játszhatnak az EU-n belüli regionális fejlettségi különbségek megszüntetésében)
- K+F eredmények üzleti hasznosításának előmozdításával foglalkoznak.
-

Az EIF részvétele az ETF Start-up Facility program keretében támogatott alapoknál 10 millió euróban van maximalizálva, amellyel 10-25%-os kisebbségi részesedés megszerzésére törekszik.

A másik bizottsági kezdeményezésű program: a Seed Capital Action, amely oly módon támogatja a kockázati tőke-alapok és -társaságok működését, hogy hozzájárul ezek menedzsmentjének költségeihez. A Bizottság célja nem más, mint hosszú távon biztosítani, hogy kockázati tőke-befektetésekkel foglalkozó szakemberek kellő számban rendelkezésre álljanak Európa-szerte, ezért 100.000 euró/fő-ben maximalizált anyagi támogatásért lehet pályázni a menedzsment létszám bővülésével járó új szakemberek felvétele esetén.

5. Összefoglalás

A kockázati tőkének a nemzetgazdaságban betöltött pozitív szerepe, amely elsősorban kis- és középvállalkozások növekedésében és az innovációs aktivitás erősödésében érhető tetten, a világ fejlett országaiban mostanra általánosan elfogadottá vált. A kormányok a legváltozatosabb eszköztárral igyekeznek ösztönözni a kockázati tőke-befektetéseket. Az eszközök egy része a tőke kínálatára próbál hatni, másik részük pedig arra koncentrál, hogy olyan vállalkozásbarát környezet jöjjön létre, amelyben megteremtődnek — a kockázati tőke elsőszámú célpontjának számító — nagy növekedési képességű vállalkozások létrejöttének ill. fejlődésének feltételei. Láthattuk, hogy az állami beavatkozás formáinak – így pl. a szabályozási környezetnek – van ugyan hatása a kockázati tőkére, de annak aktivitása piaci mechanizmusok függvénye is, amelyekre az államnak csak korlátozott befolyása lehet.

Egy globális iparágról van szó, ezzel együtt globális versenyről (Bayan-Freundenberg 2000), amelyben az USA vezető szerepe egyelőre megkérdőjelezhetetlen. Az Európai Unió tagállamai komoly erőfeszítéseket tesznek tőkepiacaik egységesítése érdekében, de felismerték, hogy Európában nem kizárólag a kockázati tőke kínálata elégtelen: jelentős az elmaradás a vállalkozásbarát környezet kialakítása terén is. Az Európai Bizottság által kezdeményezett Kockázati tőke Akcióterv jelentős mértékben hozzájárult ahhoz, hogy a kockázati tőke bevonásával megvalósított finanszírozási ügyletek nagyobb szerepet kapjanak a XXI. századi Európa gazdaságának fejlődésében.

Az Európai Unióhoz való csatlakozással, Magyarország előtt komoly lehetőségek nyílnak meg arra, hogy hazánk is bekapcsolódjék a kockázati tőkét érintő programokba. Lehetőséget jelent azért, mert közösségi forrásokat tudunk majd felhasználni a kockázati tőkebefektetések ösztönzésére, ugyanakkor a csatlakozás egyfajta kényszerként is hat, hiszen az állami szerepvállalásnak olyan új formáit kell kialakítani, amelyek harmonizálnak a Közös Piac elveivel. A közvetlen állami támogatások helyét egyre inkább át fogják venni a piaci alapon nyújtott támogatások, amelyeknél az állam szerepe többnyire nem terjeszkedik túl a társfinanszírozáson. Magyarországon részben már kiépült, részben pedig kiépülőben van az állami támogatások becsatornázását végző intézményrendszer kialakítása, amelyen keresztül az európai uniós források is elérhetővé válnak, és a csatlakozó országok viszonylatában hazánkban épült ki a legfejlettebb kockázati tőke-iparág.

Az állam közvetlen szerepvállalása önmagában nem feltétlenül, de a magánszektor minél nagyobb arányú bevonásával, közreműködésével hatékony lehet. A közösségi és a magánszféra szoros együttműködése teremtheti meg azokat a feltételeket, amelyek biztosítják a közpénzek átlátható felhasználását, valamint, amelyek ösztönzik a magántőke részvételét olyan projektek és vállalkozások finanszírozásában, amelyek megvalósulásához és működéséhez nemzetgazdasági érdekek fűződnek.

Felhasznált irodalom

- Bayan, G. – Freundenberg, M. 2000: *The internationalisation of venture capital activity in OECD countries: Implications for measurement and policy*. STI Working Papers, 7, OECD.
- Botazzi, L. – Da Rin, M. 2002: Venture capital in Europe and financing of innovative companies. *Economic Policy*, április, 229-269. o.
- BVCA 2002: *The economic impact of venture capital in the UK*. Készült a Bannock Consulting közreműködésével. British Venture Capital Association, kézirat. <http://www.bvca.co.uk/>
- EC 1998: *Risk Capital: A Key to Job Creation in the European Union*. SEC(1998)522. European Commission, Brüsszel. http://europa.eu.int/comm/economy_finance/publications/risk_capital/1998/sec98_552_en.pdf. (Letöltve: 2003. március 5.)
- EC 2000: *Study on pension schemes of the Member States of the European Union*. European Commission, Brüsszel. http://europa.eu.int/comm/internal_market/pensions/docs/studies/2000schemes_en.pdf. (Letöltve: 2003. április 25.)
- EC 2001/a: *Communication from the Commission to the Council and the European Parliament on Implementation of the Risk Capital Action Plan (RCAP)*. COM (2001) 605 final. European Commission, Brüsszel.

- EC 2001/b: State aid and risk capital. Communication of the Commission, C 235/5. European Commission, Brüsszel.
- EC 2002/a: *Guide to Risk Capital Financing in Regional Policy*. European Commission, Brüsszel. http://www.europa.eu.int/comm/regional_policy/newsroom/document/pdf/draft_venture_financing_guide.pdf. (Letöltve: 2003. október 14.)
- EC 2002/b: *Financial Services Action Plan: Sixth Progress Report*. COM (2002) 267. European Commission, Brüsszel.
- EC 2002/c: *Final Report of the Expert Group "Best Procedure" Project on Education and Training for Entrepreneurship*. European Commission, Brüsszel. http://europa.eu.int/comm/enterprise/entrepreneurship/support_measures/training_education/education_final.pdf. (Letöltve: 2003. november 3.)
- EC 2003/a: *Communication from the Commission to the Council and the European Parliament on Implementation of the Risk Capital Action Plan (RCAP)*. COM (2003) 654 final. European Commission, Brüsszel.
- EC 2003/b: *The experimental application of „Home State Taxation” to small and medium-sized enterprises in the EU*. Consultation Paper. European Commission, Brüsszel. http://europa.eu.int/comm/taxation_customs/taxation/consultations/pilotproject_sme_0203_en.pdf. (Letöltve: 2003. október 5.)
- EC 2003/c: *Investing in Research: an Action Plan for Europe*. COM(2003) 226 final. European Commission, Brüsszel.
- EIF 2002: *Annual Report*. European Investment Fund, Luxemburg. http://www.feif.eu.int/Attachments/pub_corporate/eif_ar2002_en.pdf. (Letöltve: 2003. október 14.)
- EVCA 1996: *The Economic Impact of Venture Capital in Europe*. Készült a Coopers & Lybrand Corporate Finance közreműködésével. European Private Equity and Venture Capital Association, kézirat. <http://www.ksg.harvard.edu/dvc/EVCAstudy.pdf>. (Letöltve: 2003. október 14.)
- EVCA 2003: *Benchmarking European Tax and Legal Environments*. European Private Equity and Venture Capital Association, Benchmark Paper. http://www.evca.com/html/publications/bookstore_investor.asp. (Letöltve: 2003. május 24.)
- Fulghieri, P. – Turner, P. 2001: *The Structure and Performance of European New Issues Markets to June 2001*. Kézirat. <http://www.insead.edu/entrepreneurship/ EUROPEAN%20NEW%20ISSUES%202.pdf>. (Letöltve: 2003. november 1.)
- Karsai, J. 2002: Mit keres az állam a kockázati tőke piacon? (A kockázati tőke állami finanszírozása Magyarországon). *Közgazdasági Szemle*, november, 928-942. o.
- Kleinheincz F. 2001: *Spin-off vállalkozások, avagy: barátokozunk egy új megnevezéssel*. Inco (internetes folyóirat), 1. <http://www.inco.hu/inco5/innova/cikk1.htm>. (Letöltve: 2002. december 6.)
- Kortum, S. – Lerner, J. 2000: Assessing the contribution of venture capital to innovation. *RAND Journal of Economics*, 4, 674-692. o.
- Slolock, B. 2001: Commission adopts communication on state aid and risk capital. *Competition Policy Newsletter*, 2, 3-5. o.
- Van Sebroeck, H. 2000: *The financing of innovation with venture capital*. Federal Planning Bureau Working Paper, Brüsszel. <http://www.plan.be/en/pub/wp/WP0009 /WP0009en.pdf>. (Letöltve: 2003. október 14.)

Az üzleti angyal hálózatok szerepe az informális kockázatitőke-piac élénkítésében

Kosztópulosz Andreász¹ - Makra Zsolt²

Az informális kockázatitőke-piacon a magas keresési költségek és az információs aszimmetriák okozta hatékonyság-vesztéséget éppen a piac bizonyos mértékű intézményesítése – közvetítő szervezetek létrehozása – ellensúlyozhatja. A kockázati tőke iránti kereslet és kínálat összepárosítását „magukra vállaló” üzleti angyal hálózatok katalizátor szerepet töltenek be a befektetések létrejöttében: a potenciális befektetők felkutatásával finanszírozási forrásokhoz juttatják a növekedni képes, többnyire innováció-orientált kis- és középvállalatokat. Az Európai Unióban gomba módra szaporodó intézmények különleges szerepe éppen abban rejlik, hogy a keresleti és kínálati oldal közé hidat verve a kisvállalkozásokat humán és pénzügyi erőforrásokhoz segítik, hozzájárulva ezzel egy térség kiegyensúlyozottabb gazdasági növekedéséhez, a foglalkoztatottság bővüléséhez, az innovativitás és a vállalkozói kultúra erősödéséhez.

Dolgozatunkban bemutatjuk, hogy az üzleti angyal hálózatok miként képesek hozzájárulni az informális kockázatitőke-piac és ezen keresztül a gazdaság számára oly fontos, növekedni képes kis- és középvállalkozások élénkítéséhez. A különböző típusú szervezetek esetében egyenként kitérünk a finanszírozás és a szolgáltatások kérdéskörére. Ezt követően áttekintjük a hálózatokat érintő kormányzati beavatkozás lehetséges formáit, illetve az Európai Unióban elterjedőben lévő gyakorlatot, végezetül kitérünk a hazai adaptációs lehetőségekre is.

Kulcsszavak: tőkeszakadék, üzleti angyal, informális kockázati tőke, információs aszimmetriák, üzleti angyal hálózatok

1. Bevezetés

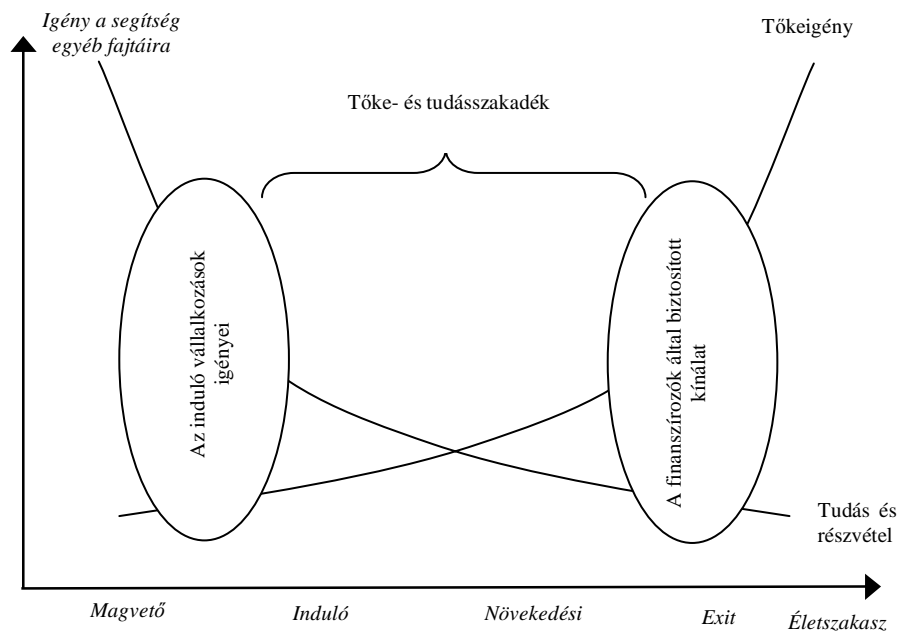
A világ számos országában tapasztalható, hogy az induló vagy működésük kezdeti szakaszában lévő – és különösen az innovatív – vállalkozások nehezen férnek hozzá a finanszírozási forrásokhoz. A bankok és a kockázatitőke-befektetéseket végző szervezetek nem képesek hatékony választ adni a kisvállalati ügyfélkör speciális kockázataiból és igényeiből

¹ Kosztópulosz Andreász egyetemi tanársegéd, Szegedi Tudományegyetem Gazdaságtudományi Kar, Pénzügytani Tanszék

² Makra Zsolt doktorandusz hallgató, Pécsi Tudományegyetem Közgazdaságtudományi Kar, Regionális Politika és Gazdaságtan Doktori Iskola

eredő kihívásaira, valamint a méretgazdaságossági problémákra. A hitelek és a tőkeforrások elérhetőségének szűkülése, a kisvállalatok „cserbenhagyása” egyfajta „tőke- vagy finanszírozási szakadék” (*equity gap*) kialakulását eredményezte. A hitelfelvétel nehézségei leginkább az induló vállalkozásokat sújtják, melyek híján vannak a felajánlható biztosítékoknak, nincs hitelfelvételi múltjuk, és nyomon követhető előéletük kereskedelmi banki ügyfélként. Hatványozottan érvényesül ez a folyamat azokban az országokban, ahol a hitelfelvétel a hagyományosan elterjedt, általános finanszírozási forma. A bankok egyfelől nem képesek a kisvállalatok finanszírozásából adódó kockázatok hatékony kezelésére, másfelől a gazdaságosan végrehajtható minimális tranzakciós méret meghaladja ezen vállalkozások finanszírozási igényeit (Kállay-Imreh 2003). Noha az intézményi kockázatitőke-befektetők kockázatkezelési szempontból alkalmasabbak lennének a finanszírozásra, itt is hasonló méretgazdaságossági aggályok merülnek fel: a magas állandó költségek távol tartják őket is az egyenként kisebb volumenű befektetésektől. A tőkeszakadék problémáját felerősíti, hogy a vállalkozói ismeretek és a hozzáértés terén sem esik egybe a „kínálat” az igényekkel: noha a vállalkozás sikeréhez nélkülözhetetlen lenne az ismeretátadás, erre a finanszírozó intézmények egyre kevésbé hajlandóak (1. ábra).

1. ábra: Tőke- és tudásszakadék



Forrás: Rasila – Seppä – Hannula, 2002: 6

A vállalkozások indulásához szükséges finanszírozás, azaz a magvető és a vállalkozás korai életszakaszát finanszírozó tőkeforrások kínálata a fent leírt elégtelenség következtében egyre inkább az informális kockázatitőke-piac minél aktívabb működésétől függ (Bygrave et al. 2003). Az informális kockázatitőke-piac kínálatoldali alanyai, az üzleti angyalok vagy

„informálisan befektetők” (*business angels, informal investors*³) – olyan magánszemélyek, akik anyagi és gyakran szellemi tőkét (vállalkozói tapasztalatot, tudást, kapcsolatrendszert stb.) fektetnek be tőzsdén nem jegyzett kisvállalkozásokba, amelyekkel a befektetést megelőzően nem álltak kapcsolatban (EC 2003, Mason-Harrison 1995, Harrison-Mason 1996, Sorheim-Landström 2001). Az üzleti angyalok felül tudnak kerekedni azokon a nehézségeken, amelyek a bankokat és a kockázati tőke-befektetéseket végző szervezeteket a kis- és középvállalkozások (kkv-k) finanszírozásától visszatartják. Befektetési döntéseiknél felhasználhatják az adott iparágra vonatkozó speciális ismereteiket, vállalkozói és vezetői tapasztalataikat a célvállalkozás növekedési potenciáljának és kockázatainak helyes megítélésére. A vállalkozás működtetésébe való személyes bekapcsolódással a kockázatokat is ellenőrzés alatt tarthatják, mérsékelhetik. Az üzleti angyalok által végrehajtott befektetési tranzakciók mérete sokkal jobban igazodik az induló vállalkozások tőkeigényéhez, tehát a méretgazdaságosság eltérítő hatásából eredő probléma itt fel sem merül. Az üzleti angyalok által végzett befektetési tevékenység képes lehet áthidalni a család és barátok „kéznel levő” forrásai és a bankok, intézményi kockázati tőke között tátongó tőke- és tudásszakadékot.

Az informális kockázati tőke-piac élénk működése elengedhetetlen tehát ahhoz, hogy javuljanak az új és növekvő vállalkozások tőkéhez jutási esélyei. Noha mérete és az általa finanszírozott vállalkozások száma a legtöbb országban többszöröse az intézményesült kockázati tőke-ágazaténak (1. táblázat), ez a piac – mint azt a későbbiekben részletesebben bemutatjuk – (természetétől fogva) elaprózódott, szervezetlen és az információáramlás nagyfokú tökéletlensége jellemzi, ami jelentékeny módon korlátozza a kkv-k finanszírozásában betöltött szerepét. A piaci hatékonyság növelésének kézenfekvő és eredményes módja bizonyos közvetítő intézmények felállítása lehet, ami tulajdonképpen az informális kockázati tőke-piac egyfajta „formalizálódását” is jelenti.

1. táblázat Formális és informális kockázati tőke-befektetések a GDP arányában (%)

Az ország neve	Intézményes kockázati tőke-befektetések a GDP arányában	Informális kockázati tőke-befektetések a GDP arányában
----------------	---	--

³ A szakirodalom a két elnevezést általában szinonimaként használja (ez igaz a jelen tanulmányra is). Véleményünk szerint az „üzleti angyal” (*business angel*) megfogalmazás egyfelől arra utal, hogy a befektetők pénzügyi elvárásaik mellett más tényezőket is figyelembe vesznek befektetési döntéseik meghozatalakor. (Az altruista vagy hedonista motivációk által vezérelt angyalok például a fiatal vállalkozóknak szeretnének segíteni, a közösség számára fontos terméket létrehozni, illetve számukra e tevékenység örömet okoz, szakmai kihívást jelent.) Másfelől, a kifejezés használatával utalhatunk arra a jellegzetességre is, hogy a befektető a finanszírozói szereptől elválaszthatatlanul vállalkozásfejlesztő szerepet is felvállal, azaz nemcsak finanszírozási forrást biztosít, hanem vállalkozói, vezetői tapasztalatait, kapcsolatrendszerét is a vállalkozás rendelkezésére bocsátja, és ezzel jelentős mértékben növeli az induló vállalkozások piaci túlélési esélyeit. Az „informálisan befektető” (*informal investor*) kifejezés pedig a kockázati tőke-befektetés azon motívumát hangsúlyozza ki, hogy a befektetést közvetlenül és nem a nyilvános, szervezett piacokon (tőzsdéken keresztül), saját (nem pedig közvetített) forrásokból hajtják végre „anonim” magánszemélyek, a statisztika és a kutatók számára gyakran „láthatatlanul”, ezért az üzletkötéskor a bizalomnak, az emberi kapcsolatoknak kiemelkedő jelentősége van.

Argentína	0,30	0,45
Ausztrália	0,19	1,26
Dánia	0,17	0,59
Dél-Afrika	0,24	0,50
Egyesült Királyság	0,86	1,20
Finnország	0,29	0,26
Írország	0,22	0,72
Izrael	0,98	2,87
Kanada	0,57	0,61
Korea	0,34	3,66
Németország	0,23	0,55
Norvégia	0,18	0,50
Svédország	0,92	0,30
Szingapúr	1,14	0,79
Új-Zéland	0,05	3,54
USA	0,97	1,31

Megjegyzés: A intézményes kockázatitőke-befektetések adatai 2000-re vonatkoznak. Az informális befektetések adatai az 1997-2001 időszakra vonatkozó éves szintű adatok.

Forrás: Karsai (2002, 10. o.) és Bygrave et al. (2003, 1. táblázat) alapján saját összeállítás

a. Információs aszimmetriák az informális kockázatitőke-piacon

Annak ellenére, hogy az alternatív finanszírozási források (hitel és tőke egyaránt) elérhetősége romlik, az informális kockázatitőke-piacban rejlő potenciált a kisvállalkozások kevésbé használják ki, és ez nem magyarázható pusztán a kereslet vagy a kínálat elégtelenségével, hanem információs eredetű probléma is.

A gazdaságban a szűkös erőforrásoknak a legjövedelmezőbb felhasználási területekre való allokálása hatékony piacokat feltételez. Hatékony piacokon a vevők és az eladók tökéletesen informáltak és alacsonyak a tranzakciós költségek. A hitel- és tőkepiacokon tapasztalható problémák a vállalkozók és a befektetők között tátongó információs szakadékok léteiből eredeztethetők, és amennyiben az információs aszimmetriákat ki lehet küszöbölni, a finanszírozási korlátok megszűnnek. Az információs aszimmetriákból eredő piactorzulások jelenségeinek leírására és magyarázatára sokféle elméleti megközelítés született az elmúlt harminc évben.⁴

⁴ Jensen és Meckling (1976) azt állítja, hogy az ügynökkonfliktusok a menedzserek és a befektetők között kihatással lehetnek mind a hitelezőknak, mind pedig a tőkefinanszírozóknak a szükséges források biztosítására vonatkozó hajlandóságára illetve a feltételekre. Amennyiben a cég a tőkét külső befektetőktől szerzi meg, a menedzserek abban válhatnak érdekeltté, hogy pazarló kiadásokba bocsátkozzanak (l. pl. fényűző irodák fenntartása), mivel ezek előnyeinek túlnyomó részét ők élvezik, azonban a költségeknek csak kisebb aránya terheli őket. Hasonlóan, hitelfinanszírozás esetén, a menedzser érdekelt lehet a kockázatok túlzó mértékűre duzzasztásában. Mivel a finanszírozók tisztában vannak ezekkel a problémákkal, a külső finanszírozók által elvárt hozam magasabb, mintha a források belül képződtek

Chan (1983) a pénzügyi közvetítés szerepét olyan kockázattőke-piacon gondolja végig, ahol az informáltság nem tökéletes (Blatt-Riding 1996). Modelljében feltételezi, hogy léteznek vállalkozók, akik erőfeszítéseket tesznek egy cég érdekében, és a haszon egy részét a saját folyó fogyasztásuk fedezésére visszatartják. A potenciális befektetők viszont nem képesek megállapítani az erőfeszítés szintjét, illetve a vállalkozó általi jövedelem kivonást annak tüzetes vizsgálata nélkül, amelyről azt feltételezi, hogy elkerülhetetlenül költségekkel jár. Chan megmutatja, hogy közvetítés nélkül, az ilyen piac kudarcra van ítélve. A vállalkozók csupán alacsonyabb rendű projektekkel fognak előállni. Ezután a befektetőknek kellene további költségekkel járó keresést lefolytatni, mielőtt megtalálják a kedvezőbb lehetőséget. A sorozatos keresések költsége csökkenti a befektetők várt hozamrátáját. A befektetők ezután kilépnek a piacról és alternatív befektetési lehetőségek után néznek.

A modellben azonban a piac megmenekül, ha vagy van egy tökéletesen informált befektető, vagy egy olyan befektető, aki számára a keresés költsége zéró. Ezen feltétel mellett a vállalkozók rákényszerülnek, hogy előálljanak jobb befektetési javaslatokkal, és a befektetők emiatt aktívak maradnak. Az elmélet – mint láttuk – hozzásegít bennünket, hogy jobban megértsük a közvetítők szerepét ezeken a piacokon.

Az elmélet érvényes az informális kockázattőke-piac leírására is, ahol a partnerkeresés hosszadalmas és költséges folyamat. Ebben a jelenségben valójában az informális kockázattőke-piac alapvető természete tükröződik: ez egy óriási bújócska, amelyben mindenkinek be van kötve a szeme (Gaston 1989). Az „informálisan befektetők” (méltányolható okokból) a névtelenségbe burkolóznak, és rejtőzködésük következtében láthatatlanok marad-

volna. Annak ellenére, hogy a menedzser a részvényesi érték maximalizálásában érdekelt, az információs aszimmetriák a külső tőke megszerzését költségesebbé, sőt, teljesen mértékben lehetetlenné is tehetik.

Klasszikus cikkében Akerlof (1970) olyan piacot elemez, amelyet a tökéletlen informáltság jellemez, és elméletét az autópiacon példájával illusztrálja. Különbséget tesz új és használt autók, valamint jó és rossz autók között. A használt autók eladói képesek nagyobb pontossággal megítélni annak valószínűségét, hogy az ő autójuk rossz, mint amennyire erre a potenciális vevők képesek. Ennek az információs aszimmetriának több következménye is van. Először is, megmagyarázza, miért van ilyen tetemes különbség az új és a használt autók átlagos árai között. Másodsorban, olyan piacot eredményez, ahol a jó használt autót ugyanazon az áron kínálják, mint a rossz használt autót. Ez azért van, mert a vásárló előre képtelen megállapítani a különbséget: azzal csupán az eladó van tisztában. Egy ilyen piacon Gresham törvénye szerint a rossz autók kiszorítják a jókat (ugyanazon az áron kelnének el). Ilyen feltételek mellett a potenciális vevők kilépnek a piacról, közvetítés nélkül a piac elhal. Akerlof ezután a kevésbé fejlett országok tőkepiacait is a használtautó-piachoz hasonlítja.

Ezt az analógiát mások tovább vitték, és az elemzést kiterjesztették a fejletlen piacok esetére, legyenek bár fejlett országban is. Ezek az információs problémák létezésére a hitelpiacon is találtak bizonyítékot. Stiglitz és Weiss (1981) megmutatta, hogy amennyiben a bankok kivitelezhetetlennek tartják a vállalatok megkülönböztetését, a kamatlábak általános megemelése rendellenes kiválasztási hatásokat hívhat életre. A magas kamatláb mindenkit elriaszt, kivéve azokat a hitelfelvevőket, amelyek a legnagyobb kockázatot jelentik, ennél fogva a hitelkihelyezések minősége jelentős mértékben romlik. Hogy ennek elejét vegyék, a bankok jellemzően inkább a hitelösszeget csökkentik, és nem a kamatlábat emelik. Campbell és Kracaw (1977) arra az eredményre jut, hogy egy pénzügyi közvetítő képes lehet elhatárolni a jó cégeket a rosszaktól a hitelpiacon. Viszont ilyen közvetítő hiányában belátható, hogy a piac elsorvad, ahogy azt Akerlof előrejelzi. Ha működnek közvetítők, akkor a cégek valódi értéke tükröződik a piac ítéletében. Ezt a megközelítést viszi tovább Chan a kockázattőke-piacon. (Az áttekintés alapjául Blatt-Riding 1996 és Lerner 1998 szolgált.)

nak. Ellentétben a kockázatitőke-szervezetekkel, nincsenek felsorolva címjegyzékekben és a „Yellow Pages”-ben sem szerepelnek. Emiatt egy vállalkozó számára a finanszírozó felkutatása gyakran nem vezet eredményre. Hasonló helyzetbe kerülhetnek az ígéretes informális befektetési lehetőségek után kutató magánszemélyek is. Ennek oka, hogy a vállalkozók nem szívesen árulják el féltett üzleti ötleteiket, továbbá a keresés és a befektetési ajánlatok értékelése egy borzasztó időigényes folyamat. A befektető legtöbbször nem foglalkozásszerűen űzi ezt a tevékenységet, hanem ad hoc módon és passzívan közelít a befektetéshez, és nagy részben barátok, üzlettársak információira, ajánlataira támaszkodik. Így sokszor csakis a vak szerencsétől függ, hogy milyen minőségű és mennyiségű befektetési ajánlat kerül az üzleti angyalok látókörébe.

A piac alacsony hatékonyságú működését leginkább az jelzi, hogy az angyalok rendre arról számolnak be, hogy szívesen vállalkoznának több befektetésre, ha olyan befektetési ajánlatokat tennének eléjük, amelyek összhangban vannak a befektetési kritériumrendszerükkel⁵, miközben az innováció-orientált, növekedni képes vállalkozások nagy része tőkehiánnyal küzd. Az sem meglepő, hogy a befektetők nagyjából elégedetlenek a létező kommunikáció csatornákkal (Harrison-Mason 1996).

Az informális kockázatitőke-piac aktívabb és hatékonyabb működéséhez a hatékonyságot gátló tényezők lebontásán keresztül vezet az út. A vállalkozók és a befektetők között tátongó „információs szakadék” áthidalása közvetítő intézmények létrehozásával, vagyis az informális piac bizonyos fokú „formalizálásával” érhető el.⁶ Ezek a közvetítő intézmények (általánosan használt terminológiával: üzleti angyal hálózatok⁷) egyfajta információs csatornát képeznek a befektetni szándékozó üzleti angyalok és a kockázati tőkét kereső kisvállalkozások között. Működésükkel az informális kockázatitőke-piac alacsony hatékonyságának két fő okára igyekeznek gyógyírt találni, nevezetesen: az üzleti angyalok rejtőzködő magatartására, valamint a (mindkét oldalt sújtó) tetemes keresési költségekre. Ezek az intézmények szolgáltatásaikkal lehetővé teszik a vállalkozók számára, hogy befektetési javaslatot tegyenek egyidejűleg több befektetőnek, emellett kényelmes módját kínálják a befektetők számára a befektetési lehetőségek széles körének megfontolására, miközben biztosítják számukra az anonimitás lehetőségét egészen addig a pillanatig, amíg el nem döntenek, hogy megkezdik a vállalkozóval a tárgyalásokat a befektetésről.

Habár a közvetítő intézmények létrehozása önmagában nem oldja meg a tőkerés problémáját, mégis működésük többféle gazdasági előnnyel is járhat (Harrison-Mason 1996):

⁵ Az Egyesült Királyságban 10 informális befektető közül 7-9 többet is befektetne, amennyiben nagyobb számban bukkanna megfelelő befektetési lehetőségekre. Számos informális befektető jelentős mennyiségű befektetésre váró forrással rendelkezik, ez a kihasználatlan összeg majdnem háromszorosa a megelőző három évben végrehajtott befektetések összegének (Harrison-Mason 1996).

⁶ Chan fenti modelljének kontextusában a közvetítő csökkenti a keresési költségek azon részét, melyek az első kapcsolatfelvétellel hozhatók összefüggésbe. Ezen felül, noha a projekt minőségének alapos vizsgálata a közvetítő beakcsolódása ellenére továbbra is a befektető felelőssége, kiegészítő szolgáltatásaikkal és a bizalom légkörének megteremtésével a közvetítők a befektetést kísérő egyéb költségeket is mérsékelhetik.

⁷ Úgy érezhetjük, hogy az üzleti angyal hálózat kifejezés (*business angel network*) egy kissé egyoldalúan, kizárólag a befektetői oldalra koncentrál, és nem igazán utal arra, hogy a közvetítés valójában kétirányú tevékenység. A dolgozatban azonban az általános terminológiának megfelelően mi is használjuk ezt a kifejezést.

- Megkönnyítik a vállalkozók és a befektetők egymásra találását, és ezzel általában véve emelik az informális befektetési aktivitás szintjét.
- Mivel a legtöbb informális befektető aktívan bekapcsolódik a vállalkozás életébe, a közvetítő intézmények nemcsak tőkéhez, hanem egyéb erőforrásokhoz is hozzájuttatják a vállalkozást (pl. kapcsolatok, know-how).
- Olyan szolgáltatásokat nyújtanak a vállalkozók és (szűkebb körben) a befektetők számára, amelyek önmagukban is értékesek, még akkor is, ha végül nem jön létre a befektetési ügylet.
- Az intézmény által megkönnyített befektetés következtében mintegy másodlagos hatásként lehetővé válik a cég számára, hogy további (hitel vagy tőke) forrásokhoz jusson a kezdő befektetésre támaszkodva.
- Hozzájárulnak az informális kockázatitőke-piac minél szélesebb körben történő megismertetéséhez, a téma általuk bekerülhet a köztudatba, a finanszírozási kultúra részévé válhat.

2. A hálózatok működése: szolgáltatások és ügyfelek

A hálózatok az üzleti világban egyfajta „házasságközvetítő” irodaként működnek. Alapvető feladatuk a befektetők és a vállalkozások egymásra találását segítő, ún. *közvetítő*, „összepárosító” *szolgáltatások* (*matchmaking services*, *business introduction services*) nyújtása (2. ábra). Ezek egyik formája az *elektronikus vagy internetes* közvetítés (Osman 1998). A befektető és a vállalkozó a szervezet honlapján megadja az általa preferált befektető/befektetés jellemzőit, így bekerül egy elektronikus adatbázisba. A számítógép összepárosítja a megfelelő partnereket úgy, hogy az anonimitást a folyamat végéig, a személyes találkozóig megőrzi. Hatékonysága nagyban függ az adatbázis minőségétől. A módszer hátránya, hogy azt feltételezi a befektetőkről, hogy pontosan meg tudják határozni befektetési kritériumaikat, pedig általában csak azt tudják megfogalmazni, hogy mibe nem kívánnak fektetni.

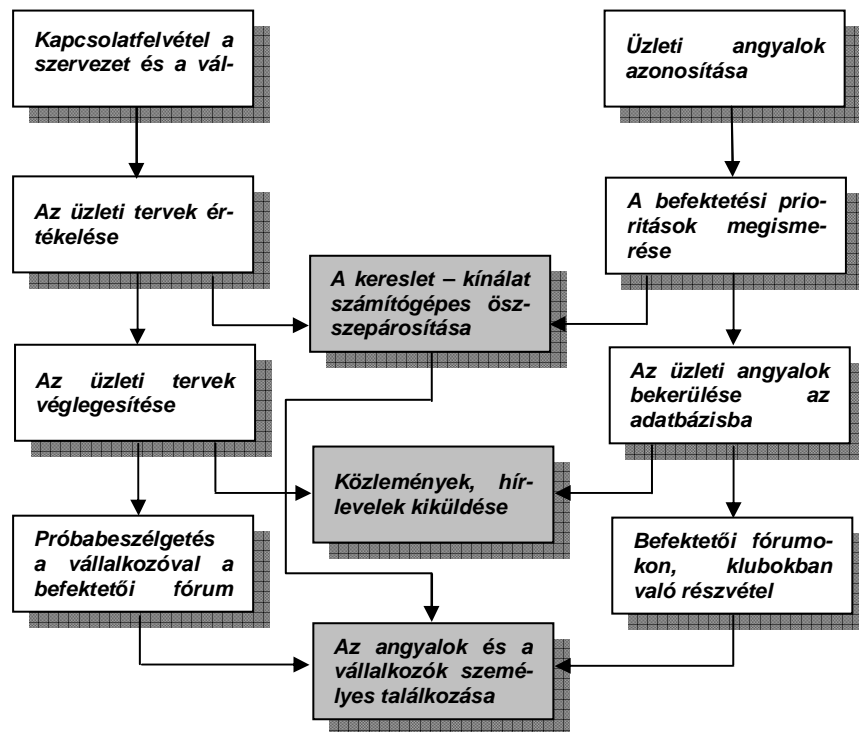
A „*Befektetési közlemények*” rendszeresen, írásos formában megjelenő információs kiadványok, tájékoztatók. Közülük néhány teljes üzleti terveket, mások a befektetési lehetőségekről készült összefoglalókat tartalmaznak. Előnyük, hogy a leendő angyal maga választhatja ki befektetési célpontját. Hátránya, hogy a kiadványok csak bizonyos időközönként jelennek meg és nem személyre szabott információt szolgáltatnak (Mason-Harrison 1996/b, Klandt et al. 2001).

A közvetítés harmadik formája a rendszeresen (általában havonta) megrendezett *befektetői fórumok*, ahol a vállalkozó maga mutatja be a vállalkozást, felvázolja az új ötletet, az innovatív projektet. Lehetőség van személyes kapcsolatfelvételre, ezért fontos az első benyomás, a vállalkozó előadói képessége.⁸ Az anonimitás nem biztos, hogy megőrizhető. A hálózatok a különböző típusú közvetítő szolgáltatásokat gyakran egymásra építve használják.

⁸ Az üzleti angyalok vállalkozói-menedzseri tapasztalataikra, emberismeretükre támaszkodva gyakran a vállalkozóról alkotott személyes benyomásaik alapján hozzák meg a befektetési döntést, azaz. „a lovasra fogadnak, nem a lóra” (Harrison-Mason 2002).

A partnerkeresés mellett az üzleti angyal hálózatok többsége *kiegészítő, kapcsolódó szolgáltatásokat* is nyújt, melyek nagyrészt a kockázati tőke megszerzéséhez ill. odaítéléséhez, a tudás és a tapasztalatok átadásához kapcsolódnak. A tőkét kereső vállalkozók számára gyakran tartanak továbbképzéseket, tréningeket, segítenek az üzleti terv, a prezentáció összeállításában, adnak üzleti tanácsokat. Az üzleti angyalok személyes preferenciái szerint csoportosítják a befektetési ajánlatokat, elvégzik számukra a vállalkozás részletes átvilágítását (*due dilligence*) és értékelését. A konferenciák, szemináriumok szervezése hozzájárul a kapcsolatok bővítéséhez és a legjobb gyakorlat szétterjedéséhez.

2. ábra: A közvetítés általános folyamata



Megjegyzés: szürke színnel kiemelve a közvetítés három általános formája

Forrás: EBAN (2002 6. o.) alapján saját összeállítás

Az üzleti angyal hálózatok stratégiája arra irányul, hogy minél több ügyféllel – tőkét kereső vállalkozóval és befektetővel – építsenek ki kapcsolatot. A tagok egy kritikus tömege mindenképpen szükséges a napi működés biztosításához és az intézmény fennmaradásához, a kitűzött hosszabb távú célok megvalósítása (az informális kockázati tőkepiac élénkítése, a vállalkozói kultúra erősítése stb.) azonban csak a taglétszám folyamatos bővítésével érhető el. A tagok toborzásának legáltalánosabb módja bemutatkozó szemináriumok szervezése,

cikkek, hirdetések, saját kiadványok megjelentetése, a vállalkozók személyes felkeresése és a direkt marketing eszközeinek alkalmazása (EBAN 2002, EC 2003). A helyi bankokkal, pénzügyi és vállalkozás-fejlesztési intézményekkel, könyvelőkkel, brókerekkel kialakított szoros együttműködés további lökést adhat az ügyfelek felkutatásának.

A közvetítő szolgáltatást nyújtó intézmények egy része etikai követelményrendszert, egyfajta viselkedési kódexet dolgozott ki a résztvevők közötti bizalom és együttműködési hajlandóság erősítése érdekében. A belga nemzeti üzleti angyal hálózat (BeBAN) etikai kódexben szabályozta a titoktartás, a felek közötti információáramlás és szerződéses kapcsolat kérdéseit. A szabályzat az intézmény kötelezettségeit is meghatározza: kétes eredetű tőkével rendelkező befektetőket nem fogadhat a tagjai közé, és nem szerezhethet 5%-nál nagyobb üzlet-részt a tőkét kereső vállalkozásban (Saublens-Reino 2002, EC 2003).

3. Az intézmények finanszírozása

A hálózatok létrejötté piaci vagy kormányzati kezdeményezések, illetőleg a magán- és közszféra együttműködésének az eredménye. Működésüket és sikerességüket a rendelkezésre álló források - a közszféra, a szponzorok támogatása és a saját bevételek - nagysága és összetétele nagyban meghatározza (2. táblázat). A központi, regionális (szövetségi, tartományi) és helyi kormányzatok illetve szervezeteik a non profit hálózatok nagy részét támogatják, és az Európai Unió bizonyos forrásai (pl. az Európai Regionális Fejlesztési Alaptól) is rendelkezésre állnak e célra. A kormányzati transzferek hatékonysága a közvetítő szervezetek által generált befektetések nagyságával mérhető. Az állami szerepvállalás nagyrészt a kisvállalkozás-fejlesztési politika keretein belül történik.

2. táblázat: Néhány üzleti angyal hálózat bevételeinek megoszlása 2003-ban

Név	Jellemzők	Díjak		Néhány magán-szponzor	Közszféra támogatása
		befektetőknek	vállalkozók-		
NBAN	nemzeti szintű, non profit, Anglia	125 £+VAT éves tagdíj	225 £+VAT bekerülni az adatbázisba	London Stock Exchange, Bank of England	Központi kormányzat
LINC Scotland	nemzeti szintű, non profit, Skócia	150 £ éves tagdíj	100 £+VAT regisztrációs díj 1% sikerdíj (min. 500 max. 2000 £+VAT)	Royal Bank of Scotland, Lloyds TSB, Bank of Scotland	Európai Regionális Fejlesztési Alap
NeBIB	nemzeti szintű, profitorientált, Hollandia	1250 € regisztrációs díj/év	1250 € regisztrációs díj/ év 2 % sikerdíj	nincs	nincs
N.B.A.	regionális, non profit, Németország	nincs	nincs	HypoVereinsbank KPMG, Siemens	Bajor tartományi kormányzata
I2	Nemzeti, Ausztria	90 € közvetítési díj	390 €/ féléves tagdíj, 1% sikerdíj 150 000 € összeg felett, alatta 700-2200 € sikerdíj	Acquisition Services, TPA	Oszták Gazdasági Szolgáltatók Kft
Business Angels Pty. Ltd.	Nemzeti, profitorientált, Ausztrália	225 AU\$/ év közvetítési díj, 450 AU\$/év többlet-szolgáltatásokkal, 2% sikerdíj	225 AU\$/ év közvetítési díj, 450 AU\$/év többlet- szolgáltatásokkal, 2% sikerdíj	nincs	nincs
ACE-Net	nemzeti, non profit, USA	max. 450 \$ éves díj	max. 450 \$ éves díj	n. a.	Kaliforniai Állami Egyetem

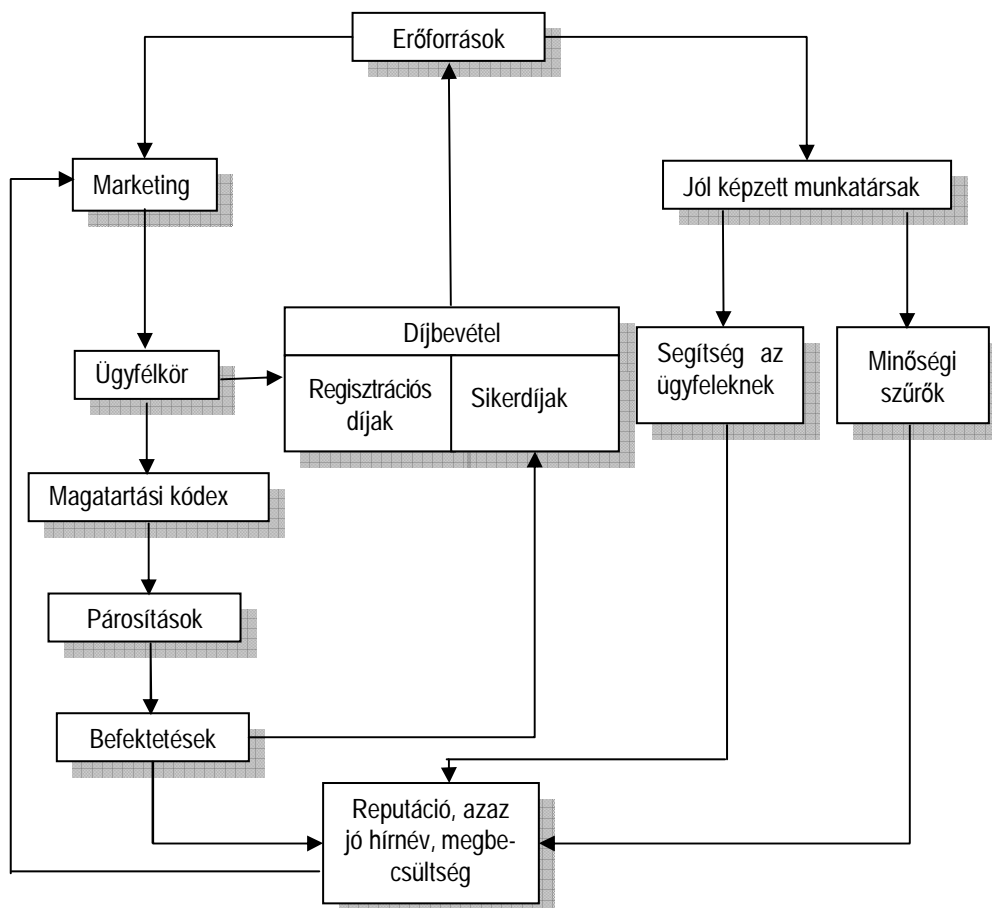
Forrás: saját összeállítás az alábbi internetes oldalak alapján: NBAN (National Business Angel Network) – www.bestmatch.co.uk, LINC Scotland (Local Investment Network Company Scotland) – www.lincscot.co.uk, NeBIB (Netherlands Exchange for Angel Investments) – www.nebib.nl, N.B.A. (Nordbayerische Business Angels GmbH) – www.n-b-a.de, I2 - www.innovation.co.at, Business Angels Pty. Ltd. - www.businessangels.com.au, ACE-Net (Angel Capital Electronic Network) - acenet.csusb.edu

A magánszférából kikerülő támogatók főként pénzügyi szereplők: bankok, tőzsdék, befektetési társaságok, könyvvizsgálók stb., akik érdekeltek az informális kockázati tőkepiac fejlesztésében, esetleg jövőbeli ügyfeleiknek tekintik a tőkefinanszírozást kapott vállalkozá-

sokat. A támogatói hajlandóság azonban rendkívül ingatag, nagyban függ az „adakozó” pénzügyi helyzetétől. A szponzori szerződések így csak rövid távú pénzügyi tervezést tesznek lehetővé a szervezetek számára (Mason-Harrison 1996/c).

A hálózatok saját bevételei az ügyfelek befizetéseiből származnak. A regisztrációs illetve éves díjak általában magukban foglalják az adatbázisba való bekerülést, azaz a közvetítési folyamatban való részvételt. A sikeres partnerkeresés után az intézmények gyakran számítanak fel díjat (sikerdíj) a befektetett tőke nagyságának arányában is.

3. ábra Az üzleti angyal hálózatok működtetésének „reputációs modellje”



Forrás: Mason-Harrison (1996/c 270. o.) alapján saját szerkesztés

A befektetőkre és a vállalkozókra „kivetett” díjnak több hatása is van. Egyrészt a szolgáltatások árai meghatározzák az ügyfélkör nagyságát és annak összetételét, vagyis az árpolitika determinálja a szolgáltatások iránti keresletet. Az ingyenes szolgáltatások előnye,

hogy szélesebb körben elérhetőek, azonban a tapasztalatok alapján így a befektetési ajánlatok minősége is jóval alacsonyabb (Klandt et al. 2001). Díjak felszámolása esetén csak azok a vállalkozók veszik igénybe a szolgáltatást, akiknek ténylegesen szükségük van rá, azaz egyfajta előszűrés valósul meg. Végül az ingyenesség feladásának van egyfajta pszichikai hatása is: az ügyfelek arra következtethetnek belőle, hogy értékes, valóban hasznos szolgáltatásokról van szó (Mason-Harrison 1996/b és 1996/c). A sikerdíj használata a szolgáltató számára nagyobb kockázatot, de nagyobb bevételt is jelent, szemben a csak tag- ill. regisztrációs díjakra építő tarifarendszerrel.

Részben finanszírozási összefüggései is vannak az üzleti angyal hálózatok eredményes működtetését leíró, ún. „reputációs modell”-nek (3. ábra), mely egy, az Egyesült Királyságban végigvitt demonstrációs projekt tapasztalatait összegzi (Mason-Harrison 1996/c). A modell lépésről lépésre végigköveti azon ok-okozati lánc tényezőit, elemeit, ami a közvetítés pénzügyi forrásokkal való ellátottsága és a hálózati tevékenység kapcsolatfelvételekben és a befektetésekben megnyilvánuló sikeressége között fedezhető fel. Egy forrásokkal jól ellátott közvetítő intézmény elegendően nagy összeget fordíthat marketing tevékenységekre. Ez lehetővé teszi széles bázisú ügyfélkör kialakítását, ami növeli annak valószínűségét, hogy sikeresen egymásra találjanak az összeillő befektetők és vállalkozások, így ezáltal a befektetések megvalósulásának esélye is növekszik. Ez aztán másik oldalról hozzájárul a szolgáltatás reputációjának, azaz jó hírnevének, megbecsültségének erősödéséhez, amelynek hatására – mintegy visszacsatolásként – az ügyfélkör tovább szélesedik. Ezt a reputációs hatást kiegészítheti egy magas erkölcsi követelményeket mércéül állító magatartási kódex bevezetése is (EC 2003), amely elősegíti a bizalom kialakulását az intézmény irányában, majd rajta keresztül az ügyfélkör tagjai között. A nagy ügyfélkör pedig felduzzasztja a regisztrációs díjakból származó saját bevételeket, azaz méretgazdaságossá teszi a szolgáltatás nyújtását. A díjbevételek másrészt a beszedett sikerdíjak következtében is emelkednek. Egy forrásokkal bőségesen ellátott közvetítő intézmény képes jól képzett munkatársak csatasorba állítására, és ez a profi stáb képes hatékonyan megszűrni a befektetési ajánlatokat, kirotálva közülük a gyengébb minőségűeket, illetőleg alkalmas arra is, hogy értékes segítséget nyújtson azoknak a vállalkozásoknak (és természetesen, a befektetőknek is), akik ezt igénylik. Ennek hatása egyfelől újra az egymásra találások (és ennél fogva a létrejövő befektetések) valószínűségének növekedésében csapódik le, másfelől szintén hozzájárul a szolgáltatás reputációjának emelkedéséhez a vállalkozások és befektetők közösségeiben, és ezáltal elősegíti a régi ügyfelek megtartását és újak toborzását.

4. A hálózatok tipizálása

Az üzleti angyal hálózatok, igazodva az „angyal piac” sokszínűségéhez, különböző formában működnek. Az elkülönítést három szempont alapján lehet megtenni. A működés földrajzi kiterjedését (a területi aggregáció szintjeit) figyelembe véve lokális-regionális, nemzeti és nemzetközi hálózatok különböztetünk meg (Klandt et al. 2001):

- *Lokális-regionális*: az informális kockázati tőkebefektetések általában lokálisan/ regionálisan szerveződnek. A tipikus angyal befektető jobban kedveli a helyben lévő projektet, mivel rendszeres kapcsolattartásra törekszik a vállalkozóval. Az angyalok gyakran

olyan vállalkozásokba fektetnek, amelyek két-háromórányi autózásnál nem messzebb található (ez a leggyakrabban 50-200 km-t jelent, és nagy mértékben függ az ország nagyságától), az angyal tartózkodási helyéhez képest. Az esetek egy részében ez az információszerzés nehézségeivel hozható összefüggésbe, de a kockázatkezelésre visszavezethető okai is vannak. Az angyalok szorosabb ellenőrző tevékenységet képesek kifejteni a vállalkozás működését illetően, ha földrajzilag közelebb vannak hozzá. A lokalitás lehetővé teszi a személyes kapcsolatok kialakulását, ezek a szervezetek állnak leginkább közel az ügyfeleikhez.⁹ A hálózatok nagy többsége regionális szinten működik.

- *Nemzeti szintű:* a nagy térbeli távolságok miatt még inkább megnövekedett tranzakciós költségek kezelése és az ügyfelek kritikus tömegének elérése miatt szükségesek az ilyen típusú szervezetek, amelyek általában a regionális hálózatokat fogják össze (pl. a LINC Scotland) vagy egyfajta szövetségi funkciót töltenek be (pl. a német BAND¹⁰).
- *Nemzetközi hálózat:* a globalizáció és az egységesülő Európa által támasztott kihívásoknak egy határokon átívelő üzleti angyal hálózat tud megfelelni. Támogatja a befektetők mobilitását, elősegíti az egyes nemzeti hálózatok együttműködését, kutatásokat, konferenciákat szervez. Európában az EBAN¹¹ látja el ezt a funkciót.

Az Egyesült Királyságban, ahol európai viszonylatban a legaktívabbnak tekinthető az informális kockázatitőke-piac, a területi aggregáció szintjét, a finanszírozás módját és az általuk közvetített befektetések jellemzőit figyelembe véve az üzleti angyal hálózatoknak öt különböző csoportját azonosították (Mason-Harrison 1995). A helyi bázisú, a közszféra által (és regisztrációs díjából) finanszírozott szervezetek (lokális/regionális, nem profitorientált szervezetek) általában „csak” közvetítő szolgáltatásokat nyújtanak a már megismert „konvencionális” formában. A vizsgált összes hálózat közül a lokális/regionális szintűek domináltak (53 %).

Hasonlóak a nemzeti szintű, nem profitorientált intézmények, amelyek szintén állami támogatással működnek. Egyedülként a LINC tartozott ide az Egyesült Királyságban. Mindkét állami támogatással működő hálózattípusról elmondható, hogy tipikusan olyan kis méretű befektetések létrejöttében közvetített, amelyek korai szakaszban lévő vállalkozásoknak nyújtottak tőkét, és a befektető magas hozzáadott értékű fejlesztő tevékenységet valósított meg a vállalatnál.

A profitorientált, magántulajdonban lévő – regionális és nemzeti szintű – hálózatok általában nagyobb befektetéseket valósítanak meg, mint a nem profitorientált intézmények. A befektetések több mint harmada a terjeszkedési szakaszt finanszírozza. A profitorientált szolgáltatásokról általánosan elmondható, hogy az általuk közvetített befektetők egyre inkább az

⁹ Bizonyos jelek arra utalnak, hogy a megállapítás nem minden esetben igaz. Különösen az olyan szektorokban, mint a csúcstechnológiai (high-tech), ahol egy adott, szűk piaci „fülkében” működő vállalkozások száma világviszonylatban is nagyon csekély, az üzleti angyalok a vállalkozás földrajzi elhelyezkedését nem tekintik korlátozó tényezőnek. Éppen ellenkezőleg, a világ minden részén keresik befektetéseikben az ide tartozó vállalkozásokat, ebben az elterjedőben lévő globális hálózatok segítségével támaszkodnak. (EC 2003)

¹⁰ Business Angels Netzwerk Deutschland.

¹¹ European Business Angel Network.

expanziós fázist finanszírozzák, a nagyobb méretű fejlesztőtőke-befektetések¹² irányába orientálódnak, párhuzamosan az intézményesült kockázatitőke-piacon érzékelhető trenddel (Karsai 1997, Mason-Harrison 1995).

Az angol informális kockázati tőkepiac érdekes és nem tipikus szereplője az intézményi arkangyal (*institutional archangel*). Profitorientált szervezet, amely felkutatja, kiszűri és strukturálja a befektetési lehetőségeket, majd a hálózat tagjaiból befektetői szindikátusokat szervez. Munkadíját a tőkét kereső vállalkozásoktól kapja. Sok esetben kockázati tőketársaságokkal is együttműködik, amelyek olyan alapokat szerveznek, amibe üzleti angyalok tudnak „passzív szereplőként” pénzt investálni.

A profitorientált, kisegítő szolgáltatásokat nyújtó szervezetek a felmérés szerint egy kevésbé homogén, kis méretű csoport, amely olyan vállalatokra specializálódott, amelyeknek nincs kialakított stratégiájuk, vagy hiányoznak az ehhez szükséges ismereteik. Ezeket a cégeket „házasítja össze” a megfelelő képességű befektetőkkel, akik a tőkéjük mellett aktívan bekapcsolódnak a vállalat fejlesztésébe is.

Az üzleti angyal hálózatok szélesebb, a nemzetgazdaság egészére gyakorolt hatását elemezve az Egyesült Királyságban kimutatták, hogy a közvetítésükkel létrejött minden egyes új munkahely kb. 3000 euróba került, és minden egyes sikeres befektetés létrejötté 10000 EUR alatti állami támogatást igényelt 2000-ben (Saublens-Reino 2000). Az Európai Bizottság és az EBAN felmérései szerint az európai hálózatok átlagosan 3,2 főt foglalkoztatva évi 208640 EUR összegből gazdálkodnak, amely 84%-a a közszféra támogatása¹³ (Saublens-Reino 2000). A szervezetek tevékenységének további hatása (az innovációs képesség, a vállalkozói kultúra erősödése, új ismeretek elsajátítása, egy új finanszírozási lehetőség széles körű megismertetése stb.) azonban nehezen számszerűsíthető. A non profit hálózatok a tőkepiaci és vállalkozás-fejlesztési intézményrendszer fontos elemévé váltak Európában.

5. A közszféra szerepe az üzleti angyal hálózatok szervezésében: az Európai Unió gyakorlata

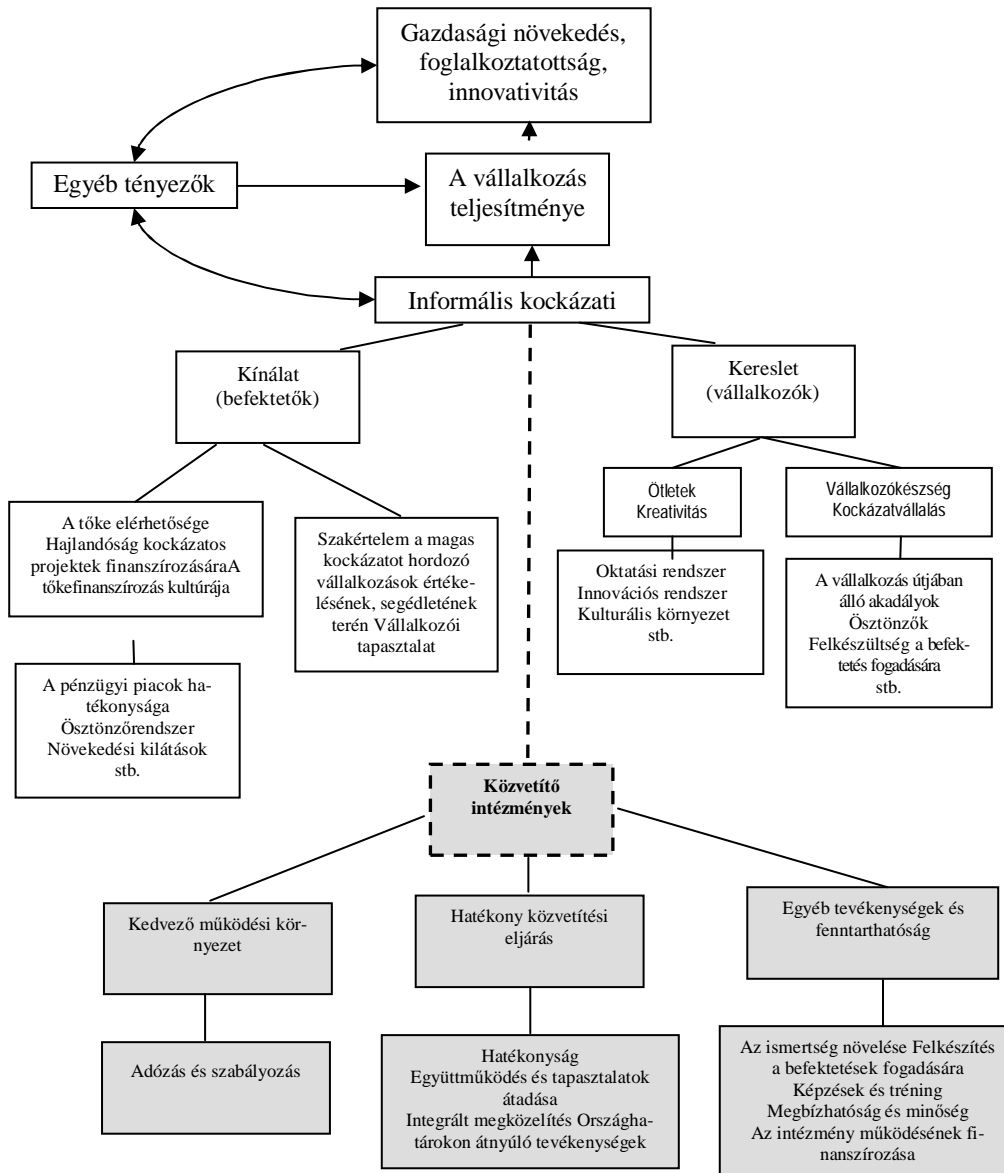
Láthattuk, hogy az élénk és hatékony informális kockázatitőke-piac nélkülözhetetlen egy aktív vállalkozói teljesítményre épülő „életerős” gazdaság számára. Ugyanakkor számos eredmény létezik arra vonatkozóan, hogy az informális befektetőkben rejlő potenciál kihasználatlan. A közszféra kezdeményezései nagymértékben hozzájárulhatnak egy jól működő tőkepiac kifejlődéséhez, beleértve az informális kockázati tőke piacát is, melyen az üzleti angyalok tevékenykednek. A vállalkozói kultúra fej-

¹² A '80-as évektől kezdve a kockázatitőke-befektetések egyre inkább elszakadtak az innováció finanszírozásától, és a szakirodalom által használt kockázati tőke (*venture capital*) fogalom is megváltozott. Átfogó elnevezéssé a magántőke (*private equity*) vált, ami egyrészt hagyományos kockázati tőke, másrészt fejlesztőtőke (*development capital*) lehet. A fejlesztőtőke főleg a vállalkozás növekedését, az expansion szakaszt finanszírozza (Karsai 1997).

¹³ Az állami támogatások aránya azért ilyen magas, mert a legtöbb hálózat működésének kezdeti szakaszában jár, és nem tudott még megfelelő méretű ügyfélbázist toborozni.

lődése és a pénzügyi piacok hatékonyságának javulása egy egymást erősítő folyamat részei, mivel a sikeres vállalkozók maguk is forrásokkal láthatják el a befektetések piacát, hozzájárulva a további fejlődéshez, és támogatva újabb vállalkozások elindulását.

4. ábra: Az informális kockázattőke-befektetések ösztönzésének lehetőségei



Forrás: Baygan-Freundenberg, 2000: 8. és EC (2003) alapján saját szerkesztés

Az állami szerepvállalás motivációját az informális kockázatitőke-piacon a finanszírozási források elérhetőségének javításán keresztül legtöbbször a gazdasági növekedés, a foglalkoztatottság növelése, illetve az innovációs tevékenység kockázatitőke-finanszírozáshoz való kötődésén keresztül az innovativitás erősödésének célja jelenti. A beavatkozás több területre irányulhat: egyfelől növelheti az informális kockázati tőke kínálatát¹⁴, másfelől fejlesztheti a keresleti oldalt annak érdekében, hogy szülessenek ígéretes ötletek és gyarapodjék a befektetések fogadására alkalmas vállalkozások száma¹⁵, végül továbbiakban szerepet vállalhat a piaci hatékonyság növelésében azáltal, hogy támogatást nyújt üzleti angyal hálózatok létrehozásához és működtetéséhez. A beavatkozás három területét szemlélteti a 4. ábra, a továbbiakban mi a témánkhoz szorosan kapcsolódó üzleti angyal hálózatokat érintő beavatkozás lehetőségeit tárgyaljuk az uniós tagállamok gyakorlatát elemezve.

Az Európai Bizottság, felismerve az induló vállalkozások tőkéhez való hozzáféréseinek nehézségeit, 1998 óta foglalkozik célzottan az informális kockázatitőke-piac ösztönzésével. Az ún. Harmadik Többéves KKV Program (*Third Multiannual Programme for SMEs*) keretén belül anyagi forrásokkal támogatja az üzleti angyal hálózatokat annak érdekében, hogy növekedjék az informális magánbefektetések szerepe a vállalkozások finanszírozásában. (5. ábra). A program segítségével háromféle célra lehetett forrásokhoz jutni (EC 1998):

- Népszerűsítő kampányok szervezése és a követendő példák elterjesztése.
- Megvalósíthatósági tanulmányok készítése arra vonatkozólag, hogy egy adott térségben érdemes-e az üzleti angyal hálózat koncepcióját életre kelteni.
- Hálózatépítési programok új hálózatok kiépítésére és támogatására.

A programot úgy tervezték meg, hogy többféle kínálat- és keresletoldali problémát is kezeljen, így például az információ és oktatás kérdését, strukturális problémákat, a sok vállalkozó és angyal negatív hozzáállásában rejlő nehézségeket, a láthatóság és az értékes ta-

¹⁴ Lerner (1998) az informális kockázatitőke-befektetések állami ösztönzése ellen érvel. Elképzelhetőnek tartja, hogy a kockázati tőkések azért kerülnek el a kis összegű befektetéseket, mert azok egyszerűen nem jövedelmezőek, vagy azért, mert magas költségekkel járnak ezek a tranzakciók, vagy azért, mert nem kecsegtetnek kedvező kilátásokkal a kisebb tőkeerejű cégek. Ez utóbbit az első ízben nyilvánosan részvénykibocsátást (IPO) végrehajtó cégek részvényein hosszabb távon elérhető hozamokkal igyekeznek alátámasztani. Ezek azt jelzik, hogy azoknál az IPO-knál, ahol korábban (intézményi) kockázatitőke-finanszírozás történt, az elért hozamok felülmúlják az egyéb IPO-kon elért hozamokat, így azokét is, ahol a háttérben magánbefektetők voltak. Véleménye szerint a magánszemélyek arra való ösztönzése, hogy kis összegű befektetéseket hajtsanak végre, a hatékonysággal ellentétes eredményre vezet, és társadalmi veszteségeket okoz, amennyiben a pénzügyi megtérülés nem kielégítő, és a finanszírozott vállalkozás nem életképes, és az empirikus eredmények megerősítik a felmerülő aggályokat azon politikákkal szemben, amelyek a magánszemélyek befektetéseit ösztönzik olyan vállalkozásokba, amelyeket a hivatásos befektetők visszautasítottak. Álláspontja szerint a piaci erőnek kell megoldani a problémát.

¹⁵ Ehhez olyan keretfeltételek kellene, amelyek elősegítik az ötletek megszületését és a kreativitás felbukkanását, elengedhetetlen például a jól működő oktatási és innovációs rendszer. Ezzel párhuzamosan a megfelelő ösztönzőrendszer, és a vállalkozás útjában álló akadályok eltávolítása jó táptalajt jelenthet annak, hogy a vállalkozókészség és kockázatvállalás bátorításán keresztül az ígéretes ötletekből jövedelmező vállalkozások szülessenek (Baygan-Freundenberg 2000).

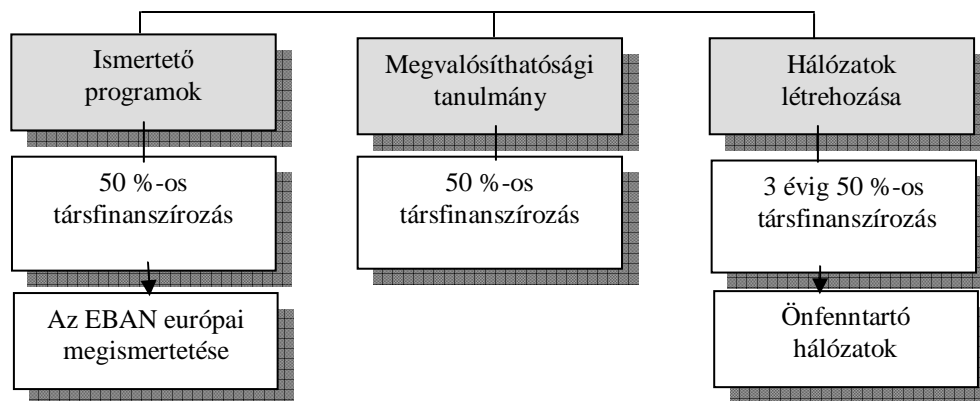
pasztalok átadásának problémáját. A program ezekkel a problémákkal foglalkozott azáltal, hogy támogatta az angyal hálózatok létrehozását Európa-szerte, és javította az angyal típusú befektetések feltételeit. A program az egyes projektek közvetlen támogatásán kívül az EBAN létrehozásához is segítséget nyújtott.

Az üzleti angyal hálózatok fontosságát megértve, valamint a támogatások hatására a legtöbb uniós országban (és néhány csatlakozó országban is) létre is hoztak ilyen típusú szervezeteket: 1999 és 2002 között majdnem háromszorosára nőtt a számuk (3. táblázat). A legtöbb hálózat a világ egyik legfejlettebb informális kockázati tőkepiacával rendelkező Nagy-Britanniában található, holtversenyben Franciaországgal, majd őket követi Németország.

A program tapasztalatait a Bizottság egy összehasonlító-értékelő tanulmányban elemezte (EC 2003), és az egyes tagállamok követésre érdemes gyakorlatait összegyűjtve, javaslatot tett az üzleti angyal hálózatok tevékenységének ösztönzését célzó állami szerepvállalás beavatkozási lehetőségeire (4. ábra).

Az első ilyen terület: az angyalok és a hálózatok működési környezetének befolyásolását célzó programok. A hálózatok számára ez főleg a szabályozást jelenti, az angyalok számára pedig az ezt érintő legfontosabb tényező: az adózás, minthogy ez kihat a befektetés-től remélt nettó jövedelemre.¹⁶

5. ábra Az Európai Unió három lépcsős támogatási rendszere



Forrás: EC (1998) alapján saját összeállítás

Egy fenntartható üzleti angyal típusú befektetési piac megteremtéséhez elengedhetetlenül fontos, hogy a hálózatok sikeresek legyenek:

- az informális kockázati tőke-piac közismertté tételében,
- a vállalkozók felkészültségének javításában a befektetések fogadására,
- saját szolgáltatásaik minőségének fenntartásában,

¹⁶ Az adózási rendszeren keresztül történő piacélnéklítés lehetőségei meghaladják a dolgozat kereteit, mivel ez elsősorban kínálatoldali eszköznek tekintendő.

- valamint a működésük finanszírozásában.

Kutatások több olyan tényezőcsoportot azonosítottak, melyek megakadályozzák a befektetések létrejöttét az informális kockázatitőke-piacon (Mason-Harrison 2002). Egyfelől léteznek belső tényezők, ilyen például, hogy az üzleti angyaloknak gyakran szűk keresztmetszetű és nagyon egyedi a befektetési érdeklődésük. Ezen kívül vannak külső akadályok: ezek egy része abból ered, hogy alacsony minőséget képviselő befektetési ajánlatokkal találkozunk, másrészt a tőkét kereső vállalkozást nem tartják a befektetés fogadására eléggé felkészültnek, harmadsorban pedig sokszor azon bukik meg az ügylet létrejötte, hogy a befektető és a vállalkozó nem tud mindkettőjük számára elfogadható befektetési feltételekben megállapodni. Ebből az következik, hogy az üzleti angyal hálózatok kezdeményezőkézsége szükséges a lehetőségek számának növeléséhez: közvetlen kapcsolatra lépve a vállalkozóval segíteniük kell felkészültté válni a befektetés fogadására, képzéseket kell indítaniuk, hogy javuljon mind a befektetők, mind pedig a vállalkozók hozzáértése a befektetési üzlet megkötéséhez, lebonyolításához, és igyekezniük kell szélesíteni a befektetők érdeklődési körét, például *due diligence* szolgáltatás nyújtásával, illetve befektetői szindikátusok ösztönzésével.

3. táblázat: Üzleti angyal hálózatok Európában

Az ország neve	2002	2001	2000	1999
Ausztria	1	1	1	1
Belgium	7	7	6	4
Csehország	1	0	0	0
Dánia	6	4	1	0
Egyesült Királyság	48	48	52	49
Finnország	1	1	1	1
Franciaország	48	32	13	4
Hollandia	2	2	1	1
Írország	1	1	1	1
Németország	40	36	43	1
Norvégia	1	1	0	0
Olaszország	11	12	5	2
Portugália	1	1	0	0
Spanyolország	2	1	1	0
Svájc	2	3	3	1
Svédország	2	2	2	1
Összesen	174	152	130	66

Forrás: EBAN (2002)¹⁷ alapján saját szerkesztés

¹⁷ Az EBAN statisztikái nem teljesen pontosak, mivel az adatok a taghálózatok önkéntes információszolgáltatásán és különböző kutatásokon alapulnak, de az összes közvetítő szolgáltatást nyújtó szerve-

A fenti feladatok közül többnek a sikeres végrehajtásához nélkülözhetetlen a közszférában működő intézményekkel való hosszú távra szóló partnerkapcsolat kiépítése. A hálózatok javítani tudják a projektjeik minőségét azáltal, hogy együttműködnek más szervezetekkel (pl. inkubátorokkal), és a befektetők számára minőségbiztosítást nyújthatnak. Az európai kockázatitőke-piac egységesülése növelni fogja a lehetőséget (és a nyomást is) a határokon átívelő együttműködésekre. A növekvő hatékonyság és a legjobb gyakorlatok elterjesztése kívánatosá teszi az effajta együttműködések kialakulását, különösen a csatlakozás előtt álló országokban. A határokon átívelő együttműködések keresztül a hálózatok növelhetik az egymásra találás valószínűségét olyan kis méretű piaci szegmensekben (fülkékben) is, mint amilyenekkel a csúcstechnológia területén találkozhatunk.

A Bizottság az összehasonlító-értékelő elemzésben javaslatokat fogalmaz meg az európai informális kockázatitőke-befektetések szerepének növelése érdekében (EC 2003). A hat javaslat közül ötben¹⁸ fontos szerephez juthatnak az üzleti angyal hálózatok is:

- Hosszú időn keresztül fenntartott kampányokkal (hírverésekkel) kell a potenciális üzleti angyalokat és a vállalkozókat megismertetni az új finanszírozási mód előnyeivel a tagállamokban és a csatlakozó országokban.
- Több adatok kellene összegyűjteni az üzleti angyalokról, hogy a megalapozott információkra támaszkodó döntéshozatal lehetségessé váljon.
- Európai szinten létre kellene hozni egy üzleti angyal fórumot, amelynek keretei között meg lehetne tárgyalni azokat témákat, amelyek az üzleti angyalok közösségét érintik.
- Fontos közpénzeket szánni az üzleti angyal hálózatok működésének finanszírozására. Az üzleti angyal hálózatok működéséhez helyi, regionális szinten célszerű támogatást nyújtani.
- Elő kell segíteni a szigorú etikai követelmények megfogalmazását és betartását a hálózaton belül, ehhez nélkülözhetetlen az átláthatóság megteremtése, illetve egy magatartási kódex elfogadása.

Számos angyal hálózat már most is támogatásban részesül a helyi, regionális vagy központi szervektől. Az Európai Regionális Fejlesztési Alapon keresztül szintén érkezik közösségi támogatás. A közszféra támogatása lehetővé teszi, hogy a hálózatok javítsák a felkészültséget a befektetések fogadására, megkönnyítsék az egymásra találást, megszervezzék az ismertséget javító programokat, képzéseket végezzenek illetve egyéb támogatást nyújtsanak. Ezekkel a tevékenységekkel helyi szinten növelik a jólétet és munkahelyeket teremtenek. Főként a helyi és regionális szervek látják hasznát a saját régiójuk szempontjából az üzleti angyal hálózatok tevékenységének.

zet nem tagja az EBAN-nak. Továbbá nem tisztázott, mit is tekint az EBAN a statisztika készítésekor üzleti angyal hálózatnak. A közvetítő intézmények folyamatos „születése és halála” is megnehezíti egy pontos adatbázis összeállítását.

¹⁸ A hatodik javaslat arra hívja fel a tagállamoknak figyelmét, hogy vegyék számításba az adózási szabályok üzleti angyal befektetésekre gyakorolt hatását.

6. Következtetések

A közvetítő szolgáltatásokat nyújtó hálózatok többsége nem profitérdekelt, költségeiket állami (ill. szövetségi, EU-s) forrásokból, szponzoroktól, regisztrációs, éves vagy sikerdíjából fedezik. Ezek a szervezetek hajlandóak a kisebb forrásigényű kezdő- és kisvállalatokat is támogatni, az ún. korai szakasz (early stage) finanszírozási problémájának megoldásához hozzájárulni (Mason 2002, Mason-Harrison 1995). A fejlett kockázati tőkepiaccal rendelkező országokban magántulajdonban lévő, profitorientált hálózatok is működnek, melyek nem részesülnek állami támogatásban. E szervezetek a magas tranzakciós költségek miatt a nagyobb befektetési lehetőségekre összpontosítanak, egy bizonyos összeghatár alatt pedig nem is fogadják a vállalkozók ajánlatait. További jellemzőjük, hogy sok esetben a vállalkozás későbbi, terjeszkedési szakaszának finanszírozására koncentrálnak, gyakran befektetési szindikátusokat létrehozva (Mason 2002, Mason-Harrison 1995, 1996/a,b). A profitorientált partnerközvetítés gyakran a nagy pénzügyi szolgáltatók kínálatában is szerepel, melynek előnye, hogy a befektetők és vállalkozók „összehozása” mellett a szolgáltatások további széles spektrumát képesek felkínálni. Az üzleti szemlélet miatt az árpolitika legfontosabb elemévé a sikerdíjak váltak (Coveney-Moore 1998). Látható, hogy amennyiben a közzsféra kivonulna az üzleti angyal hálózatok finanszírozásából, azzal a leginkább rászoruló vállalkozói kör tőkéhez jutása még inkább megnehezülne. Hosszabb távon e hálózatok hozzájárulhatnak a vállalkozói kultúra erősödéséhez, a nagyobb gazdasági növekedéshez és a foglalkoztatottság emelkedéséhez.

Egy üzleti angyal hálózat ill. közvetítő szolgáltatást nyújtó szervezet létrehozása tehát az informális kockázati tőkepiac fejlesztésének hatékony eszköze lehet. Jó példa erre Németország, ahol az üzleti angyal fogalom a BAND 1998-as létrehozásakor teljesen ismeretlen volt, de a piac és a gazdaság szereplőinek felélénkítése három év alatt sikerült. Jelenleg Németországban működik a harmadik legtöbb közvetítő szolgálat Európában, könyvek és publikációk sokasága jelenik meg e témában, és az üzleti angyal hálózatok a kb. 190 regisztrált angyal és 1500 vállalkozás mellett jelentős szponzori bevételekről is beszámolhatnak, tehát az üzleti szférát is sikerült valamilyen formában érdekeltté tenniük (BAND 2001).

A hazai üzleti angyalok szerepéről, részvételéről a kkv-k finanszírozásában nem rendelkezünk megbízható empirikus adatokkal.¹⁹ Hazánkban 2000. júniusa óta működik a Magyar Innovációs Szövetség és az INNOSTART Nemzeti Üzleti Innovációs Központ Alapítvány által létrehozott *Üzleti Angyal Klub*, amely személyes és elektronikus közvetítés segítségével biztosít fórumot innovatív vállalkozások és befektetők számára. Az évente 2-3 alkalommal megrendezett találkozók és a – két év alatt – 15-20 bemutatott vállalkozás hazai „angyal-piacot” élénkítő hatása azonban korlátozottnak tekinthető. Az Innostartnál nem tervezik a közvetítő szolgáltatás bővítését.

A nemzetközi tapasztalatok arra mutatnak rá, hogy egy üzleti angyal hálózat létrehozása és sikeres működtetése bonyolultabb feladat, mint amilyennek első látásra tűnik, mivel a szolgáltatás sikeressége nem automatikus. A szolgáltatással szemben támasztható átfogó követelmény, hogy az ügyfelek számára kényelmesen elérhető, bizalmas és megbízható szol-

¹⁹ Két empirikus felmérésről tudunk. Az egyik a Global Entrepreneurship Monitor (GEM) keretében készült, a másik a szerzők által Szegedi Tudományegyetem Pénzügytani Tanszékén végzett kutatás, mindkettő azonban meglehetősen kis mintán.

gáltatást kell nyújtani. A siker nélkülözhetetlen feltétele, hogy a szolgáltatás mérete, azaz az ügyfélbázis elérje a kritikus tömeget, azaz a közvetítés érdekében megfelelően nagy és diverzifikált ügyfélkört kell létrehozni.

A kulcsfontosságú témakörök, amelyeket egy sikeres üzleti angyal hálózat megtervezése során alaposan át kell gondolni a következők (Mason-Harrison 1996/a):

- Szervezeti forma: milyen típusú szervezetek működtessék a kapcsolatteremtő rendszert (pl. helyi vállalkozási ügynökség, kamara, egyetem stb.)? Milyen földrajzi egységet feltelessünk meg a működés területiségének (város, megye, régió stb.)?
- A finanszírozás módja: ki biztosítsa a pénzügyi forrásokat a kapcsolatteremtő rendszer működtetéséhez, vagy esetleg képes lehet a pénzügyi önfenntartásra? Melyik a legmegfelelőbb díjstruktúra (ingyenes közszolgáltatás, vállalkozók és/vagy befektetők regisztrációs díja, legyen-e sikerdíj stb.)?
- A szolgáltatás marketingje: milyen stratégia szolgálja leginkább a kiterjedt és diverzifikált ügyfélkör kiépítését? Hogyan lehet megteremteni és fenntartani a szolgáltatás és az intézmény reputációját (minőségbiztosítás)?
- Működtetés: milyen keresési-párosítási eljárás alkalmazása kívánatos (befektetői fórum, katalógus, számítógéppel támogatott párosítás)? Hogyan érhető el, hogy minél több kapcsolatfelvétel végződjön ténylegesen megvalósult befektetéssel?
- Teljesítményértékelés: milyen alapon értékeljük a működés sikerességét, sikertelenségét? Milyen célkitűzés megfogalmazása a legcélszerűbb? El lehet-e érni a pénzügyi önfenntartást

Véleményünk szerint Magyarországon a legideálisabb valószínűleg egy nonprofit szervezet létrehozása lenne, amely eleinte állami és szponzori forrásokból gazdálkodna. Feladata az üzleti angyal finanszírozás koncepciójának népszerűsítése és egy nemzeti szintű elektronikus adatbázis működtetése lenne, valamint egyfajta üzleti angyal szövetség központjaként is funkcionálna. Képviselné Magyarországot az EBAN-ban, rendszeresen kiadna egy befektetési tájékoztatót, koordinálná a 6 regionális iroda működését, amelyek egy már működő vállalkozás- vagy gazdaságfejlesztési intézményhálózatra (pl. MVA hálózata, regionális fejlesztési ügynökségek) csatlakoznának rá. A helyi irodák a közvetítés mellett tanácsadással, üzletiterv-készítéssel, felkészítéssel is foglalkoznának, rendszeres befektetői fórumokat rendeznének. Az üzleti angyal hálózatok részfinanszírozására az Európai Unió programjain keresztül is lehetőség nyílna. A közvetítő irodák megfelelő szolgáltatásokat és díjstruktúrát kialakítva néhány éven belül akár önfenntartóvá is válhatnak.

A siker tárgyalt belső feltételeinek megteremtésén kívül, a külső, környezeti feltételek javításában is kulcsszerepet vállalhatna hazai a közsféra (Osman 2000). Ha a tőkefinanszírozás szerepe egy finanszírozási kultúrában erős, az nagy mértékben növeli az induló vállalkozások túlélési esélyeit, és eredményesen járul hozzá egy erős, vállalkozás központú gazdaság kialakulásához.

Felhasznált irodalom

- BAND 2001: Drei Jahre Business Angels Forum. *Business Angels Network Deutschland Newsletter*, 10, 4.o. http://www.business-angels.de/bandinfo/newsletter_10-01.pdf. Letöltve: 2002. november 4.
- Baygan, G. – Freudenberg, M. 2000: *The internationalisation of venture capital activity in OECD countries: Implications for measurement and policy*. STI Working Papers, 7, OECD.
- Blatt, R. – Riding, A. 1996: '...Where angels fear to tread': some lessons from the Canada Opportunities Investment Network experience. In Harrison, R. T. - Mason, C. M. (eds): *Informal venture capital. Evaluating the impact of business introduction services*. Woodhead-Faulkner, Hemel Hempstead, 75-89 o.
- Bygrave, W. D. – Hay, M. – Ng, E. - Reynolds, P. 2003: Executive forum: A study of informal investing in 29 nations composing the Global Entrepreneurship Monitor (GEM). *Venture Capital*, 2, 101-116. o.
- Coveney, P. – Moore, K. 1998: *Business Angels. Securing start up finance*. John Wiley and Sons, New York.
- EBAN 2002: *Business Angel Networks and Business Angels in Europe*. European Business Angel Network Secretariat, Brüsszel. <http://www.eban.org/download/EBAN%202003.pdf>. Letöltve: 2003. október. 14.
- EC 1998: Commission call for proposals aimed at improving finance environment of SMEs. *Official Journal of the European Communities*, C 263/20, 1998. 08. 20.
- EC 2003: *Benchmarking business angels. „BEST” report*. Office for Official Publications of the European Communities, Luxemburg.
- Gaston, R. J. 1989: *Finding private venture capital for your firm: A complete guide*. John Wiley and Sons, New York.
- Harrison, R. T. – Mason, C. M. 1996: Informal venture capital. In Harrison, R. T. - Mason, C. M. (eds): *Informal venture capital. Evaluating the impact of business introduction services*. Woodhead-Faulkner, Hemel Hempstead, 89-101 o.
- Harrison, R. T. – Mason, C. M. 2002: Backing the horse or the jockey? Agency costs, information and the evaluation of risk by business angels. In Bygrave, W. D. – Bird, B. J. – Birley, N. S. – Churchill, C. – Hay, M. G. – Keeley, R. H. – Wetzel, W. E. Jr. (eds): *Frontiers of Entrepreneurship Research*. Babson College, Wellesley.
- Kállay L. – Imreh Sz. 2003: *A kisvállalkozás-fejlesztés gazdaságtana*. Egyetemi jegyzet, kézirat. Szegedi Tudományegyetem Gazdaságtudományi Kar.
- Karsai J. 1997: A kockázati tőke lehetőségei a kis- és középvállalatok finanszírozásában. *Közgazdasági Szemle*, 2, 165-174 o.
- Klandt, H. – Hakansson, P. – Motte F. 2001: *Vademecum für Unternehmensgründer, Business Angels und Netzwerk. Ein Beitrag zum Wissenstransfer zwischen Wissenschaft und Unternehmen*. Books on Demand, Norderstedt.

- Landström, H. – Sörheim, R. 2001: Informal investors – A categorization, with policy implications. *Entrepreneurship and regional development*, 13, 351-370 o.
- Lerner, J. 1998: „Angel” financing and public policy: An overview. *Journal of Banking & Finance*, 22, 773-783. o.
- Mason, C. M. – Harrison, R. T. 1995: Developing the informal venture capital market in the UK: is there still a role for public sector business angels networks? In Bygrave, W. D. – Bird, B. J. – Birley, N. S. – Churchill, C. – Hay, M. G. – Keeley, R. H. – Wetzel, W. E. Jr. (eds): *Frontiers of Entrepreneurship Research*. Babson College, Wellesley.
- Mason, C. M. – Harrison, R. T. 1996/a: Informal investment business introduction services: some operational considerations. In Harrison, R. T. – Mason, C. M. (eds): *Informal venture capital. Evaluating the impact of business introduction services*. Woodhead-Faulkner, Hemel Hempstead, 89-101 o.
- Mason, C. M. – Harrison, R. T. 1996/b: LINC: a decentralised approach to the promotion of informal venture capital. In Harrison, R. T. – Mason, C. M. (eds): *Informal venture capital. Evaluating the impact of business introduction services*. Woodhead-Faulkner, Hemel Hempstead, 89-101 o.
- Mason, C. M. – Harrison, R. T. 1996/c: The Department of Trade and Industry’s informal investment demonstration projects: an interim assessment. In Harrison, R. T. – Mason, C. M. (eds): *Informal venture capital. Evaluating the impact of business introduction services*. Woodhead-Faulkner, Hemel Hempstead, 248-271 o.
- Mason, C. M. – Harrison, R. T. 2002: Barriers to investment in the informal venture capital sector. *Entrepreneurship & Regional Development*, 14, 271-287. o.
- Mason, C. M. 2002: Report on business angels investment activity 2000-2001. NBAN és BVCA, London. <http://www.bestmatch.co.uk>. Letöltve: 2003. október 14.
- MIT 2000: *Venture Support Systems Project: Angel Investors*. Massachusetts Institute of Technology Entrepreneurship Center, Massachusetts. <http://entrepreneurship.mit.edu/Downloads/AngelReport.pdf>. Letöltve: 2002. április 5.
- Osman P. 1998: Az üzleti angyalok tevékenysége és befektetések szerepe a kis- és kisebb közép vállalatok létrehozásában és fejlesztésében. OMFB, Budapest.
- Osman P. 2000: Hogyan lesznek nálunk üzleti angyalok. *Pénzügyi Szemle*, 11-12, 1060-1073. o.
- Rasila, T. – Seppä, M. – Hannula, M. 2002: *V2C or Venture-To-Capital – New Model for Crossing the Casm between Start-Up Venture and Venture Capital*. Euram, Stockholm.
- Saublens, C. – Reino, M. 2000: *Introduction to the activities of regional business angels networks*. EBAN Secretariat, Brüsszel.

A jelzáloglevél-kibocsátáson alapuló hitelezés problémái történeti megközelítésben

Kovács György¹

A tanulmányban bemutatásra kerül a jelzáloglevél-kibocsátáson alapuló hitelezés magyarországi történetének alakulása az első reformkori javaslatoktól kezdődően a jelenkori jelzáloglevél-piac problémáinak elemzésével bezárólag. Magyarországon - ahol a nemzetgazdaság életében mindig is meghatározó szerepet játszott a mezőgazdaság – már a reformkorban felvetődött a kérdés, hogy a feudális viszonyok felbomlásával, a tökéletes termelésre történő áttérés során hogyan biztosítható a megfelelő mértékű tőke a földbirtokos társadalom számára. Gróf Dessewffy Emil az 1839/40-ben írott Alföldi leveleiben népszerűsíti a porosz illetve württembergi Landschaftok intézményét, példaként állítva a magyar rendek elé a polgári átalakulás során követendő olyan eljárásnéven, mely biztosíthatja a történelmi osztályok talpon maradását. A földbirtokos társadalom hitelhez jutását biztosító Magyar Földhitelintézet felállítására csak 1862-ben került sor, majd a történelmi átalakulás igényelte újabb szociális funkciókat kielégítendő a XIX. század utolsó harmadában a kisbirtokosság hiteltőkével történő ellátását támogató Kisbirtokosok Országos Földhitelintézete illetve az Országos Központi Hitelszövetkezet megszervezésére is sor került jelentős állami szerepvállalással. A dolgozat bemutatja hogyan reagált a gazdaságpolitika a két világháború közötti időszakban a jelzáloghitelezés és záloglevélkibocsátás jogi szabályozásával a megváltozott társadalmi-gazdasági körülményekre. A XX. század végének újabb rendszerváltása ismételtelen felszínre hozta a mezőgazdaság piactudományi viszonyok között történő működésének hosszú távú finanszírozási problémáit s történelmi analógiaként ismételtelen szemtanúi lehettünk a törvényalkotásnak a problémára történő megkésett reagálásának, hiszen csak az 1997. évi XXX. törvény keretében került sor a jelzálog-hitelintézetek szabályozására. A tanulmány bemutatja e megkésett szabályozást követően „kibontakozó” záloglevél-kibocsátás viszonyosságait s megpróbál magyarázatot adni, milyen módszertani problémák akadályozhatják a záloglevél-piac fejlődését.

Kulcsszavak: jelzálog-levél, jelzáloghitelezés, jelzálogkölcsön

1. Bevezetés

Dolgozatunk bevezető gondolatai keretében néhány fogalmi elkülönítésére kerítünk sort. A jelzáloghitel hosszú lejáratú (10-20, de sokszor 50 évre vonatkozó), fejlesztési célokat finanszírozó, jelzálogfedezet kikötése mellett nyújtott hitel, melynek legfontosabb jellegzetessége,

¹ Kovács György egyetemi adjunktus, Szegedi Tudományegyetem Gazdaságtudományi Kar, Pénzügytani Tanszék

hogy a zálogjog a fedezet biztosításának legfontosabb eszköze, az adós nem teljesítése esetén a hitelező a zálogtárgyból kielégítheti követelését. A jelzálogjog járulékos, csak a követelésre, a kamatokra, a követelés érvényesítésével kapcsolatos és a zálogtárgyra fordított költségekre terjed ki, létrejöttéhez nyilvántartásba történő bejegyzése szükségeltetik. A jelzáloghitelezés általában ingatlan fedezet mellett történik s jellemzően mezőgazdasági és kommunális beruházások finanszírozásában, valamint lakás-, ipari és kereskedelmi ingatlanok finanszírozásában játszik szerepet.

A jelzáloghitelezésben elvileg bármely hitelintézet szerepet vállalhat, de nem szabad elfeledkeznünk arról, hogy a klasszikus kereskedelmi bankok – alapvetően betétek gyűjtéséből s kisebb részben értékpapírok (kötvények, letéti jegyek stb.) kibocsátásából származó – forrásai jellemzően rövid- s középlejáratúak, így a hosszú lejáratú jelzáloghitelek jelentős állománya túlzott kockázatvállalást eredményezne a kereskedelmi bankok részéről. Így kialakultak a kifejezetten jelzáloghitelek nyújtására szakosodott pénzügyi intézmények, a jelzálog-hitelintézetek, melyek hosszú lejáratú jelzáloglevelek kibocsátásával biztosítják az aktívák és a passzívák lejáratú szerkezetének összhangját. A jelzáloghitelezésnek két fő modelljét szokás megkülönböztetni, a német illetve az amerikai modellt. A német modellben a jelzálogbankok mint szakosított hitelintézetek működnek szigorú törvényi felügyelet alatt, a jelzáloghitel a hitelintézet mérlegében marad s a jelzáloglevelet is az intézet bocsátja ki. Az amerikai modellben kétszintű jelzálogpiac működik: az elsődleges piacon sok szereplő vesz részt a jelzáloghitelezésben, akik követeléseik egy részét eladják a másodlagos piacon, ahol megtörténik a jelzáloghitelek csomagokba rendezése s ezek alapján értékpapírok kibocsátása, így e modellben a hitel kikerül az elsődleges hitelező mérlegéből. (Botos 2002, 51-52. o.) Dolgozatunkban a magyar jelzáloghitelezés intézménye fejlődésére nagy hatást gyakorló német modellre koncentrálunk. A jelzáloglevél a mögötte álló – jellemzően ingatlan – fedezet miatt kellően alacsony kockázatú befektetésnek minősíthető, természetesen ezen alacsony kockázati szint biztosítása igen szigorú állami szabályozást, felügyeletet kíván meg a pénz- és tőkepiac ezen szegmensére vonatkozásában. Az alacsony kockázati szint eredményezheti a viszonylag alacsony hozamszintet ezen értékpapírok vonatkozásában, ami a jelzáloghitelezés szempontjából az alacsony forrásköltségből eredően alapvető tényezője lehet a hitelkamatok relatíve alacsony mértékének.

Az alacsony kamatszint azért fontos szempont, mert a jelzáloghitelezés alapvetően két területen bír – s az európai illetve a magyar gazdaságtörténetben rendelkezett - kiemelt jelentőséggel, nevezetesen a mezőgazdasági tevékenységet folytatók, az agrárnépesség tőkeellátásában, illetve az önkormányzatok infrastrukturális beruházásainak finanszírozásában, így a jelzáloghitelezés és jelzáloglevél intézményének nem csak gazdasági, hanem szociális szerepet is kell tulajdonítanunk. Így pl. már az 1884-ben létrehozott Fribourgi (Freuburgi) Unió – mely német, osztrák-magyar, belga, svájci, francia és olasz jogi-gazdasági-teológiai ismeretekkel rendelkező személyeket fogott össze s mely kidolgozta azon ajánlásokat, reformjavaslatokat, melyek alapját képezték XIII. Leó pápa társadalmi megújulást célzó *Rerum Novarum* kezdetű enciklikájának – a hitelrendszer, a pénzügyi intézményrendszer reformja ügyében említést tesz a bankok szociális szerepéről. Két fontos momentumra kell felhívni a figyelmet e reformjavaslatokkal kapcsolatosan. Egyrészt a korporatív nemzetállam keretében felállítandó korporációk mint jogi személyek számára elengedhetetlen követelményként jelentkezik, hogy bankokat alapíthassanak s így tagjaik pénzügyi igényeit kielégíthessék s e szempontból a porosz földhitel-szövetkezetek szolgálhatnak modellként. Másrészt fontos szerepet tulajdonít a bank- és hiteltevékenység állami felügyeletének, annak érdekében, hogy

egyres érdekcsoportok ne használhassák fel a pénzügyi intézményrendszert gazdasági és politikai befolyásuk növelésére, felhívva a figyelmet arra, hogy a nagy hitelkihelyezések sok esetben a hűtlen kezelés veszélyét hordozzák magukban. (Botos 2000, 73-74. o.)

2. Történelmi előzmények

2.1. A parciális obligációk

A jelzáloghitelezés történelmi előzményeit tekintve mindenekelőtt a főúri parciális obligációk intézményéről kell megemlékeznünk. A XIX. század első felében a hagyományos hitelforrások – vármegyei árvapénztárak, egyházi és világi alapítványok – már nem bizonyultak elegendőnek a földbirtokos társadalom hitelszükségletének kielégítésére, így a pénzügyi intézményrendszer által nyújtott lehetőségek kiaknázása egyre inkább sürgető feladattá vált. Korábban Mária Terézia kísérletet tett a hitelügy rendezésére, melynek keretében 1772. november 15-én felállította az ún. „hitelpénztár” intézményét, ahol a magyar tőkepenzesek megtakarításait elhelyezhették és ahonnan elvileg mind az államkincstár, mind pedig a magyar hitelezők is kölcsönforráshoz juthattak. Ugyanakkor meg kell említeni, hogy egyrészt ezen intézmény a magánhitelezők körét kereskedőkre illetve olyan magánosokra terjesztette ki, akikért kereskedő állt jót, így a földbirtokos társadalom hosszú lejáratú hitelekre vonatkozó keresletének kielégítése szempontjából ezen intézmény létrehozása érdemi változásokat nem eredményezett, másrészt a Habsburg Birodalom növekvő eladósodottsága következtében a pénztár szerepe egyre inkább az államkincstár hiteligényének kielégítésében töltött be szerepet (Rádóczy 1982, 14. o.). Ebben az időszakban Magyarországon pénzügyintézetek, bankok még nem léteztek, így a külföldi hitelforrások igénybevétele tűnt egyedül reális alternatívának a hitelszükséglet kielégítésére, illetve ezzel párhuzamosan természetesen a nemzetgazdasági szakirodalomban megindult a széleskörű vita a hazai pénzügyi intézményrendszer kialakításának szükségességéről. A külföldi tapasztalatok vonatkozásában meg kell említeznünk arról, hogy egyes német tartományokban illetve Sziléziában ekkor már fennáll a *Landschaftok záloglevél-kibocsátásának* intézménye, mely a rendek kölcsönös jóállásán alapul, de természetesen e jogi konstrukcióból eredően az egyes tartományokon kívül elhelyezkedő birtokokra hitelt nem nyújthattak, így a magyarországi hitelszükséglet kezelése szempontjából csak elvi megoldásként jöhettek számításba.

Így – elsősorban a magasabb hitelszükséglettel fellépő arisztokrácia szempontjából – a külföldi tőke igénybevételenek egy speciális formájáról beszélhetünk, az ún. parciális obligációk intézményéről. A konstrukció keretében a magyar főnemes által kibocsátásra került adósságlevél (obligáció) letétbe helyezésre került az Osztrák Nemzeti Banknál – már itt megfigyelhető az Osztrák Nemzeti Bank később még tárgyalt szerepe a magyar földbirtokos társadalom hosszú lejáratú hitellel történő ellátásában - illetve egy kellő hitellel rendelkező magánbankháznál, ezen főkötelezvény névértéke erejéig részkötelezvények (parciális obligáció) kerültek kibocsátásra, melyek tulajdonképpen záloglevél jellegű, fix kamatozású értékpapírok voltak. A főúri – más úton ki nem elégíthető - hitelszükségletből eredően tehát megfelelő kínálat jelentkezett ezen értékpapírok vonatkozásában, de természetesen vizsgálunk kell a keresleti oldal, a megtakarítók szempontjait is. A parciális obligációkat a német

és osztrák polgárság tagjai, kisebb tőkepenzések vásárolták meg, mely számukra különösen a viszonylag magas –évi 6 %-os kamatot biztosító – jövedelmezőség miatt vált vonzó befektetési lehetőséggé, hiszen az ezen időszakban történő német értékpapír-kibocsátások jellemzően 4 %-os hozamot ígértek. Természetesen nem szabad elfeledkezni a pénzügytan azon elemi tételéről sem, hogy az értékpapírhozámok mindenkor csak az adott konstrukció kockázatának tükrében vizsgálhatóak, s mint az alábbiakban láthatjuk, ezen magyar értékpapírok természetesen sokkal magasabb – egy idő után, bizonyos tapasztalatok tükrében vállalhatatlan - kockázati szintet képviseltek. Ugyanis nem szabad elfeledkeznünk arról, hogy a kölcsönök kamatterhét és a törlesztések tőkeszükségletét a fedezetül szolgáló birtok jövedelméből kellett fedezni, s a magyar főnemesség gazdálkodása jövedelmezőségének s életvitele költségességének sok esetben meg nem felelése miatt a kamat- és törlesztési terhek forrásai nem álltak rendelkezésre. A magyar birtokjog pedig az ősiség intézményéből eredően igen erős védelmet biztosított az adósnak, a végrehajtási perek akár évtizedekig is elhúzódhattak, így a hitelezők évekig vagy akár soha nem jutottak hozzá tőkájükhöz illetve kamatjövedelmeikhez. Így a parciális obligációk intézményén keresztül történő hitelezés sok esetben – különösen pl. a Grassalkovich-féle kibocsátásoknál – a hitelezők jelentős károsodásával és botrányos érvénytelenítési perekkel végződött, jobb esetben, korrekt zárgondnok kijelölése esetén évek(évtizedek) múlva megtörténhetett az adósságok rendezése a birtok jövedelmeiből (Nagy 1972a, 17-48. o.), amely néhány évtizeden belül a hitelezés ezen formájának ellehetetlenüléséhez vezetett. Történeti érdekességként említhető, hogy a hitelviszonyok rendezését a magyar gazdaság felvirágoztatása, a társadalmi-gazdasági átalakulás szempontjából kiemelt kérdésként kezelő gr. Széchenyi István Hitel c. munkájában egyes gazdaságtörténeti vélemények szerint kifejezetten a Grassalkovich-féle kibocsátásokkal kapcsolatos anomáliákkal kapcsolatosan fogalmazta meg elmarasztaló véleményét (Széchenyi 1830, 203. o.).

2.2. A Dessewffy-kezdeményezés

Fentiek következtében már a reformkorban nagy jelentőségű kérdésként vetődik fel az ingatlanhitel kérdésének rendezése, földhitelintézet felállításának lehetősége s ezáltal a belső tőkeforrásokra támaszkodó hitelezés kialakítása. A német tartományokban kialakult Landschaftok záloglevél-kibocsátásainak népszerűsítésében úttörő szerepet vállalt gr. Dessewffy Emil, aki XI. Alföldi levelében, 1839 decemberében ismertette a porosz záloglevélkibocsátási rendszert s az Alföldi levelek III. mellékletében fogalmazta meg a Magyarországon felállítandó intézmény felépítésének alapelveit. A porosz – illetve néhány más – tartományban kialakult Landschaftok az adott tartomány birtokos nemességének a záloglevél-kibocsátás alapján folyósított jelzálogkölcsönök nyújtására alakult kölcsönös jótállási szövetkezetei voltak, amelynek keretében a tőkéért illetve a kamatokért az egyesült tartományi rendek álltak jót s az állam is anyagi támogatást biztosított az intézmény sikeres működése érdekében (Spilákné Kertész 1989, 62-63. o.). Dessewffy a porosz rendszerből kiindulva megfogalmazott javaslata képezte alapját az 1844-ben készült törvényjavaslatnak, amely egy záloglevél-kibocsátó földhitelintézet felállítását irányozta elő Hitelintézet néven, mely hiteleinek forrását 36 és fél év lejáratú, 5 %-os kamatozású záloglevelek kibocsátásával kívánta biztosítani. Ekkor ismét megjelenik pénztörténetünkben az Osztrák Nemzeti Bank szerepe, mely intézmény félvén az osztrák állampapírok illetve az ONB-bankjegyek elhelyezési lehe-

tőségeinek beszűkülésétől, meggátolja ezen intézmény felállítását. Történeti érdekességként említhető, hogy a hitelügy rendezését munkásságában kiemelt területként kezelő Széchenyi a főrendi tábla ülésén nem támogatta a záloglevél-kibocsátó intézet felállítását, a hitelügy rendezését mesterséges pénzt kibocsátó nemzeti bank felállításával kívánta megoldani, mint ahogy azt korábban a Kelet Népeben is kifejezésre juttatta (Széchenyi 1841, 365. o.). Fentiekhez kapcsolódóan fel kell hívnunk a figyelmet a magyar banktörténet egy különös sajátosságára is. A hitelszükséglet kielégítése érdekében az 1840-es évek elejétől fokozatosan elterjednek a takarékpénztárak (1848-ban már 36 városban működnek), de ezen pénzügyi intézmények a német illetve osztrák takarékpénztárakkal szemben nem filantróp jellegű, községi takarékpénztárak voltak, hanem nyereségorientált, az 1840. évi XVIII. tc. hatálya alá tartozó, részvénytársasági alapon működő pénztárak, tehát a szolidaritás-elv érvényesülésének már a pénzügyi intézményrendszer kialakulásának hajnalán sem volt sok esélye, természetesen az továbbra is kérdés, hogy ez a liberális jogi szabályozásra vagy a helyi társadalmak fejletlenségére vezethető vissza (Tomka 1996, 11. o.). Az alábbiakban részletesen idézzük Dessewffy Alföldi leveleinek részleteit, bemutatván a porosz modellt illetve a magyar intézet felállítására vonatkozó javaslatot.

„XI. Levél. Ingatlan hitel

December 1839.

Ha nem csalatkozom, ingatlan- hitelt (Hypotekar-Credit) épen olyan szükséges megállapítani honunkban, mint váltó-hitelt (Wechsel-Credit). Az utóbbi körül magát kevesebb és könnyebben mellőzhető akadály adja elő, míg az első alkotmányba vágó kérdésekkel látszik összefügni. Az ország' Rendei jelenleg váltójog' kidolgozásával foglalkozván, reménylhetők, hogy figyelmüket az ingatlan-hitel' biztosabb megfektetésének eszközeire is ki fogják terjeszteni. E' tekintetből kívántam kegyednek figyelmét, különösen a' végett, hogy másoknak ajánlja, egy igen tanulságos munkára vezetni. Címe ez: Sammlung preussischer Gesetze und Verordnungen, XI. und XII. Band, enthaltend: Darstellung des Wesens der Pfandbriefe in den königl. preussischen Staaten, 1. und 2. Theil. Halle, 1823. Legyen szabad az abban foglaltató többnyire hivatalos adatok közül néhányat, rövid és minden commentarius nélkül, kiemelni.

(...) Hitelegyesület alatt valamely tartománybeli nemes-jószágbirtokosok' társulata értetik, melly jószágokra zálogjegyek' kibocsátása és forgásba tétele, az illyenektől járó kamatok' behajtása és a' zálogjegy-birtokosoknak kifizetése, ugy a' felmondott zálogjegyek' visszaváltása végett alakult. Zálogjegyeknek neveztetnek azon hypothecai oklevelek, mellyeket valamely tartomány' egyesült rendei nemesi jószágokra kibocsátottak, és mind a' tőkére mind a' kamatok' pontos és multhatatlan fizetésére nézve, ön jószágokkal biztosítanak. (...) Czélja ezen egyesületeknek, a' tőkepénzeseknek nyújtott abbéli nagyobb biztosság által, miszerint a' tőkékért és kamatjáért az egyesült tartományi rendek is kezeskednek, az egyes birtokosoknak pénzkaphatást és annak visszatérítését jutalmas föltételek mellett könnyíteni, és azon értékeket, mellyeknek a' zálogjegyek képviselői, mintegy mobilisálni, ingekonyítani.

Joga van minden nemesjószág' birtokosának, a' mennyiben törvényesen kölcsönvételi tehetőséggel bir, a' tartományi rendektől azt kívánni, hogy bizonyos, szabályszerűleg megállapított becslési elvek (Tax-Principia) szerint, jószágát megbecsültetvén, az ebből ke-

letkezett érték' felének erejéig, azon jószágra, a' mennyiben honi törvények vagy szabályok által ebben korlátozva nem volna, zálogjegyeket bocsásson ki. (...) Ezekből természetesen foly: a) hogy a' zálogjegy' bátorságára egy bizonyos jószág secaliter le van ugyan kötve, hypothecálva (nem zálogosítva, mert a' zálog az elzálogosított tárgy' tetteles általadását föl-tételezi); de b) hogy azért és járulmányaiért (accessoria) az egyesült rendek mind társulati vagyonukkal, mind a' hitelegyesülethez tartozó jószágaikkal, mellékesen és segítőleg (subsidiarisch) kezeskednek; továbbá c) hogy a' zálogjegy-birtokos, mind a' tőkét mind a' kamatokat, nem a' jószágbirtokoson, hanem a' hitelegyesületen tartozik követelni; és d) hogy a' zálogjegy-birtokos, ellenében a' hitelegyesület a' főadós (debitor principalis) mind a' tőkére mind a' kamatra nézve, és kielégítését ettől kívánhatja; végre e) hogy a' jószágbirtokos és az egyesület között tulajdonképpen nem pénzkölcsön (Geldanlehen), hanem zálogjegy-kölcsön forog fen.

(...) Hogy a' hitelegyesület ezen köteleztetéseknek megfelelhessen, következő jövedelmei vannak: 1.) zálogjegy-kibocsátáskor, azoknak névbecsétől $\frac{1}{4}$ percent; 2.) nyugtatói garas (Quittungsgroschen), melly $\frac{1}{6}$ percentet tesz, a' mennyiben tudniillik a' jószágbirtokos $\frac{41}{6}$ percentet fizet az egyesületnek, ez pedig csak 4 percentet a' zálogjegy-birtokosnak (mindkettő, ha emlékezetem nem csal, a' legujabb időkben leszállítattott); 3. azon nyereség, mellyet huz azon esetben, ha külföldön száztól négyen alól kölcsönt veszen föl (erre nagy része azon egyesületeknek föl van hatalmazva); 4.) a' II. Fridrik által a' hitelegyesületeknek ajándékozott alaptőkék' és 5.) az ezek által magához váltott zálogjegyek' kamatai. Ezen jövedelmeknek rendeltetése következő: a) ebből fedeztetnek az intézet' költségei, tisztviselők', szolgák' díjai stb.; b) ebből történnek a' jószágbirtokos által netalán a' határ-napra benem fizetett kamatok', ugy deteriorált (rongált) jószágok' helyrehozásához megkívántató költségek' előlegezései; c) ebből fedeztetnek a' lekötött jószágoknak birói eladása mellett netalán előfordulható hiányok. (...)

(...)

(...) ezen szerkezetnek következők hasznai: a) a' jószágbirtokosra nézve: 1.) ennek módjában van, jutalmas kamatláb és csekély költség mellett kölcsönre szert tenni; 2.) tetszése szerint, mikor körülményei engedik, részletesen és kis summában visszatéríteni, minthogy a' zálogjegyek kis summákra – nagyobbára 100 tallértől ezerig – szólnak (miben egyéb kölcsönök mellett ritka hitelező szeret megegyezni). 3.) Nincs tartozásai' felmondásának és az ebből eredhető zavaroknak kitétetve; mert az egyesület csak bizonyos és kevés esetekben mondhatja fel neki a' zálogjegyeket, mitől egyébkint annál kevesbbé tarthat, mert ha az egyesület azt önkényesen akarná tenni, a' jószágbirtokos a' visszaváltott zálogjegyek helyett másokat kívánhatván, az önkényt megerőtlenítheti. 4.) A' zálogjegy-birtokos részéről épen olly kevéssé van a' felmondásnak kitéve; mert miután a' zálogjegyek a' papirospénz' vagy bankjegy' példájára „au porteur” szólnak, azon zálogjegy-birtokos, ki kész pénzre szorul, inkább a' zálogjegyek' eladását fogja választani, mert ez hamarébb vezet célhoz; de ha a' felmondási utat ragadná is meg, elébb az egyesületen, és csak ha ott ki nem elégíttetnék, a' jószágon kereskedhetik. 5.) A' kamatfizetési határnapok' kényelmes megszabása által (Sz. János-nap és Karácson) gazdaságát és termékei' eladását rendesebben kezelheti. 6.) Ha folyamuk van a' zálogjegyeknek (ha névbecsök alatt vagy felett kelnek a' pénzvásáron) ezen folyamon nyerhet; (...) 7.) Ha jószágát eladni szándékozik, több vevőre tarthat számot, mert a' vevő megnyervén az egyesület' engedelmét, hogy a' kibocsátott zálogjegyek továbbra is azon jószágon feküdhessenek – mit különben a' hitelezőktől bajos megnyerni – kevesebb kész pénzre

van szüksége, és így könnyebben ereszkedhetik áruba. 8.) Igen fontos haszon jószágbirtokosra nézve, hogy köteleztetése csak addig tart, míg a' lekötött jószág birtokában van, és sem az egyesületre sem a' zálogjegy-birtokosra nézve személyesen lekötelve nincs. – Mindezekből eléggé kiviláglanak azon jótékonyaságok is, mellyeket ezen szerkezetek a' (b) tőkepénzesekre, árasztanak, mikhez elég azt adni még, hogy ez által alkalom nyújtatik kis summák' gyümölcsötzetésére, mellyek különben hasztalanul rejtkekőkben maradnának. A' köz állományra nézve (c) nem csekélyebbek ezen egyesületek' üdvös behatásai, mert nevelik és megerősítik az ingatlan hitelt, a' földbirtoknak mind szerzhethetését mind javítását könnyítik, rosz művelését ellenben nehezítik, a' fizetési eszközök' tömegét, papiros pénz és bankjegyyeli hasonlatosságok által, kellő mennyiségben szaporítják, azontúl kibocsátását pedig az egész szerkezet' belső oeconomiaja által lehetetlenné teszik, a' kész pénz' forgását előmozdítják, alkalmul szolgálván arra, hogy apró és különben elrejtve maradt summák folyamba jöjjenek.

Ime, érdemtéljes szerkesztő ur, a' porosz zálogjegy-rendszer főbb vonalaiban (...).

Harmadik Függelék.

HITELINTÉZETEK.

(...)

Általmegyek most egy magyar országos hitel-egyesület' eszméjére. (...) Hogy a' váltótörvény' behozatala a' földbirtokoson nem fog segíteni hazánkban, az előttem épen olly kevésbé volt titok, mint más gondolkozó előtt, mert tudtam, hogy a' földbirtokosnak hosszú hitel szükséges, a' váltó-hitel pedig természeténél fogva hosszú nem lehet. De azért távol vagyok attól, a' váltótörvény-könyv behozatalát nem tartani jól megfontolt, és korszerű intézkedésnek. Sőt azt hiszem, hogy azért a' törvényhozásnak nagy hálával tartozunk, de ezen hála még öregbedendik, ha a' törvényhozás az ingatlan hitel' (Hypothekar- Credit) megállapítását is legközelebbi feladásúl tűzi ki. Hogy e' körül némelylek még nagyobb akadályokat sejtene, mint a' másik körül előfordultak, az talán onnan van, mert ezen eszmével az ősiség' eltörlésének multhatatlan szükségét összekötni, és azon tételt, „töröljük el az ősiséget, és lesz hitel” utánmondogatni inkább, hogy sem vizsgálni megszoktuk. (...)

(...)

De én bátor vagyok állítani, hogy ez nem szent irás, és kérdem, olly szoroson összefügg e ezen két kérdés? nem jobb e ha a' törvényhozásnak ősiség körül kezei szabadon hagyatnak? nem jobb e ha azt józan politika, és megfontolt elvek szerint elintézheti, a' nélkül hogy sietség miatt igazságot, vagy jogot feláldozna a' végett, hogy hitelt állapítson meg? bátor vagyok kérdeni, valljon a' magyar földbirtok nélkülözze e mind addig a' szükséges hitelt, míg a' törvényhozás' rendszabályai, mellyek mihelyt igazságosak, és józanok, rögtöni sikerre ezen mezőn nem számolhatnak, végfogantjokat elérték? nem volna e jobb a' törvényhozásra bízni, hogy ősiség körül a' mi helyes, és czélszerű, azt a' legalkalmasb időben, és leghelyesb egymásutánnal megtegye, de addig is azon lenni, hogy a' magyar földbirtok pénzre szert tehessen? (...)

És én megvallom, hogy egy illyen combinatiót azon elvekben, mellyeken a' porosz zálogjegy-rendszer alapúl, elrejtve látok. Ebben feltalálni azon megkivántatóságot, mellyben

fekszik egyik lényege az ingatlan hitelnek: hogy t. i. az adós a' tőke' felmondása ellen, valamíg a' kamatokat fizeti, biztosítva legyen és egyszersmind ne legyen kötelezve, de szabadságába álljon tartozását részenként lerovni. Feltaláltatik benne más részről az, mi minden hitelnek általában megkívántóságát képezi, tudniillik a' hitelező' biztosítása kamatai, és bőv biztosítása tőkéje iránt. A' kamatokra nézve elérődik a' feladás az által, hogy az adós magát igen szigorúan kötelezi, és a' felállított hatóság őket köteleztetésének teljesítésére szorítani nagy hatalommal van felruházva, a' tőke' biztosítása pedig az által, mert nem csupán az egyes adós által lekötött vagyon, hanem a' hitel-egyesületé alakult adósok öszves vagyona szolgál minden tőkének zálogául. A' titok tehát abban fekszik, az egyes ember természetesen kisebb hitelelének sok ember természetesen nagyobb hitelét substituálni.

De vegyük a' dolgot practice, (...).

Ha tehát tőlem függene, a' következőket cselekedném: mindenek előtt nem várnám be, és nem függeszteném fellépéseimet attól, hogy a' törvényhozás az ősiséget eltörölje, hanem másodsor elfogadnám fő vonalaiban szükséges módosításokkal a' porosz zálogjegy-rendszert már most, és ezt mondanám: az ország' öszves nemessége, és királyi városai, úgy azon közönségei, mellyek magukat tulajdoni joggal birják, a' kormány, és nemzet, tehát törvényhozás' sanctioja alatt, hitelegyesületé alakúlnak, és kinyilatkoztatják, hogy azon kormányi, és országos ellenőrség alatt nyilvánosan munkálandó hatóság, mellyetők önkebelökből választandanak és kinevezendének zálogjegyek kibocsájtása mellett pénzkölcsönözéseket fog a' felállított korlátok között, és summák' erjéig tenni, melly pénzért, és annak kamatjáért az öszves nemesség 's a' t. öszves vagyonával kezeskedik. Kinyilatkoztatná ugyan ekkor a' törvényhozás, hogy ezen hatóságnak szabadságában áll külföldi tőkéket is venni fel, – elrendelné, hogy az örökváltsági pénztár által kezelt tőkék, mindennemű árva pénzek, köz és kegyes alapítványok szóval minden néven nevezhető közintézetek' alapítókéi, mellyek a' hitelegyesület' életbe való lépésétől kezdve akármikor disponibilisokká válnak, nem máshová, hanem egyedül hitelegyesületi zálogjegyekbe ruháztassanak, – megállapítaná törvény által a' hitelegyesület' alapszabályait, meghatározná a' kormányi ellenőrséget, és kinevezné a' hitelegyesületi országos, nem igen sok egyedből álló hatóságot, melly működésének sikeréről minden esztendő' végével a' kormányt, ez pedig ezen tudósítás' közzététele által a' közönséget, minden három esztendőben pedig az országgyűlést értesítené.

(...) ezen testületnek (...) törvénnyel erősített alapszabályokban (...) eleibe vagynak szabva 1-ör azon elvek, mellyek szerint a' zálogjegyestendő jószágoknak meg kell becsülni, és azon minél nyilvánosabb eljárás, mellyel ennek történi kell. 2-szor Ha elveibe volna szabva, hogy a' becsértéknek felénél többre zálogjegyek nem készitethetnek. 3-szor Ha megszabnák az alapszabályok, hogy a' hitelegyesület 5 percentumnál nagyobb kamatot nem fizet a' zálogjegyirtokosnak, és zálogjegyeket csupán első helyen (primo loco) álló betáblázatra bocsáthat ki, ha 4-er ezen hatóság felruháztatnék azon joggal, hogy a' kamatokat félévénként, vagy a' fizetési határidő' elmúltával hat hetekig nem fizető földbirtokost váltótörvénykezesi eljárással tüstént önhatalmával minden további perlekedés nélkül szoríthassa valóságos foglalás mellett fizetésre, sőt mihelyt ezen eset háromszor adná elő magát, és ilyen foglalások' alkalmával tapasztalná, hogy a' birtokos roszul gazdálkodik, és nála a' pontos kamat-fizetésre számítani nem lehet, jószágát zár alá vétethetné, önmaga által nevezett gondnok által a' földbirtokos' költségén kezeltethetné, sőt bizonyos esetekben eladhatná, – ha végre mind ezek a' központi hatóságnak nem csak eleibe volnának szabva, de általa meg is tartatnának, úgy azt hiszem, hogy így szerkezett, és illy hatáskörrel

felruházott testületnek, mind belföldi, mind külföldi tőkepénzesek előtt volna elegendő hitele.

(...)

(...) világos 1) hogy ezen zálogjegyeknek a' bankjegyek' és status-papírosok' példájára au porteur, az az hitelező' megnevezése nélkül kerék számokban kell készíttetni, vagy más' szavakkal, zálogjegy-birtokos az, kinek a' zálogjegy kezében van, 2) világos hogy az ilyen zálogjegyeknek, a' zálogjegy-birtokos' kényelme, és a' kezelés' könnyítése végett, a' statuspapírosok' példájára, igen célirányos volna kamat szeletekkel (Coupons) elláttani, mellyek szinte au porteur készíttetnének, természetesen 3-or hogy az egyesület' középponti pénztárának mindég azon állásban kellene lenni, hogy minden általa kibocsájtott zálogjegyeknek nála előmutatandó kamatszeletjeit félvévenként fizethesse, de elegendő 4) hogy a' fiók-pénztárnak csak az ő illetőségeikhez tartozó jószágokra kibocsájtott zálogjegyek' kamatszeletjeit fizessék, és így 5) a' jószág-birtokosok a' kamatokat az illető fiók-pénztárnak fizetnék.

Summázzuk már most össze azon nyereségeket, mellyek egy illy combinatióból az országra, a' tőkepénzesekre, és a' földbirtokosokra áradozhatnak.

Legelől az ország egy illy combinatióban találna egy tökéletes biztosságot, és nagy könnyúséget nyújtó alkalomra, az örökváltsági pénztárba folyó pénzeket minden bonyolódott kezelés nélkül kamatoltatni, és a' kamatokat is folyvást, és megszakasztás nélkül haszonhajtólag beruházni, és nem szenved kétséget, hogy a' 1840. 7-ik cikkely' 9-ik fejezete a' megváltási tőkék' biztos állapotban tartására nézve ez által éretnek el, és könnyítetnek; egyszersmind az örökváltsági pénztárnak további operatióit, midőn majd a' földesúr részletes kármentesítésére kerül a' dolog, kimondhatatlan könnyítené ezen combinatio, mert azon földesúr, ki hypothekált tőkében, és nem kész pénzben kívánná a' kármentesítési summákat, annak az örökváltsági pénztár egyszerűen zálogjegyeket, és pedig olyanokat, mellyeknek kamatai az ilyen birtokoshoz legközelebb eső fiók-pénztárnál fizetendők, adna, annak pedig ki pénzt kíván, ezt könnyen adhatná az örökváltsági pénztár, miután annyit, mennyire szüksége van, érő zálogjegyeket eladna a' pénzcarnokon (Börze) vagy felmondván a' hitelegyesületnek, ez úgy volna organisálva, hogy vagy mindjárt, vagy a' felmondási 6 hónap' megtartása után kifizethesse ezen zálogjegyeket. – A' közalapítványok, közintézetek, árvák tőkepénzeinek biztos alkalom nyújtanék ez által nen csak kamatoltatni tőkéiket, hanem azoknak kamatait valóban, és rendesen meg is kapni. (...) A' közönség mindenkép nyerne a' zálogjegyek által, mert nem csak az általános jólétre befolyása volna annak, hogy a' fekvőbirtok kellő hitelre vergődött, de egyszersmind ez által a' forgóság' tömege is szaporítatnék, (...). Már ha ezen zálogjegyek 20 ftos értékben is bocsájtattathatnának ki a' birtokos' kívánságára, úgy azok a' közéletben olly helyre, hol most a' bank jegyek állanak, soha sem juthatnának ugyan el, de a' pénzbeli érintkezéseket, és fizetéseket minden esetre könnyítenék, (...). Szüléknek, apró tőkepénzeseknek, kik gyermekeik' vagy öreg napjaik' számára valamit haszonhajtólag félre akarnak tenni, ezen combinatio nagy könnyúségökre szolgálna, és a' takarékpénztárakkal járó formásokat, és költségeket, ha a' zálogjegyeknek egy bizonyos része 20 ftnyi értékben adatna ki, nélkülözni lehetne. (...) A' nagy és kis tőkepénzesek' igen nagy kényelme, és haszna egy illyen combinatio mellett szembetünő. Mindennapi alkalom nagyobb és kisebb summákat beruházni, biztosság a' tőke és kamatokra nézve nagy mértékben, lehetőség a' tőkét akármikor perpatvarkodás nélkül visszakaphatni, zálogjegyet meglehet

agioval eladhatni, – alkalom minden utánnajárás minden személyisméret, és minden legkisebb költség nélkül akármikor tőkét beruháztatni, és könnyen visszakaphatni, vagy pénzé tehetni, olly nyereségek valóban, mellyek megérdemlik, hogy a' tőkepénzes 5 percentummal az eddigi törvényes 6 helyett beérje.

De mindezeknél többet nyer a' magyar föld- és ház-birtokos, mert tőke kaphatás' könnyűségén felül a' tőke' felmondása ellen, valamíg a' kamatokat rendesen fizeti, biztosítva van, de adósságától tisztúlni, 20 ftos részfizetésekkel is szabadságában áll. (...) Ebből azt húzom ki, hogy hitelegyesület, hitelbank, hiteltár, vagy hypothekabank, vagy más akármelly nevű intézet mind a' két hypothesisben, akár t. i. történik valami az ósiség körül, akár nem, minden esetre szükséges, és mert ez így van, de annak létre hozása nem függ szükséges képen az ósiség körüli intézkedésektől; tehát hitelegyesületet már most lehet alapítani.

(...)

(...) Ezen háromban: szilárd alapokon nyugvó magyar bank, melly hazai közintézetek által gyámolítatik, örökváltsági pénztár, alapítva a' részletes megváltás' vezéreszméjére, és támaszkodva egy magyar hitelegyesületre, – végre egy magyar hitel egyesület viszonyban a' két elébbivel, de önállólag munkálva, és basírozva ezen három eszmére: kezesség' solidaritása, felmondhatlan tőke, veszteség elleni biztosítás – ezen hármassal combinatióban van talán néhány hasznavehető gondolat, (...)." (Dessewffy 1842.)

Az 1848-as politikai fordulatot követően ismét napirendre került a jelzálog-hitelintézet felállításának kérdése s már március és április folyamán letárgyalásra s elfogadásra került az 1848. évi XIV. törvénycikk a hitelintézetről, s Kossuth Lajos pénzügyminiszter már május 27-én rendeletet adott ki a hitelintézet (Hypothek-Bank) felállítására ügyében (Nagy 1972b, 15. o.). Természetesen a bekövetkező harci események miatt az intézmény érdemi működését nem kezdhette meg, így néhány évre ismét elhalasztódott a földhitelintézet felállítása.

2.3. Az abszolutizmus kora, a Magyar Földhitelintézet felállítása

Az abszolutizmus korában a magyar nemzetgazdaság fejlődése különösebb lendületről nem tett tanúságot, de a hitelrendszer szempontjából az osztrák gazdaságpolitika kifejezetten káros intézkedések sorozatával akadályozta a fejlődést. Így például 1853-ban Magyarországon is életbe léptették az osztrák polgári törvénykönyvet, mely a hitelkamatokat alacsony szinten maximalta, így a jelzáloghiteleknel 5 %-ban, ezért a betéti kamatok emelésére nem volt mód, ezáltal csökkentve a magyarországi hitelintézetek tőkevonzó képességét, emellett jelentős volumenben megjelentek az 5-6 % nominális hozamot biztosító osztrák állampapírok, ráadásul névérték alatti árfolyamon (tehát még magasabb effektív hozamot biztosítva), ezáltal a tőkét elvonva a pénzintézetektől (Tomka 1996, 16. o.).

Az európai jegybankok története érdekességként kell megemlítenünk, hogy az Osztrák Nemzeti Bank működését szabályozó 1816. évi szabadalom egyedülálló módon engedélyezte a jelzáloghitelezést és a záloglevél-kibocsátást, mely jogával a bank ekkor még nem élt, így az 1841-es engedélyből már ki is hagyták e jogosultságot, de 1855-től ismét engedélyezték

ezen ügyletek lebonyolítását, így 1856 július 1-én sor került a jelzálogosztály megnyitására. Természetesen ezen tény is arra utal, hogy az osztrák pénzügyi kormányzat a jelzáloghitelezés, a hosszú távú hitelezés területén is a magyar gazdasági autonómia korlátozására törekedett. A jelzáloghitelezés intézményének működtetése természetesen elengedhetetlen követelményként fogalmazza meg a telekkönyvezés rendszerének bevezetését. A reformkori sikertelen kísérleteket követően az 1855. december 15-én kelt igazságügyminiszteri rendelet vezette be a telekkönyvek kötelező vezetését, mely Erdélyre az 1870. február 5-én kelt igazságügyminiszteri rendelettel lett kiterjesztve. Az alább közölt táblázatból látható, hogy 1858-tól már a magyarországi hitelfelvevőknek nyújtott kölcsönállomány meghaladta az osztrák örökös tartományokba kihelyezett hitelek összegét, így akár egyet is érthetünk azon megállapítással, hogy „az Osztrák Nemzeti Bank nem gyakorolt hátrányos megkülönböztést a magyar kölcsönigénylők terhére” (Nagy 1972b, 54. o.), de az árnyaltabb megközelítés érdekében két problémára fel kell hívni a figyelmet. Egyrészt az osztrák bankrendszer ezen időben sokkal fejlettebb volt a magyarországinál, így a jelzáloghitelezésre rendelkezésre álló egyéb források jelentősebb mennyiségben álltak rendelkezésre az osztrák örökös tartományokban, másrészt a magyarországi kihelyezések egyedi méreteiket tekintve nagyobbak voltak, tehát alapvetően az arisztokrácia hitelszükségletének kielégítését szolgálták, így a földbirtokos társadalom szélesebb rétegei hiteligenyeinek kielégítése ezen úton kevésbé történt meg (s ennek tükrében még súlyosabb problémaként jelentkezik az egyéb, hosszú távú hitelezéssel foglalkozó intézmények hiánya). Az alábbi táblázatból viszont az egyértelműen látható, hogy az Osztrák Nemzeti Bank által kihelyezett jelzáloghitel-állomány egyre nagyobb hányada került záloglevél-állománnyal fedezve, tehát a banki aktívák és passzívák közötti lejáratok összhang érvényesítésének egyre nagyobb figyelmet szenteltek.

I. Táblázat: Jelzálogkölcson-állomány és záloglevél-forgalom (év végén, millió osztrák értékű forint)

Év	Kölcsönösszeg	Ebből		Záloglevél
		Örökös tartományok	Magyarország	
1856	1,7	1,6	0,1	0,5
1857	14,4	8,0	6,4	5,9
1858	38,7	14,9	23,8	26,6
1859	53,0	19,0	34,0	40,1
1860	55,7	18,3	37,4	41,8
1861	56,3	19,6	36,7	33,3
1862	58,7	22,9	35,8	36,1
1863	62,3	25,6	36,7	39,6
1864	58,5	25,1	33,4	44,1
1865	63,6	27,3	36,3	51,4
1866	68,5	29,1	39,4	58,0
1867	68,9	29,4	39,5	59,4
1868	68,4	29,6	38,8	60,5
1869	65,3	28,7	36,6	59,2
1870	63,4	27,2	36,2	59,0
1871	63,0	27,3	35,7	59,9
1872	60,5	27,1	33,4	58,7
1873	73,8	37,2	36,6	73,1
1874	87,4	42,7	44,7	86,9
1875	96,2	43,7	52,5	95,8
1876	100,5	44,1	56,4	99,9
1877	103,1	43,4	59,7	102,5
1878	106	44,1	61,9	105,3

Forrás: Bácskai, 1993: 256. II/7. táblázat

A táblázatból is látható, hogy 1867 és 1873 között megtorpanás volt tapasztalható a jelzáloghitelezésben, ami alapvetően a záloglevél-kibocsátás korlátaira vezethető vissza. Ez a korszak - az alapítási láz ideje – a nagy volumenű részvénykibocsátások időszaka, amikor az 5 % fix kamatozású záloglevelek nem vehették fel a versenyt a magasabb hozamot ígérő részvényekkel szemben, bár ez utóbbiak sokkal magasabb kockázati szintet képviseltek, de ekkor még a magyar befektetők nem rendelkeztek a tőkepiacra vonatkozó megfelelő ismeretekkel, nem voltak negatív tapasztalataik vállalati csődök vonatkozásában. Természetesen az 1873-as válságot követően már kellő tapasztalattal felvértezett befektetők a különböző hozamot biztosító és kockázatot képviselő értékpapírok értékeléséhez, megítéléséhez ez adhatott újabb lendületet a záloglevelek iránti kereslet felfutásának.

Mivel a fentiekből következően az Osztrák Nemzeti Bank jelzálogosztálya nem töltötte be a magyar birtokos társadalom hosszú lejáratú hitellel történő ellátásának feladatát, így az abszolutizmus korában állandó kíváncsalmként jelent meg a magyar politikai életben és nemzetgazdasági irodalomban az önálló magyar földhitelintézet felállítása. Az Országos

Magyar Gazdasági Egyesület 1859 őszén bízta meg gr. Dessewffy Emilt, Lónyay Menyhértet, Csengery Antalt és gr. Barkóczy Jánost egy földhitelintézet felállítására vonatkozó tervezet kidolgozásával, mely a korábbi, fel nem állított hitelintézetre vonatkozó Dessewffy-féle javaslatokat és a Landschaftok tapasztalatait igyekezett hasznosítani illetve továbbfejleszteni. Az 1860 elejére megfogalmazott alapítási tervezetben megfogalmazott célkitűzés az alábbiakban foglalható össze: „ a magyarországi földbirtokosoknak hypothekális biztonságának megfelelő hitelt szerezni, s ennek könnyű használhatóságát, úgy már létező passzív terhek megfektetése, mint lerovására, nem különben beruházások és javítások eszközlése céljából lehetővé tenni, és végtére azokat, kiknek ingatlantulajdona adósságokkal van terhelve, váratlan tökefelmondások és azok nyomasztó következése ellen, közbenjárása által lehetőleg biztosítani. (...) a hitelre szorult érdekelteknek közremunkálása szükséges, szövetkezés és kölcsönösségre fektetett egyensúly útján és ezért egyfelől azon pénzbirtokosnak, ki tőkét egész bátorsággal és értékcsökkenésnek kizárásával kívánja elhelyezni, a legtökéletesebb biztosságot nyújtani, összekötve oly jelzálogi oklevelek (Hypothekar Instrumente) szerezhetőségének lehetőségével, melyek nagyobb biztosságu és kölcsönös jóállási alpra lévén fektetve, öt egyszersmind felmentik az egyes személyeknek adott tökehitelzés bajaitól, és amelyek alakjuk következésében könnyen lévén készpénzre fordíthatók, neki úgy tőkéje gyümölcsének bizonyos élvezhetőségét, valamint kisorsolt vagy lejárt töke részletjének kényelmes megkapását biztosítják. Másfelől remélhető eszerint, hogy a hitelre szorult érdekek, mindazon jótékonyaságok és könnyítésekben részesülendek, melyek az előttük megnyíló azon lehetőséggel állanak kapcsolatban, miszerint egy meghatározott évi járuléknak (Annuität) egy bizonyos ideig tartó pontos fizetése által tulajdonukat adósságoktól tisztázni tehetik, a kellő beruházási és forgalmi tőkék birtokába juthatnak és ezek segélyével tulajdonuk értékét és jövedelmezőségét magasabbra emelhetik.” (Dessewffy 1862, 5-6. o.). Az alapszabályok uralkodói jóváhagyására – mintegy a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete által történő jóváhagyás történeti előképére – 1862. szeptember 20-án került sor, melynek alapján a Magyar Földhitelintézet 1863. július 1-én kezdte meg működését. Az intézet szövetkezeti alapon működött, a kölcsönvevők egyben a tulajdonosi kört is alkották, a záloglevél-birtokosok biztosságát alapvetően ezen kölcsönvevők egyetemleges jóállása biztosította, s csak másodlagosan az, hogy kezdetben igen alacsony lévén a záloglevél-kibocsátás értéke – mindössze 15 millió forint -, mely így hatszorosát sem érte el a biztosítéki és tartalékalapnak, tehát a hitelintézet igen alacsony tőkeáttétellel működött. Ezzel kapcsolatosan két momentumra kell a figyelmet felhívunk: egyrészt arra, hogy az Osztrák Nemzeti Bank ellenállása lanyhult egy konkurens intézmény alapításával kapcsolatosan valószínűleg arra vezethető vissza, hogy 1861 és 1863 között – fenti táblázatunk tanúsága szerint – igen nagy volt az eltérés az Osztrák Nemzeti Bank jelzálogosztálya által kihelyezett jelzálogkölcsön-állomány és a záloglevél-állomány között, vagyis ezen években a piac felvevőképesége igen korlátozott volt a zálogleveleket illetően, tehát az ONB joggal remélhette, hogy az új földhitelintézetnek súlyos nehézségei lehetnek záloglevelei piaci elhelyezését illetően, esetleg bele is bukhat a kezdeményezésbe, de legalábbis igen alacsony, névérték alatti árfolyamon tud csak zálogleveleket kibocsátani. Másrészt arról sem szabad elfeledkezni, hogy törvényileg nem rendezték a záloglevelek biztosítását, tehát a záloglevelek magas biztonsági szintjéről az intézet alapszabályainak kellett gondoskodnia annak érdekében, hogy a kockázat korlátozásával viszonylag magas árfolyamon lehessen ezeket a tőkepiacon elhelyezni, éppen magának a hiteligénnyel fellépő földbirtokos társadalomnak az érdekében.

2.4. Az Osztrák-Magyar Monarchia idősza, a jelzáloghitelezés fellendülése

A Magyar Földhitelintézet fejlődését elősegítette, hogy a kiegyezést követően, az 1871: XXXIV. tc. különböző kedvezményekkel ruházta fel, mely kiterjedt pl. arra, hogy az intézet okmányait a közirat hitelességével azonos hitelességűnek nyilvánította, végrehajtásnál széles jogkört engedélyezett, postadíjmentességgel, a benyújtott folyamodványoknál bélyegmentességgel rendelkezett, az éves jövedelem tartalékalap növelésére fordított része adómentességet élvezett stb. Mindezek eredményeként az intézet tevékenysége igen fellendült, a záloglevelek kibocsátása egyre kedvezőbb feltételekkel történhetett: a kezdeti 5,5 %-os kamatozású zálogleveleket követték az 5, 4 ½, 4 majd 3 ½ % kamatozású értékpapírok, s az elhelyezési árfolyamok a kezdeti 80-90 % közötti értékről jelentős emelkedést mutatnak s a századfordulón már névérték közeli – 99 ½ %-os - árfolyammal is találkozhatunk. A zálogleveleket kezdetben a pesti és a bécsi tőzsdén, majd egyre szélesebb körben, így Prágában, Triesztben, Berlinben, Frankfurtban, Hamburgban és Amszterdamban is jegyezték. A hitelintézet 1914. december 31-ei mérlege tanúsága szerint a jelzálogkölcsonök állománya 412.589.287 korona volt s ezzel szemben a forgalomban lévő záloglevelek névértéke 411.280.600 koronát tett ki (Nagy 1972b, 124. o.).

A Magyar Földhitelintézet mellett elsőként az 1840-ben alapított első magyar bank, a Pesti Magyar Kereskedelmi Bank vette fel ügyletei közé a záloglevél-kibocsátáson alapuló kölcsönzést 1867-ben. A bank az első években csak kisebb mértékben folyósított jelzálogkölcsonöket – évi kb. fél millió forintos összegben -, kezdetben 6, majd 5 ½ %-os kamatozású zálogleveleket bocsátván ki, de a bank ekkor még csak fővárosi ingatlanokra nyújthatott kölcsönt. Az 1876: XXXVI. tc. életbe lépésével – melynek keretében a záloglevelek forgalomképessége növelése érdekében megfelelő biztosítékot próbáltak teremteni azzal, hogy a záloglevelek kibocsátása előtt biztosítékként min. 200000 forintos (majd 400000 koronás) külön alapot voltak az intézetek kötelesek képezni s ezen alap 20-szorosáig bocsáthattak ki zálogleveleket, tehát az első ún. szavatoló tőkére vonatkozó szabályozással ekkor találkozhatunk – valamennyi részvénytársasági illetve szövetkezeti formában működő intézményre kiterjesztették a záloglevél-kibocsátás jogát, megszüntetvén a kormányzat korábbi engedélyezési jogkörét, így a Pesti Magyar Kereskedelmi Bank is bekapcsolódott a földhitelezésbe, melynek eredményeként 1883-ban a bank kölcsönállománya meghaladta a 10 ½ millió forintot, az 1913. évi mérleg tanúsága szerint pedig a záloglevél-kibocsátáson alapuló kölcsönállomány értéke 586 millió koronát tett ki. A záloglevelek kibocsátása a kezdeti 6 %-os kamatozással szemben a századfordulóra már 4 %-os hozamígéréssel történt, s az osztrák tőkepiacon történő megjelenés mellett idővel a német, svájci, holland, belga és francia piacokon is jelentős záloglevél-állomány elhelyezésére került sor (Nagy 1972c, 6-9. o.).

A harmadik legjelentősebb intézményként kell megemlítenünk az 1869-ben – a Magyar Földhitelintézettel szemben részvénytársasági alapon – létrejött, kizárólagosan zálogleveles kölcsönüzlet folytatására alakult Magyar Jelzáloghitelbankot. Ezen intézmény különleges jellemzője, hogy jelentős mértékben bocsátott ki a koronaértékű jelzálogkölcsonök finanszírozása érdekében idegen értékre, frankra, svájci frankra illetve fontsterlingre szóló zálogleveleket Franciaországban, Svájcban illetve Németországban, az 1914. december 31-ei mérlegben mintegy 343.443.186 korona értékű jelzálogkölcsonnel szemben 345.250.500 korona értékű záloglevél-állománnyal rendelkezett. E jelentős deviza nyitott pozíció természetesen a világháborús valutaválság következtében jelentős problémákat okozott, s kérdésként vetődik

fel, hogy szabad volt-e ilyen jelentős mértékű nyitott pozíciót felvállalni, még ha egyrészt a külföldi befektetők szempontjából előnyösebb is volt az idegen értékre szóló záloglevél s ez elősegítette a külföldi piacokon történő elhelyezést, másrészt a magyarországi kölcsönvevők valószínűleg nem vettek volna fel idegen értékre szóló kölcsönt (Nagy 1972c, 10-12. o.).

A fent említett hitelintézetek tevékenysége alapvetően a nagybirtokos társadalom hitelszükségletének kielégítését szolgálván, szükségessé vált az állami szerepvállalás a kisebb birtokosok hitellel történő ellátásának javítása érdekében. Ez vezetett az 1879: XXXIX. tc. alapján a Kisbirtokosok Országos Földhitelintézetének felállításához, mely az 5-100 holdas kisbirtokosok hiteligényének kielégítését célozta meg, ennek megfelelően a hitelösszeg alsó határa 300, felső határa pedig 5000 forintban lett meghatározva. Altruista bankként nem tartozott sem a részvénytársaságok, sem a szövetkezetek kereskedelmi törvényben szabályozott szervezeti formájába sem, számára az állam biztosította mindazon kedvezményeket, melyekkel a Magyar Földhitelintézet is rendelkezett. Ezen intézet záloglevelei viszont a tőkepiac által magasra értékelt kockázat miatt nem voltak vonzóak s ezért olyan kényszermegoldáshoz folyamodott, melynek keretében a Pesti Hazai Első Takarékpénztár-Egyesület vette át zálogleveleit a Magyar Földhitelintézetnek hasonló kamatozású – 5 ½ %-os - záloglevelei tőzsdei árfolyamánál 5 %-kal alacsonyabb árfolyamon, s azt is felvállalta, hogy 3 évig más típusú záloglevelet csak a takarékpénztár-egyesület engedélyével bocsáthat ki. Bár súlyos feltételek felvállalását jelentette ez az intézet számára, mégis megkezdődhetett az alacsony összegű hitelek folyósítása. Ugyanakkor súlyos problémaként kell megemlíteni, hogy a zálogleveleladási szerződés következtében igen magas árfolyamveszteség áterhelésre került a gazdákra, ami igencsak visszavetette ezen hitelek iránti keresletet, amikor a kisgazdák általában is idegenkedtek a hosszú lejáratú kölcsönöktől s ezen intézetnek lett volna feladata a hosszú lejáratú hitelezés népszerűbbé tétele a birtokos társadalom ezen rétegében is. (Lehet, hogy ezen cél sikeres teljesülése érdekében az államnak a felvállalt indirekt támogatás mellett a direkt kamattámogatás eszközével is célszerű lett volna élnie.) A kis összegű hitelek relatíve magas tranzakciós költségének ellensúlyozására 1882-ben 10000, 1886-ban 20000 forintra emelték a kölcsönök felső határát, ami természetesen az intézet költséghatékonysága szempontjából kedvezően ítélni lehet, de az intézet alapvető célkitűzésével ellentétes tendenciákhoz vezethetett, de ezt ellensúlyozandó a korona értékre történő átálláskor a 600 koronában meghatározott alsó határt 1903-ban 300 koronára szállították le. Szintén a kisbirtokos – sőt a törpebirtokos - társadalom hitelszükséglete kielégítésének támogatására alakult az 1898: XXIII. tc. alapján az Országos Központi Hitelszövetkezet, mely intézmény adómentes, kamatozó kötvényeket bocsáthatott ki s melynek helyi szövetkezetei az ingatlan értékének 75 %-a erejéig adhattak kölcsönt – a más intézetek által alkalmazott 50 %-os korláttal szemben -, mellyel a Kisbirtokosok Országos Földhitelintézete 1906-ban olyan megállapodást kötött, hogy a helyi szövetkezet által kihelyezett kölcsönt 2/3 részben a Kisbirtokosok Országos Földhitelintézete, 1/3 részben az Országos Központi Hitelszövetkezetre engedményezi, melynek alapján a Kisbirtokosok Országos Földhitelintézete zálogleveleket bocsáthat ki. Mindezen intézkedések eredményeként 1914 végére az intézet zálogleveles kölcsönállománya 206.959.117, a kibocsátott záloglevelek állománya 206.864.900 korona értékre emelkedett (Nagy 1972c, 70-79. o.).

A korszak vonatkozásában említést érdemel még az 1889: XXX. tc., mely a szabályozási és talajjavítási kölcsönökről intézkedvén, adómentességet biztosított minden olyan záloglevélnek és szelvényeinek, melyet legalább 3 millió korona külön biztosítéki alappal rendelkező, jelzálogüzlettel foglalkozó intézetek bocsátottak ki. A vidéki takarékpénztárak által

kihelyezett jelzálogkölcsonokban lekötött tőkék forgalomképes értékpapírrá történő átalakítását célozta a Magyar Takarékpénztárak Központi Jelzálogbankjának 1892-ben történt létrehozása, mely lehetővé tette ezen vidéki takarékpénztárak jelzálogos kölcsönköveteléseinek engedélyezését a bankra, mint záloglevél kibocsátására felhatalmazott intézményre, ezáltal segítve a vidéki kisbirtokos társadalom takarékpénztárak útján történő hitelhez jutását. A bank olyan vidéki takarékpénztárakkal volt csak hajlandó kapcsolatot létesíteni, mely vállalta, hogy a bank teljes üzletvitelét felülvizsgálhatja, illetve ezen vizsgálatot évente elvégezheti. Ez a Pénzügyi Központ létrehozását kb. negyed évszázaddal megelőzve lehetővé tette ezen kis vidéki takarékpénztárak könyvviteli rendszerének bizonyos fokú egységesítését is. A parcellázási és telepítési feladatok finanszírozása érdekében a kormányzat az 1911: XV. tc. alapján hozta létre a Magyar Földhitelintézetek Országos Szövetségét, hitelintézeti eszközökkel is támogatván a fontosnak ítélt földbirtokpolitikai feladatok megoldását.

Említést érdemel, hogy a záloglevél üzletlen túlmenően az 1880-as évektől kibontakozott a községek, törvényhatóságok, helyi érdekű vasutak és vízszabályozási társulatok hitel-felvételei alapján történő kötvénykibocsátás is, de így is csak kb. 1/3-ad részét jelentette a záloglevél-kibocsátás volumenének. Ezen üzletágba először a Magyar Jelzáloghitelbank kapcsolódott be 1884-ben, ezt követően a Pesti Magyar Kereskedelmi Bank 1886-ban, majd a többi kibocsátással foglalkozó pesti intézet is sorra bekapcsolódott. Így pl. a Magyar Jelzáloghitelbank 1914. december 31-én 335.564.772 korona községi kölcsönállománnyal s ezzel szemben 221.501.100 korona községi kötvényállománnyal rendelkezett, a Pesti Magyar Kereskedelmi Bank 1914. évi mérlege tanúsága szerint ezen értékek 273.259.233 illetve 177.695.231 koronát tettek ki (Nagy 1972f, 56.,95. o.).

Megállapítható, hogy a záloglevél-kibocsátás – s részben a községi kötvénykibocsátás – leglátványosabb fejlődési periódusát a XIX sz. utolsó két évtizedében és a XX. század első évtizedében élte meg, s az alábbi táblázatokból látható, hogy a záloglevél-állomány a bankok passzíváinak egyre inkább meghatározó részévé vált, ezzel párhuzamosan a jelzálogkölcsonállomány növekvő arányban záloglevél-kibocsátáson alapult (a budapesti intézeteknél már 1909-ben 98,4 %-os arányban) s ezen értékpapír a külföldi tulajdoni hányad és a kibocsátások magas értéke miatt a tőkeimport szempontjából is kitüntetett szerepet játszott.

2. táblázat: A magyarországi hitelintézetek összes passzívája és a záloglevelek állománya

Év	Passzívák összesen (1000 Korona)	Záloglevelek és községi kötvények (1000 Korona)	Arány (%)
1890	2.301.192	385.158	16,7
1895	3.892.587	1.114.306	28,6
1900	5.153.650	1.632.901	31,7
1905	7.061.774	2.241.293	31,7
1910	11.209.421	3.106.792	27,7
1913	13.197.280	3.761.911	28,5

Forrás: Tomka, 1999: 151.

3. táblázat: A záloglevél-kibocsátáson alapuló kölcsön a magyar hitelintézetek együttes jelzálogkölcsön-állományából

Év	Arány (%)
1880	45
1890	46
1895	62
1900	65
1910	63
1914	70

Forrás: Spilákné Kertész, 1989: 66.

4. táblázat: Értékpapír-befektetések Magyarországon 1913-ban

Értékpapír	Külföldi (millió Korona)	Hazai (millió Korona)	Külföldi arány (%)
Államkötvények	3415,5	2813,9	54,8
Záloglevelek és községi kötvények	2135,9	1765,0	54,8
Vasúti értékpapírok	798,3	342,5	70,0
Ipari részvények	296,1	794,0	27,2
Hitelintézeti részvények	120,0	1527,6	7,3

Forrás: Tomka, 1999: 156.

2.5. Záloglevél-kibocsátás a két világháború között

A világháborút követően a jelzálogüzlet összeomlásával kellett szembesülni. A korona rohamos értékvesztésével párhuzamosan a régi záloglevelek radikális értékvesztést szenvedtek el, ez hosszabb távon is megrendítette a bizalmat ezen hosszú lejáratú értékpapírok intézményével kapcsolatban mind belföldön, mind pedig különösen a külföldi tőkepiacokon, hiszen a külföldi kibocsátások is alapvetően koronaértékben történtek. Természetesen a bankok tőkevesztése miatt a jelzálogkölcsönök folyósítására vonatkozó szándék is hiányzott a bankok részéről s a hiteligénylők kereslete is csökkent hosszú lejáratú hitelek iránt, sőt a régi kölcsönök (sok esetben még 20-30 év hátralévő lejáratú) mielőbbi visszafizetését szorgalmazták. Így a mezőgazdasági hitelezés helyett előtérbe került a lakásépítés finanszírozási problémáinak hosszú lejáratú értékpapírok kibocsátásával történő kezelése. Ennek keretében az 1921: XXXVI. tc. felhatalmazása alapján az állami hozzájárulással épülő városi illetve községi kislakások építéséhez szükséges pénzügyi források előteremtése érdekében állami garancia melletti kötvények kibocsátását tervezték, mely kötvények fedezetül azon ingatlanokat kötötték le, melyeken ezen kislakások épültek, illetve ezen lakások bérjövödelmeit és a települések forgalmi adóból származó bevételeit. Tehát a háború utáni szociális feszültségek levezetésének egyik eszközeként szolgált volna ezen értékpapír-konstrukció, de a valutaváltság körülményei között ezen hosszú lejáratú papír iránti kereslet feltételezése is irreális volt, így kudarcba fulladt a próbálkozás. A valutaváltság körülményei között speciális próbálko-

zasként jelentkezett a búzaértékre szóló záloglevél az 1923: XLII. tc. felhatalmazása alapján, melynek keretében a koronánál stabilabb értékmérőként fogadván el a búzát, a törlesztőrészletek fizetésénél illetve a záloglevelek kamatszelvevényeinek beváltásánál a törvényes fizetési eszközül szolgáló pénznemre történő átszámítás a szokványbúza esedékességet megelőző két hónapi átlagárfolyama figyelembevételével történt, de a gazdák – az infláció, búzaár emelkedése és agrárrolló miatti – érdektelensége következtében ezen akció is kudarccal végződött.

Fentiek tükrében a záloglevél-kibocsátás újraindulására csak a valutastabilizációt követően kerülhetett sor, s tekintettel a bankok jelentősen devalválódott saját tőkéjére és a belföldi tőkepiac igen mérsékelt tőkekínálatára, természetesen csak a külföldi tőke bevonásával történő záloglevél-kibocsátás kínálhatott reális alternatívát a növekvő jelzáloghitel-igény kielégítésére. A kibocsátó intézeteknek viszont azzal kellett szembesülniük, hogy a háború előtt kibocsátott záloglevelek elértéktelenedése miatt a hagyományos tőkepiacok bizalmatlanul viszonyultak a magyar értékpapírokhoz, így Ausztria, Németország, Franciaország, Svájc, Belgium és Hollandia a továbbiakban nem állt rendelkezésre a magyar értékpapírok átvételére. (Természetesen arról sem szabad elfeledkeznünk, hogy a világháborús összeomlás miatt ezen országok egy részében – különösen Ausztriában és Németországban – nem is állt rendelkezésre felesleges tőke a magyar kibocsátások felszívására.) Tehát a magyar értékpapírok elhelyezésére új piacokat kellett keresni, így elsőként 1926-ban Londonban került sor egy 1 millió angol font névértékű kibocsátásra, majd New-Yorkban egy 3 millió dolláros kibocsátásra. Az 1925: XV. tc. lehetővé tevén hitelintézetekből álló szövetkezetek számára is a záloglevél-kibocsátást – amely egyrészt az értékpapír-vásárlók szempontjából kockázatcsökkentő hatással jár s így csökkenti a tőkeköltségeket, másrészt az így bevonható nagyobb tőkeösszeg révén a tranzakciós költségek relatív csökkenésével is lehet számolni -, 1926 elején megalakult a Magyar Pénzintézetek Záloglevélkibocsátó Szövetkezete, mely jelentős mértékben hozzájárult a záloglevél-kibocsátás volumenének növekedéséhez. Természetesen nem szabad elfeledkeznünk azon lényeges körülményről sem, hogy a háború előtti kibocsátásokhoz képest sokkal kedvezőtlenebb feltételekkel történtek ezen elhelyezések, így mindig névérték alatti (akár 90 % körüli) árfolyamon, s a korábbi 4-5%-os kamatozással szemben 7%-os névleges kamattal. Mindezek eredményeként az 1926-28. években a külföldön kibocsátott záloglevelek értéke összesen 3,1 millió angol fontot + 38,55 millió dollárt tett ki. Így a hitelintézetek mérlegeiben 1928 végén összesen 447,9 millió pengő értékű jelzálogkölcsonállománnyal szemben 375,8 millió pengő értékű záloglevél-állomány volt kimutatható. A hazai tőkepiac felvevőképességének korlátai miatt viszont ezen értékpapírok több mint 80 %-a külföldi kézben volt, szemben az 1913. évi alig több mint 50 %-os aránnyal (Spilákné Kertész 1989, 70. o.). Az évtized második felében további értékpapírtípus megjelenésére került sor, ugyanis a belföldi tőke elégtelen kínálata miatt az ipari vállalatok tőkeellátása érdekében ipari záloglevelek külföldi elhelyezése révén kívántak forrást teremteni ezen vállalatok hosszú lejáratú hitelezéséhez. Fontos megemlíteni, hogy az állam is szerepet vállalt az Országos Magyar Ipari Jelzálogintézet létrehozásában az 1928: XXI. tc. felhatalmazása alapján, nevezetesen a 10 millió pengős alaptőke 80 %-át az államkincstár nevében a Pénzintézeti Központ, 20 %-át a Magyar Gyáriparosok Országos Szövetsége jegyezte. Összesen 5 millió aranydollár névértékű ipari záloglevél kibocsátására került sor, 7 %-os névleges kamatozás mellett, 94 $\frac{3}{4}$ %-os árfolyamon (Nagy 1972e, 70., 82. o.). (Ezen gazdaságtörténeti momentum szintén érdekes tanúságokkal szolgálhat az 1990-es évek iparfinanszírozási gyakorlatának tükrében, amikor a hosszú lejáratú tőkeellátás megoldása vagy külföldi tulajdonosi tőke

bevonásával történt, vagy a bankrendszer privatizációján keresztül próbálták meg a hosszú távú vállalatfinanszírozás kérdésre megoldást találni, ezáltal mind a vállalati, mind a bank-szféra jelentős része felett elvesztvén a nemzeti tulajdonosi kontrollt.) 1927-től ismét felleлдült a községi (városi, vármegyei) kölcsönök alapján történő kötvénykibocsátás is, melyek biztosítására a városok általában összes ingatlan és ingó vagyonukkal és összes jövedelmekkel vállaltak szavatosságot, de ezen hitelügyek vonatkozásában az állam igen szigorú hitelbírálattal élt s csak megfelelő biztosítéki háttér birtokában adott hozzájárulást a kötvények kibocsátásához. Előbb idegen valutában történő kibocsátásokhoz is megadták az állami hozzájárulást, majd a túlzott nyitott pozícióból eredő kockázat miatt – hiszen a községek idegen valutában történő kölcsöntörlesztésének nem volt realitása – ezeket nem engedélyezték, ez viszont a külföldi értékpapír-vásárlók szempontjából volt elfogadhatatlan, így elzárkóztak a pengő értékre szóló kötvények átvétele elől.

A gazdasági világválság kirobbanását követően a magyar hosszú lejáratú értékpapírok további külföldi elhelyezésének lehetősége megszűnt, így az 1930-as évektől a záloglevél-kibocsátás jelentős visszaesésével kell szembesülnünk. A külföldi elhelyezések ellehetetlenülését részben ellensúlyozta csak a belföldi elhelyezési lehetőségek új területének megjelenése, hiszen a társadalombiztosításról szóló 1928: XL. tc. alapján átalakult nyugdíjpénztárak számára igen vonzó befektetési lehetőséget jelentettek díjtartalékok elhelyezésére a névérték alatt kibocsátott, 7 vagy $7\frac{1}{2}$ % kamatozású záloglevelek (Nagy 1972d, 117. o.). A gazdasági világválság egyik legfontosabb vetületeként jelentkező probléma volt Magyarországon a gazdaadósságok kérdése. A kormánzatnak a probléma rendezésére vonatkozó, sok eszközt magában foglaló intézkedéssorozatának részét képezte az Országos Földhitelintézet felállítása 1936-ban a Magyar Földhitelintézet, a Kisbirtokosok Országos Földhitelintézete és a Magyar Földhitelintézetek Országos Szövetsége összevonásával, mellyel kezelni kívánták a záloglevél-kibocsátáson alapuló hosszú lejáratú hitelezés évek óta megoldatlan problémáját. Ezen intézet létrehozása során ismét szembesülnünk kell a jegybank, most már az önálló Magyar Nemzeti Bank szerepvállalásával, ugyanis az intézet alapítását 7 millió pengővel támogatta, továbbá 1936. évi nyeresége terhére 2,5 millió pengős adománnyal járult hozzá belső egyensúlya megteremtéséhez (Botos 1999, 149. o.). A II. világháború éveiben beszűkül a záloglevél-kibocsátás lehetősége, majd pedig évtizedekre meg is szűnik ezen értékpapírtípus tőkepiaci szerepe (amennyiben tőkepiacról egyáltalán beszélhetünk a következő közel fél évszázadban).

3. A rendszerváltástól napjainkig

A piacgazdaság kereteinek újbóli kialakítása keretében, fél évszázados szünetet követően ismét napirendre került a záloglevél-kibocsátáson alapuló hitelezés kérdése, hiszen a konstrukció által az egyes történelmi korszakokban finanszírozott területek – így különösen az agrárgazdaság és az önkormányzati szféra – súlyos finanszírozási problémákkal küzdenek, de sajnálattal kell tudomásul vennünk, hogy mind a jogi szabályozást, mind a tényleges tőkepiaci fejleményeket tekintve – korábbi történelmi időszakok „hagyományait” követve – több éves késéssel fogtunk a feladat megoldásához. A jelzáloglevél-kibocsátáson alapuló hosszú távú hitelezés sikeres működéséhez az alábbi főbb feltételek teljesülése szükségeseltetik (Botos 2002, 53-54. o.):

- Megfelelő gazdasági környezet: ebből a szempontból kell említeni a gazdasági növekedés megfelelő szintjét, mely a hosszú távú fejlesztési források iránti keresletet befolyásolja, a hosszú lejáratú hitelek kamatlábának tervezhetőségét, szoros összefüggésben az infláció alakulására vonatkozó előrejelzésekkel, ami a hosszú lejáratú tőkék kínálatát alapvetően meghatározza.

- Megfelelő jogi környezet: a zálogjog akadálymentes és gyors érvényesíthetősége feltételeket támaszt egyrészt a szabályozás megfelelő kialakítása vonatkozásában, különös tekintettel a zálogjoggal biztosított követelések helyének az adóssal szemben érvényesíthető követelések kielégítési sorrendjében, másrészt a jogszabályok alkalmazása során a zálogjog érvényesítésének időigényére vonatkozóan, s ez természetesen összefüggésben áll a föld- s egyéb ingatlan tulajdon nyilvántartási rendszerének naprakészségével is. E körbe sorolható tanulmányunk szempontjából különösen a jelzálog-hitelintézetekre és a záloglevelekre vonatkozó jogi szabályozás kialakítása.

- Jól működő ingatlanpiac: ez egyrészt jelenti a zálogjoggal terhelt ingatlanok megfelelő értékelési elveinek, eljárásainak kidolgozását, mely biztosíthatja a valós piaci érték minél pontosabb meghatározását, másrészt az ingatlanok (épület, de különösen föld) megfelelő mértékű forgalmát, mely a fent meghatározott értékek elfogadható időn belül történő realizálhatóságát eredményezi az ingatlanpiacon.

- Tőkepiac intenzív működése: fontos feltételként fogalmazódik meg, hogy mind a záloglevelek elsődleges piacán megfelelő kereslettel rendelkező tőkepiaci szereplők megjelenjenek (pl. nyugdíjalapok, biztosító társaságok, befektetési alapok s egyéb intézményi befektetők), másrészt a megfelelő likviditást biztosító másodlagos piac is jól működjön.

A továbbiakban vizsgálatunkat előbb a jogszabályi háttér kialakításának, majd a tényleges tőkepiaci fejleményeknek a bemutatására irányítjuk.

3.1. A jogszabályi háttér kialakítása

E kérdéskör keretében tanulmányunk nem kíván foglalkozni a Polgári Törvénykönyv által szabályozott zálogjog kérdésével, hiszen ez külön jogi jellegű tanulmány részét képezhetné, talán annyit érdemes megjegyezni, hogy a jelzáloghitelezés lehetőségei szempontjából pozitív tényezőként értékelhető a jelzáloggal biztosított követelések igen előkelő – a köztartozásokat is megelőző – helye az adóssal szemben érvényesíthető követelések kielégítési sorrendjében, ugyanakkor a jogszolgáltatást végző intézmények túlterheltsége következtében korlátozó tényezőként jelentkezik e jog érvényesítésének igen nagy időigénye, s legalább ekkora problémaként említhető az ingatlan-nyilvántartások naprakészségének hiánya.

A jelzálog-hitelintézetekre és a záloglevél-kibocsátásra vonatkozó legfontosabb szabályokat – a hitelintézetek és pénzügyi vállalkozások alapítására, működésére, felügyeletére vonatkozó 1996. évi CXII. és a tőkepiaci műveletekre vonatkozó 2001. évi CXX. törvény mellett – az 1997. évi XXX. törvény fogalmazza meg. E szabályozás vonatkozásában az alábbi főbb elemekre célszerű a figyelmet felhívni:

- A jelzálog-hitelintézet a kockázatvállalásának korlátozása s így az általa kibocsátott értékpapírok kockázatának alacsony szinten tartása s könnyen mérhetősége érdekében korlátozott tevékenységi körrel rendelkezhet, így csak az alábbi pénzügyi szolgáltatási, befektetési szolgáltatási, illetve kiegészítő befektetési szolgáltatásokat végezheti:

- = visszafizetendő pénzeszköz nyilvánosságtól történő elfogadása, ide nem értve a betét gyűjtését,
- = pénzkölcsön nyújtása Magyarország területén levő ingatlanon alapított jelzálogjoggal biztosított fedezet mellett (jelzáloghitel),
- = jelzálogjog kikötése nélküli kölcsönök nyújtása állami készfizető kezességvállalás esetén,
- = kezesség és bankgarancia vállalása, valamint egyéb bankári kötelezettség vállalása ingatlan-fedezet kikötése mellett azon ügyfél részére, akinek jelzáloghitelt nyújt,
- = kereskedelmi tevékenység kamatláb-csereügylet illetve devizaforrások árfolyamkockázatának fedezetére szolgáló deviza-csereügylet tekintetében
- = saját kibocsátású értékpapírral kapcsolatos értékpapír-letétkezelés és ehhez kapcsolódó szolgáltatásnyújtás, értékpapír letéti őrzés, értékpapírszámla vezetés, ügyfélszámla vezetés,
- = saját kibocsátású jelzáloglevél, kötvény, letéti jegy forgalomba hozatalának szervezése és az ehhez kapcsolódó szolgáltatás-nyújtás,
- = egyéb üzletszerű tevékenységként ingatlanok hitelbiztosítéki értékének meghatározása hitelintézetek, biztosító részvénytársaságok részére (3. § (2), (4), 4. § (1)).
- A likviditási helyzet megőrzését, az aktívák és passzívák lejáratú összhangjának megőrzését segíti elő azon törvényi rendelkezés, hogy a hitelintézet nem vállalhat kötelezettséget az általa kibocsátott kötvények, letéti jegyek lejárat előtti visszavásárlására, ez által is csökkenthető az intézet működésének kockázata, természetesen problémaként jelentkezik, hogy ennek következtében az értékpapír-befektető számára ezen lehetőség hiányában kevésbé vonzó befektetési formát jelenthetnek a papírok s ez visszavetheti az irántuk támasztott keresletet (különösen jól működő másodlagos piac hiányában). (3. § (3))
- Az aktív ügyletek vonatkozásában a kockázatkezelés és –korlátozás főbb szabályozási elemei:
 - = a jelzáloghitelekből eredő tőkekövetelések – illetve az esetleges bankári kötelezettségekkel összevont - értéke nem haladhatja meg a fedezetül szolgáló ingatlanok hitelnyújtás alapját képező együttes értékének (hitelbiztosítéki érték) 70 %-át, amely az ingatlanok esetleges mobilizálásakor megfelelő védelmet, kielégítést tud biztosítani az intézet számára (természetesen csak korrekt értékelési eljárások esetén) (4. § (2), 5. § (3)),
 - = a fenti hitelbiztosítéki érték megállapítását szabályozó rendeletek (melyekre a későbbiekben térünk ki) módszertani ajánlásainak tükrében a hitelintézet saját belső hitelbiztosítéki értékmegállapítási szabályzatot készít, melyet a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete kontrolljának vetnek alá, ezzel biztosítva az intézményi specialitásoknak megfelelő szabályozás kialakítását s így a valós vagyoneérték megállapításának lehetőségét, természetesen az kérdésként vetődik fel, hogy a PSZÁF a hitelintézet rendszeres vizsgálata keretében mennyire képes megítélni ezen szabályzatok alkalmazásának gyakorlatát (5. § (4)),
 - = a kölcsönszerződések megkötésekor a legalább ötéves lejáratú jelzáloghitelek aránya nem lehet kevesebb 80 %-nál, mely szabály kevésbé a hitelintézet biztonságát szavatolja, mint inkább a hiteligénylők számára nyújt védelmet a hosszabb lejáratú forrásokhoz történő hozzájutás lehetőségét biztosítva (5. § (1)),
 - = a fenti szabályozási elem „tükröképeként” viszont a hitelintézet is jogosult saját működése, követelésállománya és eredménye tervezhetősége érdekében arra, hogy a hitel-szerződésben rögzítse a hitel lejárat előtti visszafizetésének tilalmát, illetve előtörlesztés elfogadása esetén elmaradt hasznát érvényesítse (7. §),

= a jelzáloghitelek hitelintézetek közötti forgalmát (s ez által a jelzáloghitelezés jobb működését) biztosítandó a törvény lehetővé teszi a jelzálog-hitelintézetek számára ilyen követelések vásárlását, de fontos kockázatcsökkentő elemként előírva a hitelbiztosítéki érték és a hitelösszeg arányára vonatkozó 70 %-os érték betartását és a még legalább 5 éves hátralévő futamidőt (8. § (2)),

= más típusú hitelintézetekre vonatkozó szabályozással összehasonlítva a törvény sokkal szigorúbban korlátozza a gazdasági társaságokban történő tulajdonszerzést illetve az ingatlanbefektetéseket, így is biztosítva a túlzott kockázatvállalástól történő tartózkodást illetve azt, hogy a jelzálog-hitelintézet tökeközvetítő tevékenysége az eredeti célkitűzésekben megfogalmazottaktól ne térhessen el (9., 10. §).

- A törvény a hitelintézet által kibocsátott jelzáloglevelekre vonatkozóan is szigorú szabályozást érvényesít, melynek az alábbi főbb elemei emelhetők ki:

= igen sok kötelező tartalmi és formai elem kerül megfogalmazásra a jelzáloglevél kellékeit illetően, melyek közül kiemelkedik a vagyonellenőr (melynek szerepére az alábbiakban térünk ki) fedezet meglétére vonatkozó igazolása (11. § (3)),

= a jelzáloglevél kibocsátásakor összeállítandó tájékoztatónak - biztosítandó az értékpapír-vásárlók számára a kockázatok felmérésének lehetőségét – tartalmaznia kell a kibocsátás alapjául szolgáló fedezetek értékét (13. § (2)),

= a hitelintézetnek a forgalomban lévő jelzáloglevelek még nem törlesztett névértéke és kamata összegének megfelelő rendes (jelzáloghitelből eredő tökekövetelés és a szerződés alapján járó kamat) illetve pótfedezettel (MNB-nél elkülönített, zárolt bankszámlán tartott pénz, állampapír, állami készfizető kezességvállalással kibocsátott értékpapír vagy nyújtott hitel) kell rendelkeznie, melyen belül a rendes fedezetnek legalább 80 %-os arányt kell képviselnie, mely előírásoknak való meg nem felelés állapotát haladéktalanul köteles jelezni a PSZÁF-nek (ezen fedezetekről a jelzálog-hitelintézet olyan fedezet-nyilvántartást köteles vezetni, melyben a fedezeteket egyedileg mutatja ki, s ennek alapjául szolgáló fedezet-nyilvántartási szabályzatát a PSZÁF hagyja jóvá) (14. §),

= a jelzálog-hitelintézet - a PSZAF engedélyével, az intézettől szigorú összeférhetlenségi szabályok által garantáltan független - vagyonellenőrt köteles megbízni, aki igazolja mind a záloglevelek kibocsátásakor, mind a folyamatos működés során a negyedéves, PSZÁF felé történő jelentés keretében a jelzáloglevelek előírás szerinti fedezetének rendelkezésre állását, illetve ezek rendelkezésre nem állása esetén azonnali jelentéssel köteles élni a PSZÁF irányába, ezzel személye garanciális eleme a záloglevelek kockázata befektetők általi megítélhetőségének (16-18. §),

= a PSZÁF felügyeleti jogköre keretében az előírás szerinti fedezet rendelkezésre nem állása esetén határidő megjelölésével kötelezi a hitelintézetet a fedezet helyreállítására, mely történhet pótfedezet bevonásával, újabb jelzáloghitel kihelyezésével, illetve jelzáloglevél visszavásárlásával, tehát a befektetők védelme érdekében más hitelintézetekhez képest szélesebb körű beavatkozási lehetősége van a Felügyeletnek (23. § a)),

= szintén a jelzáloglevél-birtokosok kockázatvállalásának csökkentése érdekében a hitelintézet tökemegefelelési mutatója 90 napot meghaladóan, a Felügyelet által megállapított határidőn belül helyre nem állított, 4 %-nál alacsonyabb mértéke esetén a PSZÁF a jelzálog-hitel-állomány, a pótfedezet és a jelzáloglevelekből eredő kötelezettség átruházására kötelezheti az intézetet, alapvetően másik jelzálog-hitelintézet részére, de ha ilyen intézetnek át nem adható, akkor bank részére. Az átruházás lehetőségével az intézet felszámolása esetén is lehet élni a Felügyelet engedélyével, természetesen csak akkor, ha az átvételt követően az át-

vevő intézet rendelkezik megfelelő fedezettel kötelezettségei teljesítéséhez és eleget tud tenni a szavatoló tőkére, a tőke megfelelésre vonatkozó követelményeknek is. A záloglevél-birtokosok biztonságát garantáló további szabályozási elemként említhető, hogy átruházás sikertelensége esetén a felszámolás során – a felszámolási költségek kiegyenlítését követően – kizárólag a jelzáloglevél-tulajdonosokkal szemben fennálló kötelezettségek teljesítésére szabad felhasználni a rendes és pótfedezetet, illetve ennek ki nem elégítő mértéke esetén a hitelintézet egyéb vagyonát (23. § b), 15. §, 20. §).

A hitelbiztosítéki érték meghatározásának általános elveit, eljárási szabályait termőföld esetében az 54/1997. FM rendelet, egyéb ingatlanok esetében a 25/1997. PM rendelet szabályozza, melyeknek az alábbi főbb szabályozási elemeit lehet kiemelni:

- a hitelbiztosítéki érték megállapításának alapja a forgalmi érték (termőföld) illetve a piaci érték (egyéb ingatlan), mely értékek meghatározásának 2 illetve 3 módszerét különbözteti meg a rendelet. Termőföldek esetén a piaci összehasonlító adatok elemzésén és a hozamszámításon alapuló módszer alkalmazható, s lehetőség szerint mindkét módszer szerint el kell végezni az értékelést (3. § (2), (4)), egyéb ingatlanok esetén harmadik módszerként megjelenik a költségalapú értékelés, s ezen ingatlanok esetében legalább két, de lehetőség szerint mindhárom módszer alapján végre kell hajtani az értékelést (2. § (2), (4)).

- a hitelbiztosítéki érték a fenti forgalmi illetve piaci értékek a felmért kockázatok értékével csökkentett értékét jelenti, s ennek keretében különös figyelmet kell szentelni az ingatlan hosszú távú értékállandósága kockázatának, a piaci és egyéb adatok megbízhatatlansága miatti kockázatnak és a követelés érvényesítéséhez kapcsolódó hatásoknak (védelem, állagmegőrzés, értékesítési költségek) (5. § (1) illetve 3. § (1)).

- a fenti szabályok szerinti hitelbiztosítéki értéket nem a hitelintézet állapítja meg, hanem független értékelő, külső értékbecslő, ezáltal korlátozva a jelzálog-hitelintézeteknek a helytelen értékelés eszközével történő túlzott kockázatvállalásra vonatkozó esetleges hajlandóságát, így növelve a záloglevél-birtokosok biztonságát. Az intézetnek viszont a hitelbiztosítéki érték-megállapítási szabályzatában kell rögzítenie az alábbiakat:

- = az ingatlan értékelési módszerek részleteit,
- = az értékelőkkel szemben támasztott szakmai követelményeket, kiválasztásuk módját,
- = az értékelések ellenőrzésének rendjét, módszerét,
- = az értékelő által javasolt hitelbiztosítéki érték elfogadásának szabályait,
- = az értékelési jelentések, szakvélemények tartalmi, szakmai, dokumentációs követelményeit,
- = a belső értékfigyelési rendszer feladatait, mely kiterjed az ingatlanpiaci folyamatok nyomon követésére és az ingatlanok újraértékelésének eseteire (7. § (1), (2) illetve 6. § (1)).

3.2. A záloglevél-kibocsátáson alapuló hitelezés helyzete, problémái

A törvényi szabályozás kialakítását követően 3 jelzálog-hitelintézet alapítására került sor. Elsőként a Földhitel és Jelzálogbank Rt. 1998-ban alakult, alapítói a Magyar Befektetési és Fejlesztési Bank Rt., a Mezőbank Rt., a Postabank és Takarékpénztár Rt., a Pénzügyintézeti Központ Bank Rt. és a Pénzügyminisztérium, így közvetlen és közvetett módon tulajdonkép-

pen állami tulajdonú bankként jött létre. Célja a hosszú távú megtakarításoknak záloglevél kibocsátása útján a gazdaságba történő visszaforgatásával hosszabb megtérülésű fejlesztések finanszírozása, a gazdasági szereplők közvetlen hitelezésével illetve ilyen hiteleket folyósító kereskedelmi bankok refinanszírozásával. Elsődlegesen a termőföldhöz kapcsolódó hitelezés képezte fő tevékenységi területét az intézetnek, de több probléma is jelentkezett e területen (az elaprózott birtokstruktúra akadályozza a jelzálog-alapuló hitelezést, földtulajdon és földhasználat elválása, a bérlő jogosulatlansága a földterület jelzáloggal terhelésére, ingatlannyilvántartási rendszer megbízhatatlansága, naprakészségének hiánya, Nemzeti Földalap hiánya, mely átvette volna a kudarcra végződő hitelügyletekhez kapcsolódóan a bank által átvett földbirtokokat). Így az intézet lényegesen módosítani kényszerült üzleti stratégiáját, kiterjesztve további 3 területre: a lakosság részére nyújtott lakásfinanszírozásra, szoros összefüggésben a lakástámogatási rendszerrel, vállalkozási célú ingatlanok fejlesztésére, értékesítési célú lakásépítés finanszírozására, önkormányzati és a hozzájuk kapcsolódó közműtársaságok finanszírozására, s a 2000. év elejétől tevékenysége alapvetően a lakáshitelezésre koncentrált. Nincs országos fiókhálózata, hanem bankokkal kötött együttműködési megállapodást szolgáltatásai értékesítésére, ezáltal csökkentve a tranzakciós költségeket. Másodikként a HVB Bank Magyarország Rt. tulajdonában lévő HVB Jelzálogbank Rt. 1999-ben kezdte meg tevékenységét, mely egyrészt vállalatfinanszírozás orientációjú, értékesítési céllal vállalati ügyfelei által épített lakásokhoz kapcsolódó hitelezéssel foglalkozik, másrészt más bankok lakáshiteleinek refinanszírozására terjed ki. Az OTP Bank tulajdonában lévő OTP Jelzálogbank Rt. 2002. februárjában kezdte meg működését, első záloglevél-kibocsátásai zárt körben történtek az anyabank lejegyzése mellett, 2002 második felétől pedig nyilvános kibocsátásaira is sor került, de tevékenysége szintén lakásfinanszírozás orientált (Botos 2002, 63-64. o., Vincze 2002, 72. o.).

A záloglevélpiac két fő kibocsátójának, a Földhitel és Jelzálogbank illetve a HVB Jelzálogbank kibocsátásainak volumene az alábbi táblázat tükrében 2001. év végéig igen szerény mértéket öltött, s csak fokozatosan nyert teret a nyilvános kibocsátás.

5. táblázat: A jelzáloglevél-kibocsátások volumene és szerkezete 1998-2001.

Névérték (millió Ft)	1998-2001. június 30.		2001. szeptember 30.		2001. december 31.	
	Zárt	Nyílt	Zárt	Nyílt	Zárt	Nyílt
FHB	11590	3875	11590	6544	11590	15046
HVB	500	-	2000	-	2000	-

Forrás: Vincze, 2002: 74.

Az állami lakástámogatási rendszer következtében megélnkülő lakásjelzáloghitelezés következtében 2002-től viszont jelentős bővülés volt megfigyelhető a nyilvános záloglevél-kibocsátás területén, miután mindhárom jelzálog-hitelintézet bekapcsolódott a nyilvános kibocsátásokba, így 2002-ben 107,5 milliárd Ft értékben került sor nyilvános kibocsátásra (PSZÁF 2002, 116. o.), s 2003-ban további jelentős volumennövekedés volt megfigyelhető a lakáshitelezést finanszírozó záloglevél-kibocsátások területén, így az első negyedévi kibocsátások 70 milliárd forintos értékével szemben a harmadik negyedévben már 116 milliárd Ft értékben került sor kibocsátásra (PSZÁF 2003a, 45. o., PSZÁF 2003b, 76. o.).

Az elmúlt évek tapasztalatai tehát azt mutatják, hogy a jelzáloghitelezés és a jelzáloglevél-kibocsátás éppen a történeti tapasztalatok tükrében legfontosabb területeken, tehát az agrárszféra és az önkormányzatok finanszírozása szempontjából nem töltötte be szerepét, így tanulmányunk utolsó gondolatai keretében a legfontosabb akadályozó tényezőkre, problémákra és esetleges javaslatainkra térünk ki.

A rendszerváltást követően végbement az ingatlanok, így a földingatlanok tulajdonviszonyának rendeződése, a magántulajdon dominanciája kialakult, de mindez csak szükséges és nem elégséges feltételét jelenti, hogy az ingatlanra bejegyzett jelzálogjog a hitelezés megfelelő biztosítékául szolgáljon, így hozzájárulván a beruházások finanszírozásához. A jogi és intézményi változások a problémák kezelésének alapját megteremtették, de további lépések is szükségeltetnek a zálogjog érvényesítésének nagy időigénye, az ingatlanpiac hektikussága, a tulajdoni lapokkal történő manipulációk miatt, hiszen a bankok csak olyan ingatlant fogadhatnak el hitelfedezetként, amelynek birtokbavétele az adós nem fizetése esetén könnyen realizálható s amely könnyen értékesíthető a piacon, így ez az ingatlanpiac megfelelő forgalmának fontosságát is mutatja (Várhegyi 1997, 1. o.).

A makrogazdasági környezet stabilitása is fontos tényezőként említhető, hiszen a gazdasági-pénzügyi folyamatok kiszámíthatósága a hosszú távú megtakarítások képződésére és a hosszú távú beruházások kezdeményezésére pozitív hatást gyakorol, ami a jelzáloghitelezés és a záloglevélpiac fejlődését, élénkülését jelentős mértékben elősegítheti. A gazdaságpolitika hitelességének kérdése két szempontból is fontos lehet tárgyunk vonatkozásában: egyrészt az államháztartás permanensen elhalasztódó – némi jóindulattal elhúzódónak is nevezhető - reformja miatt a költségvetési deficit jelentős tökekeresletet eredményez a tőkepiacon, az állampapírok jelentős tömegének kibocsátása az egyéb hosszú lejáratú értékpapírok (pl. önkormányzati kötvények, jelzáloglevelek) elhelyezését nehezíti, hiszen a hosszú távú megtakarítások rendelkezésre álló mennyisége korlátozott, valamint növelőleg hat a kamatlábak mértékére is. Másrészt viszonylag magasan tarthatja az inflációt, negatív hatást gyakorol a várakozásokra, a hosszabb lejáratú, fix kamatozású értékpapírok (így a záloglevelek) iránti keresletet korlátozva, hiszen bizonytalan mértékű, nehezen kiszámítható infláció mellett még a változó kamatozású értékpapírok közül is jellemzően a rövidebb lejáratúak iránt mutatkozik kereslet. Így az inflációs várakozások csökkenése megkönnyítheti a hosszú lejáratú értékpapírok árazását, lehetővé teszi ezen papírok vonatkozásában a fix kamatozás alkalmazását.

Nem elhanyagolható szempont annak kérdése sem, hogy a lakosság megtakarításainak alakulása hogyan befolyásolja a tőkekínálatot. Ebből a szempontból problémaként jelentkezhet, hogy egyrészt a 90-es években elhalasztott lakossági fogyasztás jelenlegi pótlása csökkentőleg hat a lakosság megtakarítási hajlandóságára, másrészt a lakosság által felvett hitelek állományának elmúlt években történt növekedése – különösen a (szociális szempontok alapján pozitívan is értékelhető) támogatott lakáshitelek jelentős volumennövekedése – a lakosság nettó megtakarításait jelentős mértékben csökkenti. Természetesen a megnövekedett volumenű lakáshitelezés akár az ezen alapuló záloglevél-kibocsátást is felfelé lendítheti, ha sikerül a lakossági szférán kívüli területekről tőkét bevonni (pl. külföldről), de mindenképpen csökkenti a tőkekínálatot az egyéb (pl. az agrárszféra és az önkormányzatok hosszú távú fejlesztését biztosító) hiteleket finanszírozó záloglevelek vonatkozásában.

Természetesen létezik ellentétes irányú kapcsolat is a záloglevelek léte és a megtakarítások vonzása között is. A záloglevélpiac megteremtésével sokszínűbbé válik a magyar tőkepiac, ez egyrészt befektetési lehetőséget nyújthat egyes intézményi befektetőknek, külö-

nösen nyugdíjpénztáraknak, biztosítótársaságoknak, ezen intézményeken keresztül a lakossági megtakarításokat ezen értékpapírok, így a hosszú távú megtakarítások irányába terelvény (amint erre már láthattunk példát az 1928. évi társadalombiztosítási reformot követően), másrészt felkeltheti a külföldi intézményi befektetők érdeklődését, ezzel növelvén az ország tőkevonzó képességét (amint erre példát a XIX. század végén láthattunk). Természetesen az ennek következtében többszereplőssé váló záloglevélpiacon a másodlagos piac is nagyobb intenzitással tud működni, így kellő likviditást biztosítván ezen értékpapíroknak, a rövidebb távú megtakarításokkal rendelkező tőkepiaci szereplők számára is tud befektetési lehetőséget biztosítani.

A jelzáloghitelezés és a záloglevél-kibocsátás volumenét, lehetőségeit jelentős mértékben befolyásolja az agrárszféra hitelkereslete és hitelképessége is. Az évek óta elmaradt pótlások, minimális mértékű fejlesztések miatt igen elhasználdott eszközállománnyal rendelkezik e szféra, ami önmagában is jelentős tőkekeresletet támaszt. Emellett nem szabad elfeledkezni két további fontos tényezőről sem: egyrészt a versenyképesség növelése – különösen a veszélyesen közeledő EU-csatlakozás miatt növekedő verseny miatt -, másrészt az optimális üzemméretnek megfelelő birtokstruktúra kialakítása jelentős tőkeigényt támaszt az agrárszférában. Tekintettel arra, hogy a szféra jövedelemtermelő képessége igen alacsony, így a belső tőkeakkumuláció lehetőségei igen korlátozottak, az állami támogatások az államháztartás kritikus egyensúlyhiánya miatt nem jelentenek reális finanszírozási alternatívát, s kérdéses az EU-támogatások lehívásának realizálása is, csak a jelzálogra alapozott hitelek biztosíthatják a fejlesztésekhez szükséges tőkét. Természetesen a hitelezés alapjául szolgáló földterületek vonatkozásában több problémára is fel kell hívni a figyelmet, mely a hitelképességet jelentős mértékben korlátozza. Egyrészt az elaprózott birtokstruktúra a földterületeknek csak kicsiny részét teszi alkalmassá a jelzáloghitelezésre, alacsony területű birtokok esetén a tranzakciós költségek relatív mértéke olyan magas, hogy lehetetlenné teszi a jelzáloghitelezést. E problémán talán az állam fokozottabb szerepvállalásával lehetne segíteni, melynek keretében ezen költségek átvállalását lehetne megfontolás tárgyává tenni. Másrészt a földtulajdon és a földhasználat a birtokok jelentős része esetén elválik egymástól s a bérlő nem terhelheti jelzáloggal a földet. Ezen a problémán akkor lehetne segíteni, ha a jogi szabályozás lehetővé tenné a jelzálogjog bejegyzését a haszonbérletre is. Harmadrészt az is problémaként jelentkezik, hogy ezen haszonbérletek is jellemzően rövid idejűek (3-5 év), s ilyen rövid időtávra történő jelzáloghitelezés nem működőképes, de ezen csak az agrárszféra stabilitása, a gazdálkodás viszonyainak kiszámíthatósága jelentős javulása esetén van remény változtatni.

A jelzáloghitelezés és záloglevél-kibocsátás által - a gazdaságtörténet tanúsága szerint - finanszírozott másik fontos terület az önkormányzati fejlesztések köre. Az önkormányzatok vonatkozásában szintén jelentős mértékű fejlesztési forrásigénnyel szembesülhettünk az elmúlt évek során, különösen a nagyobb városok esetében jelentős eladósodás következett be a bankrendszerrel szemben, de az elkövetkező években is további jelentős beruházási igényekkel kell számolni. Ezen fejlesztéseknek a központi költségvetés által nyújtott támogatásokból történő megvalósítása csak részben történhet, s mint már korábban utaltunk rá, a költségvetés jelentős mértékű hiánya ezen támogatások mértékének jövőbeni növelését sem teszi lehetővé. További problémaként jelentkezik, hogy az önkormányzati feladatellátások állami normatívái egyre kevésbé biztosítják ezen feladatok finanszírozását, tehát az önkormányzatok előtt három út lehetséges: a feladatellátás saját bevételekből történő finanszírozása, a helyi adóbevételek emelése vagy rövid lejáratú működési hitelek felvétele. Az első módszer eseté-

ben a saját bevételek csökkenő hányada fog rendelkezésre állni fejlesztések finanszírozására, a második esetben csökken a helyi társadalom megtakarítási képessége (s az önkormányzattal szembeni elkötelezettsége), a harmadik módszer alkalmazásával a bankrendszerrel szembeni pozíciók romlása következik be, növekszik az eladósodottság mértéke, csökken az önkormányzatok hitelképessége a hosszú lejáratú hitelek szempontjából. A fentiek tükrében a fejlesztések finanszírozása új tőkepiaci források bevonását teszi szükségessé s ennek eszköze lehet a záloglevél-kibocsátás útján történő forrás szerzés. A forrásbevonás ezen típusa szempontjából fontos ösztönző elem lehet a helyi társadalom elkötelezettsége a helyi fejlesztések iránt, hiszen a helyi lakosság megtakarításainak a bankrendszer betétállományaként történő megjelenése esetén nincs garancia ezen forrásoknak a helyi önkormányzat finanszírozási szükségleteinek kielégítésére történő felhasználása vonatkozásában, ellenben a lakosság záloglevélben megtestesülő megtakarításai esetén e közvetlen megfeleltethetőség fennáll. Azon szempont is megfontolás tárgyát képezheti, hogy a helyi adók emelésén keresztül történő forrásbevonással szemben a záloglevél-kibocsátás útján történő forrás szerzés esetében az önkéntes jelleg is fennáll, s éppen az adóterhek növelésének kiváltása – vagy esetleg csökkentése – erősítheti a helyi társadalom elkötelezettségét a helyi fejlesztések finanszírozásában való önkéntes közreműködés iránt. Természetesen a záloglevél-kibocsátás útján történő forrás szerzés esetén a helyi társadalmon kívüli kör is megcélozható, akár az intézményi befektetők, akár a külföldi tőkepiacok.

A jelzáloglevelek kibocsátása során jelentkező árazási problémával kapcsolatosan már említettük, hogy mind az államháztartási hiány jelentős mértéke, mind az infláció mértékével kapcsolatos bizonytalanság, tervezhetetlenség megnehezíti a hosszú lejáratú állampapírok kibocsátását és árazását is, s bár a jelzáloglevél a mögöttes ingatlanfedezet miatt viszonylag biztonságos értékpapírnak számít a magán-kibocsátású papírok között, de az állampapírokhoz képest kockázatosabb, így árazása még a hosszú távú állampapíroknál is problémásabb. A kockázattal kapcsolatosan arra is fel kell hívni a figyelmet, hogy a záloglevél nem váltható be a futamidő letelte előtt, így csak jól működő másodlagos piac mellett biztosítható likviditása, ez pedig azt igényli, hogy a futamidő során is mindenkor könnyen meghatározható kell legyen árfolyama, tehát felmérhetőek kellene legyenek az értékpapír kockázatai. Ebből a szempontból nagyon fontos a már korábban említett garanciális elem, hogy a jelzáloghitelintézet negyedévente köteles tájékoztatást nyújtani záloglevél-állománya és a kapcsolódó rendes és pótfedezetek értékéről, mindezt a vagyonellenőr igazolása mellett. Természetesen arról sem szabad elfeledkezni, hogy az állampapírok kibocsátásával szemben a záloglevél-kibocsátást a hitelnyújtás megelőzi, így kockázatonövelő lehet, hogy rossz árazás esetén az elsődleges piac a névlegesnél alacsonyabb árfolyamon veszi fel az értékpapírt, így a hitelintézet szempontjából a tényleges tőkeköltség meghaladhatja a kihelyezett hitelek kamatszintjét, ellenkező esetben ha magasabb árfolyamon veszi fel a piac, ez azt jelenti, hogy a hitelfelvevőket terhelték túl magas kamattal. Említést tettünk korábban a külföldi tőkepiacok szerepének lehetőségéről a záloglevelek szempontjából rendelkezésre álló tőkekínálat vonatkozásában, illetve történeti visszatekintésünkben is kitértünk a külföldi elhelyezések szerepére, így e kérdéssel kockázati szempontból is kell foglalkoznunk, hiszen ez esetben további kockázati elemként jelentkezik a devizaárfolyam-kockázat. Kérdéses ugyanis, hogy milyen mértékben hajlandóak külföldi befektetők forintértékre szóló záloglevelek átvételére, különös tekintettel a forint utóbbi időben tapasztalható erőteljes árfolyamingadozására. Ha viszont devizaértékre szóló kibocsátás történik, azon kérdés merül fel, hogy a jelzáloghitelintézetek, így az agrárszféra szereplői és az önkormányzatok hajlandóságot mutatnak-e devi-

zában történő hitelfelvételre (arról nem is beszélve, hogy nem teljesítő adósok esetén a zálogjog érvényesítése során az ingatlan értékesítéséből származó bevétel nehezen realizálható devizában). Így devizában történő záloglevél-kibocsátás és forintban történő jelzáloghitelnyújtás esetén a jelzálog-hitelintézet mérlegében jelentős deviza nyitott pozíció alakulhat ki, különös tekintettel arra, hogy ezen intézetek tevékenységi köre igen korlátozott, emiatt más üzletágakban nem tudja e nyitott pozíciót ellensúlyozni. Természetesen végezhet a jelzálog-hitelintézet is árfolyamkockázata fedezetére deviza-csereügyletet, de ez jelentős mértékben megemeli a tranzakciós költségeket. Ebből a szempontból megoldást jelenthet a monetáris unióhoz történő majdani csatlakozás – hiszen a jelzáloglevelek elhelyezése szempontjából elsősorban az európai tőkepiacok jöhetnek szóba -, mely a hitelek és záloglevelek azonos devizaértékben (euróban) történő megjelenésével kizárja ezen kockázati elemet, de nem szabad elfeledkezni azon potenciális veszélyről sem, hogy a tőkepiacok ezen nyitottsága a nyugat-európai kibocsátók fokozottabb megjelenését eredményezheti a magyar tőkepiacon is – hiszen a csatlakozás következtében számukra is megszűnik az árfolyamkockázat -, így tőkét vonva ki a magyar nemzetgazdaságból, s erre vonatkozóan már az elmúlt két évben, a teljes devizaliberalizációt követően a magyar tőkepiacokon megélnékült külföldi kibocsátások is intő jelként szolgálnak.

Fenti elemzésünkéből következően megállapítható, hogy csak igen sok szabályozási és gazdaságpolitikai feladat megoldása után remélhetjük a jelzáloglevél-kibocsátáson alapuló hitelezés megélnékülését és finanszírozási szerepének betöltését.

Felhasznált irodalom:

- Bácskai T.(szerk.) 1993: *A Magyar Nemzeti Bank története I., Az Osztrák Nemzeti Banktól a Magyar Nemzeti Bankig 1816-1924.* KJK, Budapest.
- Botos J. 1999: *A Magyar Nemzeti Bank története II. Az önálló jegybank 1924-1948.* Presscon Kiadó, Budapest.
- Botos K. 2002: *Különleges pénzügyi intézmények.* SZTE GTK, Szeged.
- Botos M. 2000: *Gazdaságtan és a gazdasági gondolkodás története.* PPKE, Budapest.
- Gróf Dessewffy E. 1842: *Alföldi levelek (1839–1840) és néhány toldalék (1841).* A' Magyar Királyi Egyetem' betűivel, Budán.
- Gróf Dessewffy E. 1862: *A Magyar Földhitel Intézet alaprajza és alapszabályai.* Ráth Mór, Pest.
- Nagy L. J. 1972a: *A magyar főúri kölcsönök. A parciális obligációk.* MNB Közgazdasági Főosztály, Budapest.
- Nagy L. J. 1972b: *A magyar zálogleveles kölcsön az első világháború előtt 2. kötet, Az 1848: XIV. törvénycikk a hitelintézetről. Az Osztrák nemzeti Bank (Osztrák-Magyar Bank). A Magyar Földhitelintézet.* MNB Közgazdasági Főosztálya, Budapest.
- Nagy L. J. 1972c: *A magyar zálogleveles kölcsön az első világháború előtt 3. kötet, A Pesti Magyar Kereskedelmi Bank jelzálogkölcsönosztálya működésének a megkezdésétől az első világháborúig.* MNB Közgazdasági Főosztálya, Budapest.
- Nagy L. J. 1972d: *A zálogleveles kölcsön a két világháború között.* MNB Közgazdasági Főosztálya, Budapest.
- Nagy L. J. 1972e: *Az ipari záloglevelek.* MNB Közgazdasági Főosztálya, Budapest.

- Nagy L. J. 1972f: *A pénzüintézetek kötvénykibocsátásai*. MNB Közgazdasági Főosztálya, Budapest.
- Rádóczy Gy. 1982: *Mária Terézia magyar pénzverése*. Magyar Éremgyűjtők Egyesülete, Budapest.
- Spilákné Kertész M. 1989: *Magyarországi értékpapírok története*. Magyar Tőzsdealapítvány, Budapest.
- Gróf Széchenyi I. 1830: *Hitel*. Petrózai Trattner J. M. és Károlyi István könyvnyomtató intézményében, Pest.
- Gróf Széchenyi I. 1841: *A' Kelet Népe*. Trattner – Károlyi betűivel, Pest.
- Tomka B. 1996: *A magyarországi pénzüintézetek rövid története*. Gondolat, Budapest.
- Tomka B. 1999: *Érdek és érdektelenség. A bank-ipar viszony a századforduló Magyarorszáján 1892-1913*. Multiplex Media – Debrecen U. P., Debrecen.
- Várhegyi É. 1997: A földjelzálog-hitelezés és a záloglevélpiac kialakításának feltételei. *Bankszemle* 1997, 1, 1-11. o.
- Vincze J. 2002: A jelzáloglevelek piaci helyzete és fejlődési irányai. *Hitelintézeti Szemle*, 2002, 3, 61-80. o.
- PSZÁF 2002: *Éves jelentés*. Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete, Budapest.
- PSZÁF 2003a: *Beszámoló a felügyelt szektorok 2003. I. negyedévi működéséről*. Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete, Budapest.
- PSZÁF 2003b: *Beszámoló a felügyelt szektorok 2003. I-III. negyedévi működéséről*. Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete, Budapest.
1997. évi XXX. törvény a jelzálog-hitelintézetről és a jelzáloglevélről
- 25/1997. PM rendelet a termőföldnek nem minősülő ingatlanok hitelbiztosítéki értékének meghatározására vonatkozó módszertani elvekről
- 54/1997. FM rendelet a termőföld hitelbiztosítéki értéke meghatározásának módszertani elveiről

Könyvrecenzió

Brunnhuber, S. - Klimenta, H.: "Wie wir wirtschaften werden. Szenarien und Gestaltungsmöglichkeiten für zukünftige Finanzmärkte". ("Hogyan fogunk gazdálkodni a jövőben. A jövő pénzpiacának forgatókönyvei és (át)alakításának lehetőségei".) c. könyvéről. Europäische Akademie der Wissenschaften und Künste, Überreuter Verlag, Frankfurt - Wien, 2003. 288 p.

Dr. Kőrösi István¹

Stefan Brunnhuber professzor és Harald Klimenta könyve az Európai Tudományos és Műszaki Akadémia nemzetközi munkacsoportjának átfogó kutatásain alapul, a nemzetközi pénzügyi rendszer jelenét és jövőjét tárgyalja. Az elemzés középpontjában a nemzetközi pénzügyi rendszer struktúrájának, működésének alapos elemzése áll, majd a nemzetközi pénzáramlás hatásait, a pénzpiacok működését veszi górcső alá, majd a tőkeáramlás hatásait, az államok devizapiaci együttműködésének lehetőségeit vizsgálja. A könyv második része a nemzetközi pénzpiacok jelenlegi működésének adatokkal, trendelemzésekkel gazdagon illusztrált bemutatásából kiindulva a jövőbeli nemzetközi pénzügyi együttműködésre, reformokra vonatkozóan nyújt elemzést.

Az Európai Tudományos és Művészeti Akadémia (ETMA) munkacsoportjának tanulmányait nemzetközi hírű és rangú szakértők írták, magyar részről Botos Katalin, a PPKE egyetemi tanára, az ETMA tagja, német, osztrák, amerikai, indiai, UNDP, UNESCO, Római Klub-tag elemzőkkel együtt.

A mű első része a világgazdaság és a nemzetközi pénzügyi rendszer működéseinek fő tendenciáiból indul ki, a bevezetésben a globalizáció "megatrendjének" fő gondolatait mutatja be, igen tárgyyszerűen és objektíven. Mindkét jellemző rendkívül fontos és hasznos, e témakörben különösen.

A jelentés 4 alapvető megfontolásra épít:

1. A jelenlegi világméretű gazdasági és pénzügyi összefonódások nem spontán végbemenő folyamatok eredményei, hanem a II. világháborút követő korszak fejlődésének eredményei. A nemzetközi áru- és szolgáltatáskereskedelem liberalizálása a nemzetközi érdek- és erőviszonyok függvénye és bonyolult nemzetközi tárgyalássorozatok nyomán született. A gazdasági fejlődés nem természeti törvények szerint alakul, hanem rajtunk, a nemzetközi közösségen múlik.

¹ Dr. Kőrösi István egyetemi docens, Pázmány Péter Katolikus Egyetem Közgazdasági Intézet

2. A nemzetközi valutáris és pénzügyi rendszer nem semleges közvetítője a reál folyamatoknak, hanem a monetáris és pénzügyi struktúrák, azok működése kezdettől fogva meghatározólag hat (társ meghatározó a reál folyamatok mellett: Mitbestimmer). Ez vonatkozik a megtakarításokra, a fogyasztói magatartásra, a beruházási döntésekre (azok rentabilitását befolyásolóan), a jövedelmek alakulására, de a fejlett és a fejlődő országok közti szakadéokra is.

3. A nemzetközi pénzpiacokon jelenleg egyensúlytalanság van, s nincs automatikus fejlődés az egyensúlyi állapot felé. Az áruvilágban és a pénzügyi szférában meglévő keresleti-kínálati viszonyok egymásra kölcsönösen hatnak.

4. A valutáris és pénzügyi rendszerek a tartós, kiegyensúlyozott, megvalósítható fejlődésnek fontos előfeltételét képezik. Ha a pénzügyi folyamatok helytelen jelzést közvetítenek, a jövő szempontjából fontos reálgazdasági folyamatok vakvágányra juthatnak.

A nemzetközi pénzügyi rendszereknek és a pénzpiacoknak jól kell működniük és ahhoz is hozzá kell járulniuk, hogy a gazdaság tartós, fenntartható növekedési pályára kerüljön, illetve azon maradjon.

A nemzetközi pénzügyi szektor fejlődési folyamatait és problémáit számos elemzés tárgyalja. Ugyanakkor a népesség alakulás, a beruházások, a technológiai fejlődés, a társadalom értékrendszere és az azok közötti kapcsolódást szolgáló pénzügyi összefüggések feltárása még jórészt várat magára. A pénzpiacoknak több összefüggést kell jól szolgálniuk ahhoz, hogy a fenntartható, ésszerű, környezetbarát, a társadalmi elvárásokat szolgáló eszköz szerepét betöltsék.

A 2. fejezet arra keres választ, miként lehet a pénzügyi szerkezet (architektúra) "jövőképes". A Brundtland-jelentés szerint a tartós fejlődéshez

- olyan politikai struktúrára van szükség, amely a polgároknak a döntéshozatalban való hatékony részvételét biztosítja,
- a gazdasági rendszernek biztosítania kell a nyereséges, hatékony működést, és önálló, tartósan megalapozott műszaki fejlődés bázisát,
- olyan társadalmi rendszerre van szükség, amely azokat a társadalmi konfliktusokat, feszültségeket kezelni (megoldani) képes, amelyek az egyenlőtlen fejlődés során keletkeznek,
- a termelési rendszereknek az ökológiai bázis követelményeivel összhangban kell lenniük,
- a műszaki-technológiai rendszereknek a fejlődés új céljait, megoldásait kell keresniük,
- a nemzetközi rendszernek a tartós, stabil kereskedelmi és pénzügyi kapcsolatokat kell szolgálnia,
- olyan kormányzati, irányítási rendszerre van szükség, amely rugalmas, és saját hibáit korrigálni képes.

Ezekből az általános, és széles körben elfogadott követelményekből kiindulva az elemzés a nemzetközi pénzügyi rendszer stabilitásának kívánatosságát, szükségességét hangsúlyozza.

Nemzetgazdasági és világméretű dimenzióban 5 súlyos problémát hangsúlyozzák a szerzők:

1., A jelenlegi pénzügyi rendszerben számos instabil elem működik, amelyek a nem-megfelelő transzparenciára, a nem-adekvát ellenőrzésre és a hiányzó (nem-kellő) mértékű együttműködésre vezethetők vissza.

2. A jelenlegi monetáris és pénzügyi rendszer a hitelmechanizmus révén a visszafizetés érdekében minden áron történő növekedésre kényszerít, akkor is, ha annak piaci ésszerűsége nem megalapozott, vagy nem vezet az életszínvonal növekedéséhez.

3. A hosszú távú, tartós, megalapozott fejlődéshez nagy volumenű, hosszú lejáratú, jövő orientált, de rövid távon nem megtérülő beruházásokra van (lenne!) szükség, de a jelenlegi struktúrák és érdekeltség nem erre ösztönöznek. A jelenlegi kamatrendszer és hitelezési feltételek a hosszú távú projektek finanszírozását egyértelműen megnehezítik és a rövid távú, spekulatív profitmaximalizálást kényszerítik ki.

4. A jólét megoszlása egyre aszimmetrikusabb. Az Észak-Dél szakadék egyre mélyül, a gazdag és a szegény országok közötti jövedelemkülönbségek drámaian növekszenek. Ebben a jelenlegi nemzetközi pénzügyi rendszer feltételei és struktúrája is szerepet játszik.

5. A szociális ill. társadalmi tőke leértékelődésének, a társadalom tagjai közti hagyományos együttműködés leépülésének vagyunk tanúi.

A modern társadalmakban a társadalmi kohéziós erők gyakran erodálódnak, az összefogás, a nem-profitorientált tevékenységek, a családon belüli munkamegosztás leértékelődnek, a vállalaton belüli korábbi tradicionális értékek leépülnek (lojalitás, kisegítés, szolidaritás), a munkavállaló humán értékeit, sőt kötődését egyre kevésbé értékelik. A legrövidebb távú profitmaximalizálás gyakran nem az egyik, hanem az egyetlen célfüggvénnyé vált. (Holott nem lehet kutatót, fejlesztő mérnököt az egyik félévben elbocsátani, a következőben pedig megfelelő újat találni helyette).

A beruházások világméretű alakulásával kapcsolatban a szerzők rámutatnak arra, hogy azok finanszírozásában csökkenő a saját tőke részesedése és nő a hitelfinanszírozás aránya, s ezzel együtt a vállalatok eladósodásának mértéke. Az adósságszolgálat terheinek növekedése - pl. kamatemelések miatt - a fejlesztéstől von el forrásokat vállalati és közületi szinten egyaránt. A hosszú távú fejlődésoptimalizálás helyett kényszerűen a rövid távú túlélés kerül előtérbe. A beruházási döntések szempontjából a kamatpolitikának döntő szerepe van. Jelenleg a kamatlábak világszerte rövid távú beruházásokra kényszerítenek, mert a jövőbeni megtérülés diszkontált (jelenkori) értéke majdnem mindig a rövid távú beruházás rentabilitás-előnyét mutatja a hosszú távúakkal szemben. Ezen a rövid és a hosszú lejáratú hitelezés eltérő kamatpolitikai kezelésével lehetne változtatni.

Paul Krugman szerint a világban meglévő jövedelmi és jóléti szakadék mélyülésének 4 fő oka van:

1. A jelenlegi globalizálódás erősíti az árdömping versenyt, a telephely szakadékot és a tevékenységek egyre nagyobb mérvű "kiszervezését" ("outsourcing").
2. A technológiai innovációk felgyorsulásával a kevésbé képzettek egyre inkább lemaradnak.
3. A "winner takes all" ("a nyertes mindent visz") elv szerint a high tech éllovasai rendkívüli mértékben gazdagodnak.
4. A konszernek, vállalatok portfólió-beruházásainak eldöntésénél alkalmazott értékelés a legnagyobb rövid távú hozamot ígérő opciós vásárlásokat részesíti előnyben, ezért a részvényopciós vásárlások bizonyos részvénycsomagokat irreálisan magasan értékelnek. A papírosprofit és a gazdasági átlaghozamok egyre inkább elszakadnak egymástól (spekulatív jövedelemeloszlás).

Az elemzésben szerepel a "piacon túli", "piacon kívüli" tevékenységek értékelése is. Az ENSZ vizsgálata szerint a társadalmilag szükséges munka kétharmadát a nők végzik el,

díjazás nélkül. Minél szegényebb a társadalom, kényszerűen annál nagyobb az önellátás aránya. Több afrikai országban még a fogyasztás több mint 80 %-át önellátással elégítik ki.

A kötet 4. fejezetének témája a "hogyan működik a gazdaság a jövőben - scenáriók és kilátások". Rövid értékelésben csak a scenáriók legfőbb elemeire és összefüggéseire szeretném felhívni a figyelmet.

Az első trend a dereguláció. A világgazdaságban az újraelosztás mértékének növekedése, a közkiadások hatékonyságának romlása, a közületi szféra kormányzásának anomáliái, az adók és kiadások növelésének korlátai, a túlszabályozás költségei, veszteségei és téves allokációi mind a dereguláció irányába hatottak. A globalizáció és a dereguláció fő folyamatai egymást erősítették. Ehhez járult a globális pénzpiacok kialakulása és megerősödése.

A második scenárió lényege, hogy a telephely-előnyök létrehozásáért és kiaknázásáért folyó verseny egyre intenzívebbé válik. "A folyó minden csónakot felemel" - J. F. Kennedy mondása volt ez a mottó, amely arra épít, hogy a nemzetgazdasági és világgazdasági konjunktúra tartósan kedvezővé tétele mindenkinek javára válna. Ez esetben a nemzetközi szervezetek koordinációs és kooperációs mechanizmusainak kellene nagyobb szerepet kapniuk. A jelenlegi világgazdasági konjunktúrával és dekonjunktúrával kapcsolatos tapasztalatok azt mutatják, hogy a differenciáltság erősödik. Ugyanakkor ez a scenárió a piaccgazdaság szabályozó erejének fel- és elismerésére épít, kiegészítve azt az országon belüli nem-profitorientált szerveződések és a nemzetközi szervezetek ésszerű működéséből fakadó előnyök maximalizálásával. A tapasztalat jelenleg leginkább a "párhuzamos világrend" érvényesülését támasztja alá. A deregulált, instabil világpiac mellett részben jól működő nemzetgazdaságon belüli, lokális, nem-profitorientált szerveződések, NGO-k léteznek. A szegmentáció és fragmentáció nagymértékben érvényesül.

A tartós, fenntartható növekedés kötetbeli elemzői szerint a nemzetközi pénzpiacok globális szabályozása biztosíthat tartós növekedést. A nemzetközi pénzpiacokat a szerzők szerint piackonform módon kellene szabályozni, s a piackonform működés biztosítása messzemenően a reálgazdaság adataira, tényeire, adottságaira épüljön. "A globalizáció felszámolása" c. scenario a világpiacról való visszavonulásra és a nemzetállami szabályozásra építene. Ez növelné a vesztesek számát, a nemzetközi kooperáció csökkenésével járna, a kereskedelemben pedig a protekcionizmus újbóli uralmához vezetne. Ezek alapvetően nem kívánatosak. Az elemzés azt is kimutatta, hogy a regionális, helyi folyamatok politikai-jóléti szempontok szerinti szabályozása iránt erős az igény. A gazdaságpolitika aktív szerepére a munkahely-teremtésben és a környezetvédelmi szempontok érvényesítésében is nagy az igény.

A nemzetközi pénzpiacok reformjával kapcsolatban rendkívül sok szempont és igény merült fel. A könyv ezeket is részletesen bemutatja és emóciómentesen, objektív kritikriumok szerint elemzi.

A reformokat két csoportba osztják:

1. hagyományos reformok,
2. komplementáris reformok.

A konvencionális reformok a meglévő pénzügyi struktúrák működését kívánják átláthatóbbá, ellenőrizhetőbbé, válságokkal szemben ellenállóbbá tenni. A komplementáris reformok a meglévő nemzetközi pénzügyi rendszert új elemekkel és mechanizmussal egészítik ki.

A nemzetközi valutáris és pénzügyi kooperáció fejlesztése igen komplex feladat. A rögzített (fix) valutaárfolyam-rendszerekben kevesebb, de drasztikusabb kiigazításra kerül sor. A rugalmas (flexibilis) árfolyamok esetén a kiigazítás folyamatos, de éves átlagban 25%-os, sőt azt meghaladó árfolyamváltozások lépnek fel, pl. a dollárral és az euróval szemben. A drasztikus árfolyamváltozások ártanak a hosszú távú befektetéseknek, a nemzetközi nagy volumenű infrastruktúra-projektek megvalósításának és az országok polgárainak élet-színvonalát is drasztikusan módosítják, erodálhatják.

A nemzetközi pénzügyek stabilizálásában az elemzés fontos szerepet tulajdonít a Nemzetközi Valutaalapnak, amelynek a válságtól fenyegetett vagy válságban lévő országok pénzügyi rendszereinek stabilizálására kellene helyezni a hangsúlyt. A Világbanknak eredeti céljának megfelelően a felzárkózást segítő hosszú távú struktúraátalakítás és infrastruktúra-fejlesztés finanszírozására kell koncentrálnia.

Az adókikerülés problémájával is foglalkozik a mű. Az adó előli menekülés kiküszöbölésére a tőkejövedelmek nemzetközileg egyeztetett megadóztatását ajánlja, az ún. Tobin-adót. Tobin a spekulációs tőkejövedelmek nemzetközi adóztatását ajánlja, a keletkezés helyén, még kifizetés ill. átutalás előtt, így nem lehetne kibújni alóla.

A mű átfogóan bemutatja a reálgazdaság, a nemzetközi pénzügyi rendszer és a globális környezet egymásra hatását. A nemzetközi pénzpiacok felépítését, működési problémáit, hatásmechanizmusait elemezve rámutat: a jövő nyitott, egyre több cselekvési alternatíva, variánsok kombinációja létezik, rajtunk múlik, merre, milyen úton megyünk előre a nemzetközi intézményrendszerek, köztük a nemzetközi pénzügyi intézmények fejlesztésében.