

A szuverén alapok jogi háttere és nemzetgazdasági szerepvállalása

szuverén alap – pénzpiac – nemzeti vagyon – Magyar Nemzeti Bank

A jövő nemzedékeinek jóléte, valamint az államok és nemzetek jövőképében lényeges helyet elfoglaló stratégiai célok fontos eszközei a *szuverén alapok*. Ezek a jogi és gazdasági szempontból egyaránt rendkívül érdekes intézmények már hosszú ideje működnek, mégis viszonylag kevésbé ismertek, összehasonlítva például a *fedezeti alapok* (*hedge fundok*) sztármenedzsereinek ismertségével. Ez bizonyos szempontból érthető is, hiszen utóbbiak a befektetőik számára mesés vagyonoakat keresnek – de ezt rövid távon teszik, rendkívüli kockázatok felvállalása mellett. Ugyanakkor a jövő generációinak boldogulásához és a hosszú távú célok megvalósításához az előbbiek – vagyis a *szuverén alapok* – járulhatnak hozzá jelentősebb mértékben. E tanulmány szerzője éppen emiatt érzi úgy, hogy tanulmánya – „Pro Futuro” – hozzájárulhat ahhoz, hogy a szuverén alapok alkalmazásának előremutató nemzetközi példáit hazai viszonyok közt is népszerűsítse. Eközben összehasonlító jogi szemléletben kerül sor az intézmény nemzetközi szabályozásának elemzésére, majd annak összevetésére a hazai szabályozási környezettel.

A *szuverén alapok* olyan *befektetési alapok*,¹ amelyeket az államok (vagy az államok jegybankjai) hoznak létre és működtetnek. A szuverén alapok a 2007–2008-as pénzügyi válság idején kerültek először reflektorfénybe azzal, hogy *fehér lovagként*² avatkoztak be és mentették meg az amerikai és európai tőkepiacok néhány emblemikus vállalatát attól, hogy csődbe menjenek. Ezt követően 2016-ban ismét az érdeklődés középpontjába kerültek mint az *állami intézményi alapok* sajátos formái. Napjainkban ugyanis a szuverén alapok jelentős portfólióátrendezésre kényszerülhetnek, amennyiben a kőolaj ára ismét a 30–40 USD közötti árfolyamszintre súlylyedne, és ott tartósan rögzülne is. Ebben az esetben ugyanis akár 404 milliárd USD

* Dr. Kecskés András egyetemi docens, Pécsi Tudományegyetem Állam- és Jogtudományi Kar Gazdasági és Kereskedelmi Jogi Tanszék, kecskes.andras@ajk.pte.hu. A tanulmány a Magyar Tudományos Akadémia Bolyai János Kutatási Ösztöndíjának támogatásával készült.

¹ A *befektetési alapok* olyan intézményi befektetők, melyek magán- és intézményi befektetők megtakarításait portfólióelven megosztva kezelik. Az alapkezelő által meghatározott befektetési politika ellenőrzését a független letétkezelő végzi azzal, hogy felügyeli, hogy a befektetés a meghatározott eszközosztályban és azon belül is kibocsátói limitek betartásával történjen.

² *Fehér lovagnak* nevezik a felvásárlások során a baráti kezét nyújtó felvásárló társaságot. Ezzel az ellenséges felvásárló (fekete lovag) által indított tranzakciót hiúsítja meg. Hatására többnyire a társaság vezetése is a helyén marad.

tőkét is kivonhatnak a globális részvénytőzsiacokról az állami alapok befektetői.³ Ennek az oka, hogy az alapok felett tulajdonosi jogokat gyakorló államok költségvetéseinek szüksége lehet ezekre a forrásokra, az alacsony kőolajár miatt kieső bevételek pótlása érdekében. Másrészt a *szuverén alapok* piaci helyzetét⁴ jelentősen átalakíthatja, ha *Szaúd-Arábia* – a várakozásokkal összhangban – *2017-ben létrehozza a legnagyobb (kétezer milliárd USD volumenű) alapját*.⁵ Sőt ezzel a tranzakcióval a globális – harmincezer milliárd USD volumenű – tőkepiacon is közel 20%-os arányban szereznének részesedést a *szuverén alapok*.

A témakör *Magyarországon* is különösen aktuális kérdéseket vethet fel, amennyiben figyelembe vesszük, hogy az utóbbi két évben a *Magyar Nemzeti Bank (MNB)* monetáris politikájának eredményeképp⁶ *jelentős pénzügyi tartalék képződött*, melynek lehetséges (és eredményes), de eddig még Magyarországon nem alkalmazott *felhasználási módja lehetne egy* – a jegybank által kezelt – *szuverén alap létrehozása*.

A jogi szabályozási háttér kérdései a befektetési alapok esetén is meghatározók. Ugyanakkor a *szuverén alapok* kezelésének és működtetésének területén a jogi szabályozás jelentősége amiatt nyer az előzőnél is nagyobb hangsúlyt, mert az általában kezelt források közpénzből származnak, és felettük az állam közvetett irányítási jogokat gyakorol, mégpedig a közjogi szervek (Kormány, Országgyűlés) számára a jegybanktvörvény által keletkeztetett irányítási jogokon keresztül.

Magyarországon a jegybank, az állam és a kormányzat kapcsolata tekintetében nehéz megfelelő elhatárolásokat tenni pusztán jogszabályi rendelkezésekre támaszkodva. Ugyanis a jogszabályok alapján csak közvetve, ezt csak logikai összefűzésük után lehet egyáltalán megkísérelni. Eltérő logikai láncolat esetében így akár lényegesen eltérő eredményt jelentő állaspontra is lehet jutni. A továbbiakban kísérletet teszünk azon jogszabályok értelmezésére, melyek nem a *szuverén alapok* szabályozására jöttek létre, de azokra hatást gyakorolnak. *Tulajdonképpen szabályozás hiányában keressük a jelenlegi jogszabályok adta keretrendszer egy szuverén alap számára*. A részvénytársasági formában működő Magyar Nemzeti Bank (MNB) felett a 2013. évi CXXXIX. törvény 5. § (1) bekezdése alapján az állam mint részvénytulajdonos gyakorolja a tulajdonosi jogokat. A 2013. évi CXXXIX. törvény 1. §

³ http://www.portfolio.hu/finanszirozasi/bajban_az_olajnagyhatalmak_repul_a_csaladi_ezust.227586.html (2016. 05. 11.).

⁴ A 2016. februári adatok (IWGSF-adat) alapján 7,088 ezer milliárd USA-dollárt kezeltek a *szuverén alapok*. Lásd <http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/> (2016. 05. 12.).

⁵ <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-04-01/saudi-arabia-plans-2-trillion-megafund-to-dwarf-all-its-rivals> (2016. 05. 12.).

⁶ Az MNB 2013. évi eredménye 26,3 milliárd forint nyereség volt, míg a devizaárfolyam-változásból származó eredménye 200,3 milliárd forint volt ugyanebben az évben. Az MNB 2014. évi eredménye már 27,4 milliárd HUF nyereség volt, a devizaárfolyam-változásból származó eredmény ekkor 511 milliárd forint összeget ért el. 2015-ben az MNB eredménye 95 milliárd forint volt, ebből 50 milliárd forint osztalék formájában a költségvetésbe befizetésre kerül. Az osztalékfizetést követően 2016-ra az MNB eredménytartaléka így 108 milliárd forintra csökkent. A fentiek alapján látható, hogy 2013–14-ben összesen 53,7 milliárd forint nettó nyeresége volt a jegybanknak, a devizaárfolyam-változásból származó eredmény pedig összesen 711,3 milliárd forint összegű volt ugyanezen időszakban. Az MNB döntése alapján ez utóbbi eredmény terhére, de az eredménytartalékkal szemben elszámolva került a 260 milliárd forint az alapítványokba.

(2) bekezdése kimondja, hogy a Kormány és más szervezetek nem befolyásolják a Magyar Nemzeti Bankot (MNB) tevékenysége során. A tulajdonosi jogok gyakorlásakor az államot az államháztartásért felelős miniszter képviseli, aki kormánytag. Ezért a Kormány – közvetetten – meghatározó befolyást gyakorol a Magyar Nemzeti Bank (MNB) felett, viszont az egyes jegybanki szervek tagjait a Kormány közvetlenül nem utasíthatja. A részvényes képviselőjében ugyanis fontos döntések szülehetnek a 2013. évi CXXXIX. törvény 6. § (1) bekezdése alapján a létesítő okiratról és annak módosításáról, illetve egyéb lényeges kérdésekről. Emellett a Magyar Nemzeti Bank (MNB) elnökének személyére a miniszterelnök tesz javaslatot, a 2013. évi CXXXIX. törvény 10. § (1) bekezdése szerint. A Magyar Nemzeti Bank elnöke szóbeli és írásbeli beszámolási kötelezettséggel tartozik az Országgyűlésnek a 2013. évi CXXXIX. törvény 2. §-a, valamint 131. § (1)–(2) bekezdése értelmében. A 2013. évi CXXXIX. törvény 9. § (4) bekezdés c) pontja pedig a monetáris tanács tagjai egy részének megválasztását az Országgyűlés hatáskörébe utalja.

Mivel a szuverén alapok működésük során a jegybank irányítása alatt, annak egyes stratégiai céljait valósítják meg, így a fentiek alapján világosan látható, hogy az állami és a kormányzati szféra a szuverén alapok felett is gyakorol befolyást, mely azonban a jogszabályok értelmében inkább tulajdonosi, mintsem irányítási jogokra terjed ki.

A jogszabályi háttér közjogi vetületei, a gazdasági hatékonyság tőkepiaci jogi alapjai, valamint a menedzsment társasági jogi kötődése, a jogi kérdésfelvetések és megoldások nemzetközi viszonylatban is széles palettáját tárja az olvasó elé, s e tanulmány csupán ezek egy részének megválaszolására vállalkozhat, előrebocsátva, hogy a jövőben számos újabb kérdés merülhet fel az állami/kormányzati – tehát szuverén – alapkezelési tevékenységgel kapcsolatban.

A legérdekesebb magyar jogi kérdésfelvetés éppen azzal áll összefüggésben, hogy a szuverén alapok működéséről, ellentétben több más ország jogi szabályozásával, külön jogszabály nem rendelkezik. Emiatt a jövőben potenciálisan alapítható magyar szuverén alap(ok) csak a vonatkozó gazdasági közjogi és az alapkezelésre vonatkozó tőkepiaci jogi szabályok határmezsgyéjén lavírozhatnak, de semmilyen konkrét jogszabályi rendelkezés nem specifikálja sajátos jogi státuszukat és nem alkot többletkövetelményeket működésükre nézve.

A fentiekén túlmenően annak megválaszolására is kísérletet teszünk, hogy a szuverén alapok állami tulajdonosi szempontjai hogyan és milyen mértékben egyeztethetők össze az intézményi befektetői szerepkörrel? Lényeges kérdés az is, hogy az egyes eltérő nemzetállami érdekek – mind befektetői és célországai vonatkozásban – milyen szabályozási megoldásokkal hangolhatók össze?

1. A szuverén alapok meghatározása

A szuverén alapok fogalmi meghatározásakor érdemes előzetesen definiálni, hogy mennyiben élveznek szuverenitást a szó hagyományos értelmében és mennyiben tekinthetők befektetési alapoknak a tradicionális befektetési alap-fogalom tekintetében.

1.1. Mennyiben mutatnak szuverén vonásokat a szuverén alapok?

A szuverenitás legkiterjedtebb jelentése szerint olyan állapotra utal, melynek alanya nincs alávetve más személy vagy csoport hatalmának. *Jean Bodin* francia jogtudós, a szuverenitás tanának kimunkálójá úgy tartotta, hogy *a szuverenitás nem más, mint a fejedelem által gyakorolt teljhatalom*.⁷ *Thomas Hobbes* angol filozófus is hasonlóképp vélekedett a szuverénról, az ő megfogalmazása szerint „[a]z egy és oszthatatlan szuverenitás megtestesítője az államfő”.⁸ *John Austin*, a 19. századi angol jogfilozófus a szuverén fogalmát olyan személyként vagy csoportként (testületként) definiálta, amely a „társadalom túlnyomó többségének engedelmisségét élvezti”, valamint „nem tartozik engedelmisséggel más evilági hatalomnak”.⁹ Figyelemre méltó *Carl Menger*¹⁰ nézete a szuverenitásról, amely szerint *szuverén az, aki szükség esetén a jogszabályokkal szemben is képes érvényesíteni az akaratát*. E nézőpont már előrevetíti az állami szuverenitás-tanának a meghaladását, amelynek egyik iránya *Hugo Krabbe* jogszuverenitás tanában csúcsonyosodott ki. *Krabbe* szerint a szuverenitás *személytelen hatalom*, amely a jogszabályokban rejlik. Ez tehát azt jelenti, hogy a szuverenitás nem az egyes személyek akaratán nyugszik, hanem „az emberek lelkierején megnyilvánuló jogtudaton”,¹¹ emiatt a jogot tekinti a legfőbb szuverénnek. Végezetül fontosnak tartjuk felidézni *Visegrády Antal* professzor álláspontját a szuverenitás lényegéről, amely szerint a szuverenitás „az államhatalom nélkülözhetetlen ismérve, annak politikai és jogi kifejeződése”.¹²

Ennek értelmében a szuverén alap – elnevezésével ellentétben – mégsem szuverén a szó állambölcseleti értelmében, de tény, hogy a tulajdonosi jogokat és az irányítási és ellenőrzési jogok egy részét a szuverén államot képviselő kormányzati szervek – Magyarországon akár az Országgyűlés – gyakorolják felette. *A szupranacionális szervezetek viszonylatában értelmezhető állami szuverenitási korlátok persze ebben az esetben jelentős tényezővé válnak* (például az európai uniós tagságból fakadó jogharmonizációs kötelezettség), hiszen a befektetési alapok jogi szabályozási hátterének a szupranacionális jog képezi az alapját. Ilyennek tekinthető az *EU Alternative Investment Fund Management direktívája*, amely az *alternatív befektetési alapok kezelésének európai szabályait* fekteti le. E szabályokhoz képest a nemzeti (tagállami jogok) nem állapíthatnak meg enyhébb kritériumokat (például a tőkekövetelmények tekintetében), így a szuverén alapokra vonatkozó szabályok megállapításakor az állam sem a klasszikus értelemben vett szuverenitás legkiterjedtebb keretei között alkot jogszabályt. Ebből adódóan úgy véljük, hogy a *szuverén alap kifejezés* használata nem a legpontosabb, bizonyos országok tekintetében *szerencsésebb lenne állami alapoknak* nevezni azokat.

⁷ VISEGRÁDY Antal: *A jog- és állambölcselet alapjai*. Dialóg Campus, Budapest–Pécs, 2001, 229–232.

⁸ VISEGRÁDY: i. m., 229–232.

⁹ Bix, Brian: John Austin. In: *Stanford Encyclopedia of Philosophy*. Stanford University, 2006. Elérhető: <http://plato.stanford.edu/>.

¹⁰ Carl Menger (1840–1921) közgazdász, az osztrák közgazdasági iskola egyik alapítója.

¹¹ VISEGRÁDY: i. m., 229–232.

¹² VISEGRÁDY: i. m., 232.

Mégsem meglepő az elnevezés. Nem szabad ugyanis elfelejteni, hogy a *szuverén alap kifejezést*¹³ *eredetileg az Egyesült Államokban* kezdték alkalmazni, mely *föderatív államként* nincs olyan mértékben kitéve a szupranacionális szervezetek által diktált jogi szabályozási trendeknek, mint például az Európai Unió tagállamai.

A szuverenitás ezért a befektetési alapok viszonylatában semmiképpen sem jelentheti, hogy a szuverén alapok más alapoknál kiterjedtebb mozgásteret, kedvezőbb szabályozási környezetet vagy állami többletgaranciákat élvezhetnének. Ez teljesen ellentétes lenne a szabadpiac koncepciójával. Sokkal inkább arról van szó, hogy *ezek az alapok a szuverén (elsősorban az állam) gazdasági céljainak előmozdítói.*

E tanulmány a továbbiakban a szuverén alapok működése tekintetében a szuverenitást e fent vázolt keretek között értelmezi. A szuverén alapokat a továbbiakban az alábbi szerint határozzuk meg: szuverén az alap (például az állam) célja, ha a társadalom (túlnyomó) többsége vagy egésze számára hosszabb (stratégiai távlatban) elérhetőek azok a gazdasági előnyök, amelyek költségvetési vagy gazdaságpolitikája révén előálltak. Szuverén az alap abban a tekintetben, ha az így keletkezett forrásokat mint piaci feltételek mellett működtetett (tehát szuverenitást nem élvező) befektetési alap kezeli, és hasznait a szuverén működtető stratégiai céljai szerint juttatja vissza a társadalomnak.

1.2. Mennyiben mutat befektetési alap jelleget a szuverén alap?

A *befektetési alap* egy olyan *pénzügyi eszköz*, befektetési forma, mely a *csoporthoz befektetési előnyeit kihasználva tőkét von be* nyilvános vagy zárt körben. Azzal, hogy a befektetők *professzionális vagyionkezelőre bizzák* a megtakarításaikat, gyakorlatilag *szakértelmet vásárolnak*. Ennek a szakértelemnek valós ára is létezik, ez pedig a vagyionkezelési díj. Ezt a díjat az alap kezelője a kezelt vagyionra és éves időszakra vetítve határozza meg.

Az alapkezelő az *aktívan kezelt alapok* portfólióját sűrűbben cseréli ugyanazon időszak alatt, mint egy *passzívan kezelt alap* esetében ez történik. A *passzív alapok* jellemzően egy tőzsdeindex vagy más összetett pénzügyi mutató összetételét követik le, azaz ezt a portfóliót másolják le, és csak a portfólió változásai szerint változtatnak az alapok portfólióján is.

A csoportosan kezelt vagyion a *méretgazdaságosság* és a *portfólió diverzifikáció* előnyeit is felhasználja a befektetések forgatása során. Így az alapok tulajdonosai nemcsak szélesebb körben, de kisebb megtakarításokkal nehezen (vagy egyáltalán nem) elérhető pénzügyi eszközökbe is fektethetnek alacsonyabb kockázat mellett.

A befektetési alap vagyion azonban a portfóliókezelési és bizományosi megbízásoktól eltérően elkülönül nemcsak mérleg, de jogalanyi szinten is az alapkezelő mint vagyion kezelésével megbízott személy vagyionától. Ebben a tekintetben a bizalmi vagyionkezelés egyes sajátosságait is visszatükrözi a befektetési alapok működése. Egy önálló jogalany, a letétkezelő végzi a befektetési tevékenységek ellenőrzését. Az ellenőrzés során vétőjoggal élhet, ha az adott befektetési megbízás nem felel

¹³ Részletesen lásd az 1.3. alfejezet első bekezdését.

meg a befektetési alap befektetési politikájában meghatározottaknak. Az alapok jelentős részénél az adminisztratív és marketingfeladatokat is harmadik személy végzi. Azzal, hogy a vagyon elkülönítése de facto is megtörténik, a befektetők jelentős garanciát kapnak a vagyonuk megőrzésére. Így a befektetők pénze biztonságban van, de ez *nem egy hozam vagy tőkegarancia*-intézmény, mert az *alpok hozama a befektetési politikától függően változhat akár pozitív, akár negatív irányban. A hozamok könnyebb áttekintését az évesített hozamszámítás és nettó eszközérték*¹⁴ intézménye segíti.

A befektetési alap tehát *alkalmas egy meghatározott vagyon elkülönített, profeszszionális kezelését biztosítani* megfelelő intézményi garanciát biztosítva ezzel a vagyon eredeti tulajdonosának. Ebből a szempontból tekinthető a *szuverén alap is befektetési alapnak*. A kezelői jogok ebben az esetben átadásra kerülnek az alapkezelő számára a befektetési politika mentén, de a *tulajdonosi jogok a bizalmi vagyongazdálkodásnál szűkebb módon értelmezhetők* a vagyongazdálkodó vonatkozásában, mert *csak és kizárólag az adott befektetési politika által meghatározott eszközosztályok keretében gyakorolhatja* az alapkezelő az átruházott tulajdonosi jogokat. Ebben a viszonylatban inkább a *bizalmi vagyongazdálkodáshoz hasonlít a szuverén alap működése*, mert a szuverén alap is egy általa meghatározott kedvezményezett kör számára (pl. a későbbi generációk számára) választja az alapkezelési formát és nem a – rövid vagy középtávon érvényesülő – saját céljainak a megvalósításához, ahogy azt egy befektetési alap tulajdonosa teszi.

Egy *fontos különbségre* külön is érdemes felhívni a figyelmet. Ez pedig a *befektetési alapok passzív jellege*. Míg az állam a szuverén alapok kezelése során a tulajdonosi jogait folyamatosan és aktívan gyakorolja, azaz aktív tulajdonos, addig a befektetési jegy-tulajdonosok még a képviselői és szavazati jogaikkal sem élhetnek, hiszen a befektetési jegyeik ilyen jogokat nem testesítenek meg. A befektetési jegy tulajdonosa, amennyiben nem elégedett az alapkezelő teljesítményével, akkor csak a „lábával szavazhat”, azaz kiléphet az alapról, eladhatja befektetési jegyeit. Emiatt a befektetési alapként való működés csak abban a kizárólagos esetben kínálhat a szuverén alapok számára alkalmas jogi formát, ha az alapkezelő az állam 100%-os (kizárólagos) tulajdonában áll. Emiatt fontos, ahogy a nemzetközi gyakorlat visszaigazolja, hogy a szuverén alapok külön jogszabály alapján működjenek. Amennyiben ugyanis csak a befektetési alapokra vonatkozó jogszabályok alapján létesülnének és működnének, akkor az állam mint tulajdonos mozgástere jelentősen szűkülne (például a befektetési korlátok és a közzétételi kötelezettségek miatt). Ebben a vonatkozásban érhető tetten a *szuverén alapok legszuverénabb vonása*: ha az általános szabályok szerint nem is, de a szuverén (tehát az állam) által alkotott speciális jogszabállyal előnyösebb szabályok szerint működhetnek.

¹⁴ A *nettó eszközérték* megmutatja egy portfólió összes követeléseinek és kötelezettségeinek egy adott időpontra eső különbségét. Ez a nettó eszközérték egyegységnyi befektetésre, egy befektetési jegyre vetítve is meghatározható, ha a portfólió nettó eszközértékét elosztjuk a befektetési jegyek számával.

1.3. A szuverén alap fogalma

A szuverén alapok elnevezést első alkalommal¹⁵ Andrew Rozanov¹⁶ befektetési bankár használta, és azokat az *állami alapokat* jelölte vele, melyek a költségvetési többletek „melléktermékeiként” jönnek létre, a kedvező makrogazdasági, kereskedelmi és fiskális egyenlegnek köszönhetően, melyek hosszú távú tervezés és költségvetési megszorítások eredményeképp alakultak ki.

Az önszabályozási mechanizmusok területén meghatározó jelentőségű *International Working Group of Sovereign Funds (IWGSF)*¹⁷ munkacsoport ennél egyszerűbben fogalmaz. Álláspontjuk szerint a szuverén alap egy olyan *speciális befektetési alap*, amely felett egy állam kormánya rendelkezik. Az adott állam kormánya az alapot makrogazdasági¹⁸ célokra hozza létre. A szuverén alap pénzügyi céljai teljesítése érdekében állami eszköz- és vagyonkezelést folytat és olyan pénzügyi stratégiákat valósít meg, melyek része a külföldi pénzügyi eszközökbe történő befektetés is.

A fenti nézőpontkülönbség alapján szükségesnek véljük *saját definíciónk* megalkotását, hogy a továbbiakban egységes fogalmi keretek között vizsgálhassuk a szuverén alapok működését. Álláspontunk szerint a szuverén alap a) átmeneti időszakban és korlátozott mértékben rendelkezésre álló állami forrásokat kezelő,¹⁹ b) hosszú távú nemzetgazdasági célokot megvalósító; c) saját vagyonkezelő szervezetet vagy független vagyonkezelőt alkalmazó; d) nagyobb részben az adott nemzetgazdaságon kívül pénzügyi eszközökbe fektető; e) önálló jogi személyiséggel rendelkező vagy az adott állam pénzügyminisztériumának vagy jegybankjának közvetlenül vagy közvetve alárendelt jogalany.

A továbbiakban tehát a fenti definíció alapján vesszük sorra a szuverén alapok által kezelt forrásokat, az általuk megvalósítani kívánt makrogazdasági célokat, e célok megvalósításának jogi és szervezeti formáit, valamint a megvalósítást biztosító vagyonkezelési és vagyonallokációs stratégiákat.

¹⁵ ROZANOV, Andrew: Who Holds the Wealth of Nations? *Central Banking Journal*, 2005/5. Lásd még https://web.archive.org/web/20080529122341/http://www.ssga.com/library/esps/Who_Holds_Wealth_of_Nations_Andrew_Rozanov_8.15.05REVCCRI1145995576.pdf, 1. (2016. 05. 12.).

¹⁶ Andrew Rozanov befektetési bankár. Többek között a Union Bank of Switzerlandnél (UBS), a State Street Advisorsnál dolgozott és intézményi befektető ügyfelekkel foglalkozott. Jelenleg a Permal Advisory Groupnál dolgozik ügyvezető igazgatóként, és intézményi befektető ügyfeleknek hosszú távú portfólióépítéshez, kockázatkezeléshez, alternatív befektetésekhez és kis valószínűséggel bekövetkező, de nagy veszteséget okozó pénzügyi kockázatok (tail-risk) kezelésére ad tanácsokat.

¹⁷ A szuverén alapok nemzetközi munkacsoportja (International Working Group of Sovereign Funds – IWGSF) 2009-ben alakult, a Santiago Elveket elfogadják. A globális hálózat célja az együttműködés erősítése és a legjobb gyakorlatok és vállalatirányítási példák megosztása. Lásd <http://www.ifswf.org/> (2016. 05. 11.).

¹⁸ A makrogazdaság egy nemzetgazdasági vagy ennél magasabb szintű gazdasági egység, ahol az egyes vállalkozások, magánszemélyek, önkormányzatok és az adott állam mint gazdasági szereplők teljesítménye aggregát, azaz összesített módon jelenik meg. Ennek következményeként az egyes szereplők teljesítménye és működése erősítheti, de ki is olthatja egymást. A mikrogazdasági szint az egyes – önálló – gazdasági egységek szintje.

¹⁹ Példaként említhető a nyersanyagforrások bevétele azon időszakból, amikor az adott nyersanyag hosszú évtizedekre jellemző átlagára fölé emelkedik, egyes iparágak felfutásából származó átlag feletti exportárbevételből származó devizataralék felhalmozódása vagy az állami vagyon hasznosításából származó egyéb egyéni bevételek (privatizáció, koncesszióba adás).

2. A szuverén alapok történeti áttekintése

A szuverén alapok első formái a mai fogalomhasználatunk²⁰ szerint az 1950-es években jöttek létre. A *Közel-Keleten 1953-ban* alakult meg Kuvaitban a Kuwait Investment Authority (KIA), mert az olajértékesítésből származó állami bevételek ez idő szerint már forradalmi növekedést értek el. Emiatt az olajbevételek hosszú távú (stratégiai) felhasználására alakítottak ki olyan jogi megoldást, melynek alapján egy vagyonkezelő szervezet (a KIA) kezeli a *kuvaiti szuverén alapokat* – a *Kuwait General Reserve Fundot* (GRF)²¹ és a *Kuwait Future Generation Fundot* (FGF).²² Ez utóbbi alapba folyik be Kuvait éves olajbevételének 10%-a.²³ 2016 februárjában összesen 593 milliárd USA-dollárt tett ki a két alap összesített tőkéje. Az alapok nemzetgazdasági súlyát jelzi, hogy az igazgatótanács elnöke a pénzügyminiszter, tagja az olajügyi miniszter, a jegybank elnöke, a pénzügyminisztérium államtitkára és további öt független szakértő.²⁴ Közülük hárman kizárólagos tevékenységként végzik munkájukat.

1956-ban egy kis csendes-óceáni szigetállamban – Kiribatiban – alakult a világ második szuverén alapja, a *Kiribati Revenue Equalisation Fund*.²⁵ Az alap azzal a céllal jött létre, hogy a guanóbányászat jövedelméből a későbbi nemzedékek is részesülhessenek. A cél megvalósult, hiszen bár a foszfát előállítására használt guanó bányászata mára rég megszűnt, az alap vagyona mégis 400 millió USD-re nőtt, melynek 10%-os hozama 2008-ban a GDP közel 16,5 százalékával²⁶ növelte a sziget költségvetését.

A szuverén alapok létesítésének *következő hulláma az 1970–80-as években a két nagy olajválság*²⁷ hatására következett be. 1973 és 1978 között az egyes olajexportáló államok olajbevételei a közel ötszörösére nőtt olajárak hatására jelentősen megugrottak. Az olajárrobbanás hatását azonban a piac nem ítélte fenntarthatónak,

²⁰ A Texas Permanent School Fund volt az első hasonló alap, melyet 1854-ben hoztak létre 2 millió USD alaptőkével. 2016-ra az alap által kezelt tőke elérte a 34,5 milliárd USD-t. Azonban mivel Texas államának olajbevételeiből építkezik az alap, nem tekinthető szuverén állam alapjának, hiszen Texas az Egyesült Államok tagállama.

²¹ Az állami olajbevételek ebbe az alapba (GRF) folynak be. Ebből az alapból került át az 1976-ban a később létrehozott alapba (FGF) a vagyon 50%-a, és évente az olajbevételek 10%-a is az alapon keresztül kerül át a másik (FGF) alapba. Évente az éves költségvetés dönt az alapból történő eszköz kivonásról.

²² Az 1976-ban létrehozott alap (FGF) célja a külföldi eszközök kezelése.

²³ Lásd <http://www.kia.gov.kw/en/ABOUTKIA/Pages/GRF.aspx> (2016. 05. 14.).

²⁴ Az 1982. évi 42. törvény 3. cikkelye alapján az öt független tagból három nem viselhet más állami hivatali, és mindegyik tagot 4 évre nevezik az Emír rendeletével (Amiri Decree).

²⁵ <http://www.economist.com/node/10533428> (2016. 05. 14.).

²⁶ <http://www.economist.com/node/10533428> (2016. 05. 14.).

²⁷ Az első nagy olajválság 1973 októberében kezdődött az OPEC embargójával, amelynek hatására a nyersolaj ára 3 USD-ről 12 USD-re nőtt az embargó végére, 1974 márciusára. Az embargó oka az 1973-as jom kippuri háború volt. A háborúban ugyanis, miután Egyiptom és Szíria légitámadást indított Izrael ellen, az Egyesült Államok hat napon belül elkezdte fegyverekkel támogatni Izraelt. Ez volt az az esemény, amire az OPEC az embargóval reagált. Az 1979-es vagy második nagy olajválság az iráni forradalom kitörése miatt alakult ki. A világ nyersolaj-kitermelése az iráni forradalom miatt mindössze négy százalékkal csökkent, de a nyersolaj ára egy év alatt közel megduplázódott, elérve a 39,5 USD csúcst, majd ezt követően egy közel húszéves árfolyamesés következett be a nyersanyag árában.

hiszen a növekedés a valóságban az OPEC²⁸ összehangolt megállapodásainak volt köszönhető. Amíg a 2000-es évek elején a nyersanyagárak szárnyalása adott impulzust a szuverén alapok létrejöttének, addig *2009-et* követően a *pénzügyi válság adott újra dinamizmust* a nem nyersanyagokra alapozott, de éppen a válságok hatáseit csökkenteni képes alapok számának növekedéséhez.

3. A szuverén alapok tőkéjének forrásai

A szuverén alapok tőkéjének lehetséges forrásait alapvetően négy egymástól jól elkülöníthető kategóriába sorolhatjuk

a) A szuverén alapok forrásainak számbavételekor első helyen állhatnak a feltárt nyersanyagok kitermelése által biztosított hasznok. Az olajkitermelő államok olajbevételei mellett a színesfém és a gyémánt kiemelkedő szerepet tölt be napjainkban, ezek a példák azonban korántsem tekinthetők kizárólagosnak. Érdekes visszásság, hogy hosszú távon a nyersanyag alapú növekedés gazdasági recessziót eredményezhet, melyet jól illusztrál a *holland betegséggént*²⁹ ismert kedvezőtlen hatásmechanizmus, melyet alább részletesen ismertetünk. Emiatt fontos, hogy a nyersanyag-kitermelés és értékesítés/ felhasználás útján keletkező költségvetési többlettel megfelelően – például szuverén alapok közbeiktatása útján – gazdálkodjon az állam.

Lényeges felhívni a figyelmet arra, hogy az *innováció szerepe* – bár nem természeti, hanem humán erőforrás gyümölcse – *ugyanolyan fontos napjainkban*, mint a föld méhének kincsei. Az Egyesült Államok Kalifornia és Seattle tagállamainak innovációs központjai, az innovatív alapokon újraépülő izraeli gazdaság, illetve a dél-koreai számítástechnikai innováció nemzetgazdasági súlya egytől egyig alátámasztja az innovatív ágazatok előretörésének nemzetgazdasági szinten is leképeződő előnyeit.

b) *A jelentős devizatartalékok*, melyek a külkereskedelem tartós pozitív mérlegének hatására ugrásszerűen megnövekedhetnek, ragyogó lehetőséget kínálnak egy stratégiai célt szolgáló szuverén alap indulótőkéjének biztosításához. Például a Magyar Nemzeti Bank (MNB) 2012 és 2015 között folytatott devizagazdálkodási politikája miatt a korábban allokált jegybanki devizatartalékok HUF-ban felértékelődtek, amely a Magyar Nemzeti Bank (MNB) mérlegében árfolyamnyereség formájában jelentkezett.

Az így keletkezett többlet felhasználására *több lehetőség* is kínálkozik. Ezek egyike *lehetne egy (vagy több) magyarországi szuverén alap* létrehozása és működtetése. Megalapozottan beszélhetünk több alapról, mert a szuverén alapok kezelése te-

²⁸ Az Olajexportőrök Nemzetközi Szervezete (*Organization of the Petroleum Exporting Countries – OPEC*). A kormányközi szervezet 1960. szeptember 10. és 14. között öt ország (Irán, Irak, Kuvait, Szaúd-Arábia és Venezuela) részvételével jött létre azzal a céllal, hogy koordinálja és egyesítse a tagországok olajpolitikáját. Jelenleg tizenhárom tagja van a bécsi székhelyű szervezetnek. A későbbiekben az alapító tagokhoz csatlakozott Algéria, Angola, Ecuador, Indonézia, Líbia, Nigéria, Katar és az Egyesült Arab Emírségek. A világ kőolajkészleteinek több mint felét ellenőrzése alatt tartja a szervezet, de a kitermelés viszonylatában ez az arány nem éri el az ötven százalékot.

²⁹ A fogalmat az *Economist* brit gazdasági folyóirat vezette be 1977-ben, és a közgazdasági modellt V. Max Corden és J. Peter Neary közgazdászok 1982-ben dolgozták ki.

rületén már nagyobb gyakorlattal rendelkező országok jellemzően belföldi és külpiacokon kereskedő – tehát legalább két – elkülönített befektetési alapot hoznak létre.

A nemzetközi tapasztalatok alapján az országok jelentős része nemcsak a devizatartalékok felértékelődéséből fakadó hasznot, de magát a devizatartalékot is szuverén alapok közbeiktatásával kezeli, mert a devizatartalékot – mint biztonsági tartalékot – nem felhasználja, hanem felhalmozni törekszik, néhány lényeges kivétel mellett, hiszen az erős valutával rendelkező országoknak (például Svájc) a devizatartalék felhalmozása egyidejűleg deficit növekedését is jelenti. Szemléletmódbeli változásnak vagyunk tanúi, hiszen *korábban a jegybankok a devizatartalékra csak mint pénzeszközre (likvid eszközre) tekintettek*, napjainkban azonban már mint befektetési eszközt veszik tekintetbe azokat, miáltal szerepük egyre inkább felértékelődik.³⁰

c) *A költségvetés forrásai különösen a pozitív szaldós zárszámadással végződött években lehetnek szuverén alapok forrásai.* Ezek azonban a rövid, középtávú politikai ciklusok miatt csak ritkán és rövid ideig állnak rendelkezésre.

Kínában az utóbbi tíz évben a reálgazdasági fejlődés és a jelentősen exportorientált gazdasági modell nagy külkereskedelmi mérlegpozitívumot eredményezett, ami a gyakorlatban költségvetési többletben manifesztálódott. Kínában ebből a növekedésből több szuverén alap sarjadt ki, melyek akkor is hasznot hajthatnak társadalmi szinten, ha az ország az elmúlt évtized gyakorlatától eltérően belső piaci alapokra helyezi a gazdasági súlypontjait.

Látszólag azonban a kínai alapkezelők számára kevésbé fontosak az elhatárolási szempontok, és több olyan hibrid – csak elemeiben szuverén – alapot is működtetnek, melyek kizárólag a belső piac fejlesztését célozzák, és ezen belül is egyes ágazatok és régiók fejlesztéséért szavatolnak.

Kínában a 2008 és 2016 között felhalmozott rossz hitelkonstrukciók problémájának megoldása érdekében is alternatívát jelent a regionális bankokban szerzett állami tulajdonrészek további növelése.

Markáns ellenpélda ugyanakkor az *Egyesült Államok gyakorlata 2010-et követően*, hiszen a Barack Obama elnök nevéhez köthető *bankmentő jogszabálycsomag*, az úgynevezett *Troubled Assets Relief Program (TARP)* által kivitelezett tőkeemelés nem szuverén alapok, hanem közvetlen állami tulajdonszerzés útján valósult meg. Ennek oka a demonstratív politikai célokban keresendő, mellyel a kormányzat a választói igényeket kívánta kiszolgálni azzal, hogy az államnak kiterjedtebb felügyeleti szerepkört biztosított a 2007–2009-es pénzügyi válságban érintett „rossz bankok” működését érintően.

Ezek után még a legenyhébb kifejezéssel élve is ironikus végkifejlet, hogy a kommunista Kína befektetési alapok útján, míg a pénzpiaci kapitalizmus hazája, az Egyesült Államok közvetlen állami tulajdonlás útján kívánta kézben tartani pénzügyi ágazatának egy részét.

³⁰ A Norvég Szuverén Alap esetében ezt az elvet jól tükrözi a legnagyobb elérhető hozam elsődleges célként való kitűzése. Lásd BACKER, Larry Catá: Sovereign Investing and Markets Based Transnational Rule of Law Building: The Norwegian Sovereign Fund in Global Markets. *American University International Law Review*, 2013/1, 30.

d) Az állam tulajdonában álló részvény (és más értékpapír)-portfóliók átrendezése és szuverén alapkezelés útján történő hasznosítása szintén hozzájárulhat a szuverén alapok forrásainak bővüléséhez. Az ilyen eszközök közvetlen (például apport útján) vagy közvetett úton történő (privatizációs folyamatból vagy koncessziós szerződésből származó bevétel) átadása és hasznosítása hosszabb távon engedi érvényesülni a többletforrások nyújtotta előnyöket.

A szuverén alap ugyanis *nemcsak rövid lejáratú eszközökbe* fektetve tudja diverzifikálni tőkéjét, hanem *hosszú lejáratú tulajdonosi jogokat megtestesítő (equity) típusú eszközökbe* is. Ezzel a hozamlehetőségek köre is radikálisan bővülhet, ami azért előnyös, mert a kockázatok kerülése útján kezelt pénzügyi eszközök hozama³¹ nem minden esetben biztosít az inflációt meghaladó hozamot, miáltal a pénzügyi eszköztartalék értéke erodálódhat. Ilyen esetben a szuverén alap közbeiktatásának másik *fontos előnye a diverzifikáció*³² lehetősége, ugyanis ezzel nemcsak a nyilvános részvények, de a zártkörű kibocsátók értékpapírai³³ is elérhetővé válnak. Ezt a potenciális befektetési palettát *tovább színesíthetik az alternatív befektetések* is, mint például a nem saját kitermelésű, hanem a világpiacon vásárolt nyersanyagok, devizák, vagy az ilyen portfóliókon fennálló vagyoni jogok.³⁴

4. A szuverén alapok jogi státusza

A szuverén alapok jogi helyzete a jegybankkal és az illetékes minisztériummal/minisztériumokkal való kapcsolatból vezethető le. A valutatartalékokat kezelő jegybank szerepe és az illetékes minisztérium (például gazdasági vagy pénzügyminisztérium) szerepvállalása a szuverén alapok működtetésében lehet önálló, illetve együttes szerepvállalás, de az is előfordulhat, hogy a szuverén alap egyik szervtől sem függ és egyiknek sincs alárendelve. E konstelláció a szuverén alapok számára *három működési modellnek* ad kereteket.

a) A *legnagyobb önállóságot biztosító forma* az elkülönült jogi személyiséggel rendelkező *százszázalékos állami tulajdonban lévő részvénytársaság*. Ebben az esetben az állam tulajdonosi jogait az illetékes tárcán (például a pénzügyminisztériu-

³¹ A *pénzügyi eszközök* olyan pénzügyi instrumentumok, melyek lejáratá egy éven belüli. A pénzügyi eszközök piacát egészíti ki a tőkepiac, ami az éven túli lejáratú instrumentumok számára nyújt kereskedési felületet.

³² A *diverzifikáció* olyan eljárás, melynek során a kezelt vagyon több befektetési eszköz igénybevételével kerül megosztásra, csökkentve ezzel a portfólió rendszerszintű kockázatát. A *diverzifikált befektetési portfólió* nem garantálja a veszteségek elkerülését, de a kimagaslóan nagy kockázatot az átlagos – piaci, ágazati vagy más – rendszerszintű kockázati értékre csökkenti.

³³ A zártkörű értékpapír-kibocsátás szabályai globális viszonylatban is minden esetben szűkebb befektetői körre szorítják az értékpapírjegyztést vagy -átvételt. Jellemzően a zártkörű kibocsátás természetétől függetlenül, limitált értéken és limitált befektetői részvétellel kerülhet sor ilyen kibocsátásra. A szűkebb tulajdonosi vagy befektetői kör meghatározásával egyidejűleg csökken a potenciálisan allokálható források volumene, ugyanakkor kevesebb kötelezettség keletkezik a nyilvánosság irányában történő közzétételre.

³⁴ Az *alternatív befektetések* köre gyakorlatilag a hagyományos részvény, kötvény, készpénzjellegű eszközökön kívül eső *pénzügyi instrumentumok*. Ebbe a kategóriába tartoznak a nyersanyagok, a devizák, a kereskedelmi célú ingatlanok, a fedezeti alapok (hedge fundok), a kockázati tőketársaságok és a műkincsek.

mon) keresztül gyakorolja. A társaságot jellemzően az alapító ország a saját társasági joga alapján hozza létre. Az ilyen szuverén alapokra kínál példát a *szingapúri szuverén alap*, a szingapúri kormány befektetési részvénytársasága, amelyet *GIC Private Limited (Government of Singapore Investment Corporation Private Limited)* elnevezéssel hoztak létre, és amelynek a szingapúri állam az egyetlen tulajdonosa.³⁵

b) A *közjogi formában* létrehozott és működtetett szuverén alapok nem a polgári jog vagy az önálló társasági törvény rendelkezései szerint jönnek létre, hanem jellemzően külön jogszabály hozza létre őket, és valamely állami szerv hatáskörében vagy önálló állami szerv formájában működnek. Ez a megoldás nem a fejlett országok általános gyakorlatát tükrözi, hanem a fejlődő országok szabályozási gyakorlatában – kimondottan az olajtermelő államok praxisában – realizálódik. Erre szolgáltat példát a *Kuvaiti Befektetési Hatóság (Kuwait Investment Authority – KIA)*, melyet Kuvait 47. számú törvénye (The Law No. 47.³⁶) hozott létre, illetve e törvény rendelkezései alapján folytatja működését.

c) A szuverén alapok *közjogi szervek alegységei* is lehetnek, ilyenkor azonban csak az állam vagy jegybank egyes vagyontárgyait kezelik. Ebben a konstellációban minősül a legszűkebbnek a mozgásterük, mert működésük felett a jegybank és az illetékes minisztérium – a jogi szabályozástól függően – külön-külön vagy együttesen gyakorol közvetlen irányítási és felügyeleti jogköröket. Mivel elkülönült jogi személyiséggel az ilyen alapok nem rendelkeznek, a velük szemben érvényesített igények a jegybankkal vagy az állami szervekkel szemben fennálló igényeknek minősülnek. Másik részről az állam vagy a jegybank rajtuk keresztül közvetlenül fektet be és kezel forrásokat. Az ilyen alapok ezért nem is minősülnek befektetési alapnak a szó szigorú értelmében, sokkal inkább a nemzetgazdasági források allokációjának szakapparátusi szerepét töltik be. Erre a megoldásra szolgáltat példát a *norvég szuverén alap*, a *Norway's Government Pension Fund Global*.³⁷ A norvég szuverén alap vagyonkezelését a norvég jegybank vagyonkezelési részlege (Norges Bank Investment Management – NBIM) kezeli a norvég pénzügyminisztérium megbízásából.

A fentiek alapján körvonalazódik a *szuverén alapok kettős jogállása*. Az *állam tulajdonosi szerepe* ugyanis mindhárom esetben markánsan megjelenik, bár eltérő formában. *Ugyanakkor jellemzően önálló jogalanyként az intézményi befektetők piacán is megjelennek* a társasági formában működő alapok vagy a közjogi alapkezelők. Nagyságrendjeik miatt és a befektetéseik stratégiai arculata okán, különösen *érzékennyé válhat a kapcsolat az alapító ország és a célszág között* a szuverén alapok működése miatt. Emiatt fontos kitérni arra, hogy az ügynevezett *szenzitív iparágakba* történő befektetések esetén a célszág ellenállhat, védekezési reakciói

³⁵ A szingapúri kormány befektetési alapja, a GIC Private Limited (Government of Singapore Investment Corporation Private Limited) 1981-ben alakult a szingapúri kormány devizatartaléki kezelésére.

³⁶ A törvény 1. cikkelye úgy fogalmaz, hogy egy független állami hatóság jön létre Kuvaiti Befektetési Hatóság néven, a pénzügyminisztériumhoz csatolva. A székhelye a kuvaiti állam, de külföldön is lehetnek irodái. Lásd www.kia.gov.kw/en/Pages/KIALaw.aspx (2016. 05. 16.).

³⁷ A Norvég Jegybanki Vagyonkezelő (Norges Bank Investment Management – NBIM) a Norvég Jegybank vagyonkezeléssel foglalkozó szervezeti egysége, amely a norvég olajalapot a hivatalos nevén a The Government Pension Fund Globalt (GPIFG) és a norvég valutatartalékok egy részét kezeli az 1998. évi megalakulása óta.

pedig sokrétűek és erőteljesek lehetnek. Különösen érdekes, hogy éppen fejlett országok esetén vált kérdésessé az utóbbi tíz év gyakorlatában, hogy egyáltalán fel tudnak-e készülni az ilyen jellegű kihívásokra. Az Egyesült Államok stratégiai iparágait például meglepte és felkészületlenül érte, amikor Kína a 2007–2009-es pénzügyi válság után jelentős részesedéseket szerzett ezekben az ágazatokban. *Befektetővédelmi*³⁸ és *nemzetgazdasági érdekekre hivatkozva* a fejlett országok különböző jogszabályokat³⁹ alkottak ezeknek az ágazatoknak a védelmében.

Példaként szolgál az *Egyesült Államokban* tapasztalható megdöbbenésre a *Foreign Investment and National Security Act of 2007* létrejötte, amely a külföldi befektetések nemzetbiztonsággal összefüggő kérdéseit szabályozta újra, a *Defense Production Act of 1950* 721. §-ának kiegészítésével.⁴⁰ Ugyanis a korábbi szabályozás még az erre a célra létrehozott bizottság (Committee on Foreign Investments – CFIUS) formális vizsgálata nélkül is engedélyezte külföldiek tulajdonszerzését bizonyos stratégiai ágazatokban. Ez történt a törvény megalkotását közvetlenül megelőző felvásárlási tranzakció esetében is. A Közel-Keleten kikötőket üzemeltető gazdasági társaság (a Dubai Ports International – DP World)⁴¹ ugyanis felvásárolta azt a – szintén kikötőket üzemeltető, angol nyilvánosan működő – részvénytársaságot,⁴² mely az Egyesült Államok legfontosabb keleti partvidéki kikötői üzemeltetését látta el. Az Egyesült Államok lakosságának felháborodását követően azonban a DP World az Amerikában működő kikötők üzemeltetési jogait egy egyesült államokbeli jogalany részére értékesítette.

A továbbiakban érdemes áttekinteni a szuverén alapokra vonatkozó nemzetközi ajánlási szintű szabályozást is. Ennek keretein belül ejtünk röviden szót az úgynevezett Santiago Elvek⁴³ tartalmáról és azokról a célokról, melyeket előírnyoznak.

5. A Santiago Elvek

A Szuverén Alapok Nemzetközi Munkacsoportja (International Working Group of Sovereign Funds – IWG) 2008. április 30. és május 1. között alakult meg az Egyesült Államokban, Washington D.C.-ben. Harmadik ülését a chilei Santiagóban tartotta, ahol a munkacsoportban képvisellel rendelkező 28 ország⁴⁴ elfogadta azokat az

³⁸ Lásd LEE, Yvonne C. L.: *The Governance of Contemporary Sovereign Wealth Funds. Hastings Business Law Journal*, 2010/1, 204.

³⁹ LEE: i. m., 209.

⁴⁰ LEE: i. m., 204.

⁴¹ A társaság tulajdonosa az Egyesült Arab Emírségek.

⁴² A The Peninsular and Oriental Steam Navigation Company számos, az USA keleti partján (New York, New Jersey, Philadelphia, Baltimore, New Orleans, Miami) működő kikötőt üzemeltet.

⁴³ A Santiago Elvek (Santiago Principles) elnevezés a chilei fővárosról kapta a nevét, ahol a részt vevő szuverén alapok 2008. október 11-én elfogadták a Szuverén Vagyonalapok Általánosan Elfogadott Elvei és Gyakorlati „Santiago Elvek” elnevezésű dokumentumot (Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Practices and Rules „Santiago Principles”). <https://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2008/new101508b.htm> (2016. 06. 16.).

⁴⁴ A munkacsoportban képvisellel rendelkező országok: Ausztrália, Azerbajdzsán, Bahrein, Botswana, Kanada, Chile, Kína, Egyenlítői Guinea, Irán, Írország, Dél-Korea, Kuvait, Líbia, Mexikó, Új-Zéland, Norvégia,

elveket és gyakorlati szempontokat, melyeket a szuverén alapok működésére nézve megfelelőnek tartottak.

Az ajánlások *A szuverén alapok általánosan elfogadott elvei és gyakorlata*, vagyis „Santiago Elvek” néven 2008 októberében került elfogadásra a munkacsoport által.

A *Santiago Elvek 24 ajánlásból* áll, melyek közül jogi szempontból az alábbi tartjuk fontosnak kiemelni:

A *tizenhatodik ajánlás* szerint a szuverén alapnak nyilvánosságra kell hoznia, hogy az alap vezetése milyen társaságirányítási modellben, milyen célokkal és milyen módon végzi – a tulajdonostól függetlenül – a munkáját. *A jól felépített felelős társaságirányításra jó példa a Koreai Investment Corporation (KIC).*⁴⁵ A KIC esetében kétszintű irányítási rendszerrel beszélhetünk. A legfelső döntéshozó szerv az Irányító Bizottság (Steering Committee). Az Irányító Bizottság kilenc főből áll. Hat külső tagot a Potenciális Civil Tagokat Jelölő Bizottság (Civil Member Candidate Nomination Committee) jelöl az üzleti szférából⁴⁶ kétéves terminusra, mellettük a Stratégiai és Pénzügyminisztérium képviselője, a Koreai Jegybank elnöke és a KIC első számú vezetője (CEO of KIC) tagjai még a bizottságnak. Az Irányító Bizottság hatáskörébe tartoznak a hosszú távú stratégiai és a legfontosabb gazdasági, jogi és személyi döntések. Ezenfelül az alapító okirat megváltoztatásától, a közép- és hosszú távú befektetési politika meghatározásán keresztül a tőkeemelésekig, valamint a mérleg jóváhagyásáig terjed az Irányító Bizottság döntési hatásköre. A Befektetési és Kockázatkezelési Albizottság (Investment and Risk Management Subcommittee) a közép- és hosszú távú befektetési stratégiával összefüggésben támogatja az Irányító Bizottság munkáját. Az Irányító Bizottság munkáját két albizottság segíti, mégpedig a Tervezési Feladatokat Mérlegelő Albizottság (Budget Deliberation Subcommittee) a KIC működtetéséhez járul hozzá, addig a Javadalmazási Albizottság (Compensation Subcommittee) a teljesítményértékeléshez nyújt támogatást.

6. A szuverén alapok jogi helyzete Magyarországon

Magyarországon az eddigiek szerint nem beszélhetünk szuverén alapokról és olyan speciális jogszabályról sem, amely kifejezetten szuverén alap formában működő szervezet felállításáról rendelkezne és működését szabályozná. Mindazonáltal a hazai gyakorlatban is megjelentek olyan vagyongazdálkodási formák, melyek a különb-

Katar, Oroszország, Szingapúr, Kelet-Timor, Trinidad és Tobago, Egyesült Arab Emírátsok és az Egyesült Államok. Állandó megfigyelőként vesznek részt a tanácskozásokon Omán, Szaúd-Arábia, Vietnam, a Nemzetközi Gazdasági Együttműködés Szervezete (OECD) és a Világbank.

⁴⁵ A Korean Investment Corporation (KIC), vagyis a Koreai Befektetési Részvénytársaság 2005-ben alakult azzal a céllal, hogy a Dél-Korea kormánya által rábízott vagyonelemeket kezelje az ország belföldi pénzügyi rendszerének fejlesztése érdekében, és hogy támogassa a hazai pénzügyi rendszer külföldi befektetéseit, valamint hogy ezen pénzügyi intézetek részére külföldi társbefektetéseket (co-investment) tárjon fel.

⁴⁶ Azok jelölhetőek tagként, akik legalább tízéves egyetemi kutatói múlttal vagy nemzetközi pénzügyi intézménynél szerzett – az elnöki rendelettel meghatározott idejű – gyakorlattal, vagy pénzügyi befektetési területen legalább tízéves ügyvédi vagy könyvvizsgálói gyakorlattal rendelkeznek, a Koreai Befektetési Részvénytársaságról szóló törvény, vagyis a Korea Investment Corporation Act (Act No. 7393) 11. § 1. bekezdése szerint.

ségek mellett is erős rokon vonásokat mutattak a szuverén alapokkal. Ilyenek voltak többek között a *privatizációs szervezetek* az 1990-es években (például ÁVÜ, ÁPV Rt.), a *befektetési alapok* (például OTP EMDA Származtatott alap és OTP Supra származtatott befektetési alap), az alternatív *befektetési alapokat menedzselő társaságok* (például Plotinus Nyrt.) és *bizalmi vagyonkezeléssel foglalkozó társaságok* (például Concorde Zrt.). Ezekben a jogintézményekben fellelhetők a szuverén alapok jellegzetességeinek egyes elemei.

6.1. Az állami vagyon kezelése 2007-ig

Az állami vagyon kezelésének új szemléletmódja az 1987 és 1990 közötti időszakra tehető „spontán privatizációval” összefüggésben merült fel. A folyamat az 1987. évi 28. tvr. hatálybalépésével indult, amely megengedte,⁴⁷ hogy egy jogi személy részvétele esetén már magánszemélyek is részt vehettek rt.-k kft.-k, alapításában állami felügyelet mellett. Az önkormányzó vállalatok vezetése ugyanis tudatosan indította el az adott állami vállalat privatizációját az állam szemszögéből spontán módon, mivel az állam jogi eszközök hiányában beavatkozni már nem tudott. A folyamatot az 1989. évi XIII. törvény tette átláthatóvá az állam és a gazdaság többi szereplője által. A törvény 5. § (1) bekezdése az átalakulás során ugyanis előírta a vagyonmérlegek készítését és annak külső és belső szervezetek általi jóváhagyását is. Ezzel az állami vagyon nagyobb védelmet kapott a spontán privatizációban történő szabályozatlan magánosításával szemben.

Az állami vagyon 1992-től két jól elhatárolható cél mentén került felosztásra. Egyrészt az állami tulajdonnak privatizáció során értékesítésre szánt elemei, amiről az *időlegesen állami tulajdonban lévő vagyon értékesítéséről, hasznosításáról és védelméről szóló 1992. évi LIV. törvény* rendelkezett. A törvény az Állami Vagyonügynökséget (ÁVÜ) ennek lebonyolítására hozta létre.⁴⁸ A 1992. évi LIV. törvény 5. §-a értelmében az ÁVÜ mint költségvetési szerv gyakorolta az állam tulajdonosi jogait. *Tényleges vagyonkezelői tevékenységét* az 1992. évi LIV. törvény 18. § (1) bekezdése alapján az Országgyűlés által elfogadott *Vagyonpolitikai Irányelvek*⁴⁹ határozták meg. Érdemes megjegyezni, hogy az 1992. évi Vagyonpolitikai Irányelvek 3.2. pontja – igaz csak a privatizáció esetére vonatkoztatva, de – *lehetőséget nyújtott az időlegesen állami tulajdonban lévő eszközök*⁵⁰ esetében a tulajdonosi jogok gyakorlója részére a *befektetési alapokba*, portfóliócsomagokba való áthelyezésre. Habár így csak az átmenetileg állami tulajdonban lévő vagyon esetében került sor vagyonkezelésre, de mégis például szolgált az önálló költségvetési szerv formájában elkülönült vagyonkezelési tevékenységre. E tevékenységet – az 1992. évi CVI. törvény 8. § (1) bekezdés értelmében – a további szabályok éves szinten kapcsolták össze az adott évi költségvetéssel, ezért került sor együttes tárgyalásukra is. Az állami

⁴⁷ Lásd <http://mek.niif.hu/02100/02185/html/394.html> (2016. 09. 20.).

⁴⁸ 1992. évi LIV. törvény II. fejezet.

⁴⁹ 71/1992. (XI. 6.) OGY határozat az 1992. évi Vagyonpolitikai Irányelvekről.

⁵⁰ Ezek alatt az eszközök alatt az állam tulajdonosi részesedéseit értjük egyes társaságokban.

vagyon másik része tartós állami tulajdonban maradt, amelyeket *a tartósan állami tulajdonban maradó vállalkozói vagyon kezeléséről és hasznosításáról szóló 1992. évi LIII. törvény* 1. § (2) bekezdése által létrehozott Állami Vagyonkezelő Rt. kezelésébe és hasznosítására adta.

Az *1995. évi XXIX. törvény az állami tulajdonban lévő vállalkozói vagyon értékesítéséről* nevével ellentétben nemcsak az időlegesen, hanem a tartósan állami tulajdonban maradó vagyonnal⁵¹ is foglalkozott. E törvény 1. § (3) bekezdése hozta létre az Állami Privatizációs és Vagyonkezelő Rt.-t (ÁPV Rt.). Az ÁPV Rt. az időleges vagyon értékesítése – azaz a privatizációs tevékenység és a tartós állami tulajdon vagyonhasznosítása – körében gyakorolta az állam tulajdonosi jogait.

6.2. A nemzeti vagyon kezelésének jogi háttere

A *2007. évi CIV. törvény az állami vagyonról* két szempontból is érdekes. Egyrészt a törvény *lezártnak tekintette az intézményes privatizációt*,⁵² és így a szabályozás *fő céljának a tartós vagyonkezelést* rendelte. Ezért került sor az állami vagyon fogalmának újbóli meghatározására is, amelynek értelmében a törvény csak a tartósan állami kezelésben maradt vagyoni elemekre vonatkozott. Másrészt létrehozott egy újabb állami vagyonkezelő részvénytársaságot, a Magyar Nemzeti Vagyonkezelő Zrt.-t (MNV Zrt.).⁵³

E törvény az állami vagyonnal való gazdálkodás új, korszerű szabályozását tűzte ki célul. Ennek keretében a 18. § az MNV Zrt.-t mint kizárólagosan állami tulajdonban lévő zártkörűen működő részvénytársaságot definiálta, és annak vonatkozásában részletes működési és szervezeti szabályokat állapított meg. Noha fogalmilag az állami vagyon kezeléséről rendelkezett e törvény, hiszen nevesítette is az állami tulajdonú társasági részesedéseket, mind a konkrét pénzügyi eszközöket.⁵⁴ Mégis, *tartalmát tekintve* a jogszabály rendelkezései inkább a vagyon *működtetésére* vonatkoztak, mint a szó szűk értelmében vett *kezelésre*.⁵⁵

A *nemzeti vagyonról szóló 2011. évi CXCV. törvény* több újdonságot hozott. Egyrészt *célként* határozta meg „*a jövő nemzedékek szükségleteinek biztosítását*”. Másrészt a nemzeti vagyon köre tágabban került meghatározásra, hiszen a helyi önkormányzatok vagyonát is bevonta.

A törvény 3. § 19. pontja *számos vagyonkezelő szervezetet nevesít*. Ezek azonban – szinte – kivétel nélkül az állami vagyon kezelői voltak korábban is. Azért csak

⁵¹ 1995. évi XXIX. törvény 7. §.

⁵² Az *intézményes privatizáció* tömeges és tervezett ütemben lebonyolított eljárások alapján ment végbe, ellentétben a *spontán privatizáció* 1989–1992 közötti időszakának gyakorlatával, ahol a folyamat ad hoc jelleggel folyt le – gyakran a meglévő jogszabályi keretek hézagainak kihasználása útján.

⁵³ A 2007. évi CIV. törvény III. fejezete.

⁵⁴ A 2007. évi CIV. törvény 1. § (2) bekezdés c) és e) pontok.

⁵⁵ A vagyon működtetése és kezelése közötti különbség egyáltalán nem lényegtelen. Mindkét tevékenység portfóliószemléletben megy végbe, de míg a működtetés egy alapvetően passzív portfóliómenedzseri tevékenységre utal, addig a kezelés aktív tevékenység, melynek nélkülözhetetlen eleme a vagyoni elemek szűk határidőn belüli adásvétele és egymással történő felcserélése más jogcímenek.

szinte, mert a törvény *egy új vagyonkezelő formát* is létrehozott a vagyonkezelő fogalmának meghatározásakor. Ugyanis a 2011. évi CXCV. törvény 3. § 19. pontjának a g) alpontjában már lehetővé teszi a – törvény által – *egyedileg kijelölt jogi személy* bevonását is vagyonkezelői feladatokra. Ezzel megnyílt a lehetőség akár egy – csak részben állami tulajdonú, vagy akár teljes mértékben magántulajdonú – társaság megbízására vagyonkezelői feladatok ellátására. Ez a szuverén alapok esetében számos esetben alkalmazott gyakorlatot teszi lehetővé, mégpedig a több egymástól független vagyonkezelő megbízását. A vagyon kezelése és hasznosítása ismételten az üzemeltetést és az értékmegőrző kezelést jelöli ki fő célul, de a törvény már nem tesz említést pénzügyi eszközökről. Azonban a törvény a 16. §-ban nevesíti a speciális vagyonelemek külön törvényben meghatározott szabályok szerinti kezelését, például a jövő nemzedékek szükségleteinek biztosítása érdekében.

További lehetőségek állnak rendelkezésre a jegybanki és vagyonkezelői tevékenységek jogi szabályozásának elemzése során. *A befektetési vállalkozásokról és az árutőzsdei szolgáltatókról, valamint az általuk végezhető tevékenységek szabályairól szóló 2007. évi CXXXVIII. törvény* 4. § 55. pontja ügyféltípustól függetlenül határozza meg a portfóliókezelés fogalmát. E jogszabályban a magyar jegybank a 48. § (3) bekezdése szerint a szakmai ügyfél kategóriában a kiemelt intézmények között szerepel. Így *a portfóliókezelésre jogosult személynek a jegybank mint kiemelt szakmai ügyfél* e törvény rendelkezései szerint is *adhatna megbízást*. Ekkor azonban *összeférhetetlenség állna fenn* a két intézmény között, mert a *jegybank a Magyar Nemzeti Bankról szóló 2013. évi CXXIX. törvény* 4. § (9) bekezdése alapján *ellátja a pénzügyi közvetítőrendszer felügyeletét*, így paradox módon a portfólió kezelésére jogosult személynek nemcsak megbízója, de felügyelője is lenne egy személyben. E jogszabály 4. § (8) bekezdése mégis szabályozási mintát kínál a jogalkotónak azzal, hogy lehetővé teszi a magyar jegybank számára, hogy külön törvényben meghatározott jogkörében szanálási hatóságként⁵⁶ járjon el.

6.3. A nemzeti vagyon kezelésének lehetséges formája: a szuverén alap

Az állami vagyon kezelésére vonatkozó jogszabályok fenti áttekintésével remekül illusztrálható az a tény, miszerint – bár meglehetősen rendszerezetlen formában, de – *adott a lehetőség a szuverén alapok* mint az állam pénzügyi eszközeinek kezelésére hivatott *jogi konstrukciók létrehozására*. Azonban ennek konzisztens jellegét erősítendő, *a meglévő jogszabályok rendszerszemléletű kibővítésére és módosítására lenne szükség*. Mindez kevésbé égető szükségyszerűség a szuverén alapok elindítása tekintetében, de annál sürgetőbb működtetésük és kezelésük vonatkozásában, hisz a fentiekből egyértelműen kiderül, hogy a magyar jogrendszer a szuverén alapkezelés e vonatkozásában tartalmazza a legtöbb deficitet.

⁵⁶ A *szanálási hatóság* olyan döntési autoritást gyakorló pénzügyi intézmény, amely rendelkezhet a nemzetgazdaság szempontjából kiemelt jelentőséggel bíró társaságok felszámolóinak kijelölése és a felszámolási folyamat lebonyolításának egyes kérdései tárgyában.

A legfontosabb következtetés mégis az, hogy a fent említett *jogi formák önmagukban talán alkalmasak, de semmiképpen sem ideálisak* arra, hogy szuverén alap működésének keretétől szolgáljanak. Ebből a szempontból tehát célszerűbb lenne egy *célirányos jogi formát* keletkeztetni. E speciális kérdéskörökben külön jogszabályi rendelkezésnek akkor is helye lenne, ha a szuverén alap egy – az állam kizárólagos tulajdonában lévő – gazdasági társaság formájában működne. Ez a megoldás azonban kivételt képez nemzetközi viszonylatban is, hiszen az így működő szuverén alap tekintetében sokkal nehezebb megjeleníteni az állami irányítás és ellenőrzés szempontrendszerét. Nem véletlen, hogy világszerte csupán egyetlen szuverén alap választotta a legegyszerűbbnek tűnő megoldást, mégpedig a fentiekben már többször hivatkozott szingapúri szuverén alap.

7. Konklúzió

A szuverén alapok állami tulajdonosi szempontjainak vizsgálata során felmerül a kérdés, hogy ezek a tulajdonosi érdekek milyen mértékben egyeztethetők össze a szuverén alapok intézményi befektetői szerepével a befektetési célországok érdekeinek és jogszabályi környezetének való megfelelés viszonylatában.

Megállapíthatjuk, hogy bár ezek a problémák első pillantásra váratlanul érték a fejlett célországok jogalkotóit, mégsem alakítottak ki egyértelmű jogszabályi tilalmat más országok szuverén alapjaival szemben. Ehelyett még mindig *fenntartják a bizalmat a piac önszabályozó mechanizmusainak irányában*, és a választ ajánlási formában a Santiago Elvek elfogadásával kívánták megadni a kihívásokra.

Mindezek alapján felmerül a kérdés, hogy érdemes lenne-e *Magyarországon* is létrehozni egy hasonló alapot? A válasz egyértelműen igen. A forrás ugyanis rendelkezésre áll, mivel a jegybank a HUF-leértékelésből jelentős nyereséget származtatott. *A szuverén alapok működéséhez hasonló jellegzetességek már megfigyelhetők a jegybank jelen helyzetben alkalmazott befektetési politikájában is.*⁵⁷

Álláspontunk szerint mindez körültekintő szakmai előkészítő munkával és megfelelő jogalkotói szándékkal rövid vagy középtávon megvalósítható. Az elkülönült vagyonkezelő szervezet a devizatartalékok kezelésével együtt már USD milliárdokban értelmezhető indulóvagyonnal kezdhetné meg működését. *A szuverén alapok ugyanis megfelelő prudens befektetési stratégiával, többszintű portfóliókezeléssel* (Szingapúr GIC-alapjának gyakorlata), *felelős társaságirányítással* (Dél-Korea KIC-struktúrája), *kompetens szakemberekkel és külső vagyonkezelők bevonásával hosszú távú értékteremtésre képesek*. Ezzel hozzájárulhatnak a következő generációk jólétéhez és a hosszú távú nemzetstratégiai célok megvalósításához.

Ennek eszköze lehet a források becsatornázása a nemzetközi tőkepiacok áramlásába, melyeken keresztül az egyes tőkepiaci jelenségeket – akár a recessziókat is – nyereség képzésére lehetne fordítani. Nem szabad azonban arról sem megfeledkezni, hogy figyelembe kell venni a célországok hatályos jogszabályai által kijelölt kereteket.

⁵⁷ Lásd http://www.portfolio.hu/vallalatok/matolcsyek_beszalltak_a_teslaba_is.232565.html (2016. 05. 14.).

Abstract

Sovereign funds are funds created and operated by the state. They came into the limelight after the financial crisis of 2007–08, when they saved the most emblematic listed companies in the US and Europe. The aim of the article is to explore some key issues related to sovereign funds. The paper discusses the origins of the term and some related economic concepts, including factors which resulted in the creation of sovereign funds. The legal background is also elaborated on both international and national levels, giving an insight into the regulatory framework. The article closes with propounding a sovereign fund in Hungary. This section gives an overview of state property management and its legal background.