

*Kecskés András*

# A szuverén alapok önszabályozási mechanizmusa – a Santiago-elvek<sup>1</sup>

## The Self-Adjusting Mechanism of Sovereign Funds – The Santiago Principles



### *Összefoglalás*

A szuverén alapok olyan befektetési alapok, amelyeket az államok hoznak létre és működtetnek. A 2007–2008-as pénzügyi válság idején kerültek először reflektorfénybe azzal, hogy fehér lovagként avatkoztak be, és mentették meg az amerikai és európai tőkepiacok néhány emblematikus vállalatát attól, hogy csődbe menjenek. A tanulmány célja, hogy ismertesse a fontosabb témaköröket a szuverén alapokkal kapcsolatban. A szerző vizsgálja a szuverén alapok meghatározásának az eredetét és hogy mely tényezők járultak hozzá a létrejöttükhöz. A szuverén alapok jogi hátterével is foglalkozik nemzetközi szinten. Ennek keretein belül elemezi a szuverén alapok általánosan elfogadott elveit és gyakorlatát, az úgynevezett Santiago-elvek tartalmát, és azokat a célokat, melyeket az önszabályozó kódex előírányoz. A Santiago-elvek jelentősége abban rejlik, hogy elősegítik az átláthatóságot, a felelős társaságirányítást, az elszámolhatóságot és a prudens befektetési gyakorlatot.

**Journal of Economic Literature (JEL) kódok:** E21, E58, G38

**Kulcsszavak:** szuverén alap, Santiago-elvek, International Forum of Sovereign Wealth Funds

---

DR. HABIL. KECSKÉS ANDRÁS PhD, tanszékvezető egyetemi docens, PTE-  
ÁJK Gazdasági és Kereskedelmi Jogi Tanszék (kecskes.andras@ajk.pte.hu).

*Summary*

Sovereign funds are investment funds created and operated by the states. They came into the limelight after the financial crisis of 2007–08, when they saved the most emblematic listed companies from bankruptcy as a white knight in the US and Europe. The aim of the article is to explore some key issues related to sovereign funds. The author discusses the origins of the term and which factors contributed to the creation the sovereign funds. The legal background is also elaborated on an international level, giving an insight into the regulatory framework, including the generally accepted principles and practices for sovereign wealth funds, the contents of the so-called Santiago Principles and the aims of the self-adjusting codex. The Santiago Principles promote transparency, good governance, accountability and prudent investment practices.

**Journal of Economic Literature (JEL) codes:** E21, E58, G38

**Keywords:** sovereign fund, Santiago Principles, International Forum of Sovereign Wealth Funds

---

A nyersanyagokban gazdag országok jelentős tőkét halmoznak fel a magas nyersanyagárak időszakában. Mint azonban számos nyersanyagexportőr ország (pl. Venezuela, Szaúd-Arábia) példája mutatja, amikor a világpiacon a nyersanyagárak hirtelen zuhannak, és a korábbinál lényegesen alacsonyabb szinten rögzülnek, komoly nehézséget okozhat a jelentős mértékű társadalmi juttatások rendszerének fenntartása. Mivel a társadalmak mindezen szolgáltatásokat a nyersanyagbőség idején már szinte alapszolgáltatásként fogadták el, azok megszüntetése erős társadalmi ellenállásba üt-közne. A jelen generációk viszont könnyen felélhetik a korábbi időszakban képzett tartalékokat, a későbbiekben tetemes adósságokat örökítve a következő generációkra, amennyiben az ínségesebb időszakban hitelekből kényszerülnek finanszírozni a társadalmi jólét fenntartását. A hosszú távon gondolkodó kormányok elemi érdeke, hogy a magas bevételeket elkülönítve kezelve, megelőzzék az eladósodottságot, valamint gondoskodjanak a jövő nemzedékeinek jólétéről is.

A fentiek alapján jól látható, hogy 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 vagytonokat keresnek – de teszik ezt rövid távon, rendkívüli kockázatok felvállalása mellett (Zéman–Szabó–Bárczi, 2014). Ugyanakkor a jövő generációnak 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 hozzájárulhat ahhoz, hogy a szuverén alapok alkalmazásának előremutató nemzetközi példáit hazai viszonyok közt is népszerűsítse.

A szuverén alapok olyan befektetési alapok,<sup>2</sup> amelyeket az államok (vagy az államok jegybankjai) hoznak létre és működtetnek (Kalmár–Zéman–Lukács János, 2015). A szuverén alapok a 2007–2008-as pénzügyi válság idején kerültek először reflektorfénybe azzal, hogy „fehér lovagként”<sup>3</sup> 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 süllyedne, és ott tartósan rögzülne is. Ebben az esetben ugyanis akár 404 milliárd USD tőkét is kivonhatnak a globális részvénytőzsdáról az állami alapok befektetői. Ennek az 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 helyzetét<sup>4</sup> jelentősen átalakíthatja, ha Szaúd-Arábia – a várakozásokkal összhangban – 2017-ben létrehozza a legnagyobb (kétezermilliárd USD volumenű) alapját. Sőt, ezzel a tranzakcióval a globális, harmincezermilliárd USD volumenű tőkepiacon is közel 20% 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) sikeres monetáris politikájának eredményeképp<sup>5</sup> 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, mindez a központi bank társadalmi felelősségvállalása keretében (Lentner–Szegeledi–Tatay, 2015a).

A szerző korábbi tanulmányában áttekintette a szuverén alapok hazai jogszabályi környezetbe ültetésének lehetőségeit és feltételeit (Kecskés, 2016a). Jelen tanulmány célja annak vizsgálata, hogy a szuverén alapok önszabályozása és az önszabályozás kereteit nyújtó *Santiago-elvek* milyen mértékben képesek a szuverén államok egyes nemzetgazdaságok szintjén megfelelő szabályozására. Szükséges-e további nemzeti vagy nemzetközi szintű szabályozás a szuverén alapok befektetői tevékenységének szabályozására?

## 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.

### *A szuverén alap fogalma*

A szuverén alapok elnevezést első alkalommal Andrew Rozanov<sup>6</sup> befektetési bankár használta, és azokat az *állami alapokat* jelölte vele, melyek a költségvetési többletek „melléktermékeként” jönnek létre, a kedvező makrogazdasági, kereskedelmi és fiská-

lis egyenlegnek köszönhetően, melyek hosszú távú tervezés és költségvetési megszorítások eredményeképp alakultak ki (Rozanov, 2005).

Az önszabályozási mechanizmusok területén meghatározó jelentőségű International Working Group of Sovereign Funds (IWGSF)<sup>7</sup> 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 makrogazdasági<sup>8</sup> 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 definíció 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;<sup>9</sup> b) hosszú távú nemzetgazdasági célokat 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 (Kecskés, 2016a).

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.

## A SZUVERÉN ALAPOK TÖRTÉNETI ÁTTEKINTÉSE

A szuverén alapok első formái a mai fogalomhasználatunk<sup>10</sup> szerint az 1950-es években jöttek létre. A Közel-Keleten Kuvaitban 1953-ban alakult meg 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 (KIA) kezeli a kuvaiti szuverén alapokat – a Kuwait General Reserve Fundot (GRF)<sup>11</sup> és a Kuwait Future Generation Fundot (FGF).<sup>12</sup> Ez utóbbi alapba folyik be Kuvait éves olajbevételének 10%-a.<sup>13</sup> 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.<sup>14</sup> Közülük hárman kizárólagos tevékenységként végzik a munkájukat.

1956-ban egy kis csendes-óceáni szigetállamban, Kiribatiban alakult a világ második szuverén alapja, a Kiribati Revenue Equalisation Fund. 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 százalékával növelte a sziget költségvetését (The Economist, 2008).

A szuverén alapok létesítésének következő hulláma az 1970–80-as években a két nagy olajválság<sup>15</sup> 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, hiszen a növekedés a valóságban az OPEC<sup>16</sup> 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 hatásait csökkenteni képes alapok számának növekedéséhez (Kecskés, 2016a).

## A SZUVERÉN ALAPOK JOGI STÁTUSZA

A szuverén alapok jogi helyzete a jegybankkal (Lentner et al., 2017) és az illetékes minisztériummal/minisztériumokkal való kapcsolatból vezethető le. A valutatartalékot kezelő jegybank szerepe és az illetékes minisztérium (pl. 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.

1. 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 (pl. a pénzügyminisztériumon) 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.<sup>17</sup>

2. 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 szolgáltatt példát a Kuvaiti Befektetési Hatóság (Kuwait Investment Authority, KIA), melyet Kuvait 47. számú törvénye (The Law No. 47<sup>18</sup>) hozott létre, illetve e törvény rendelkezései alapján folytatja működését.

3. A szuverén alapok *közjogi szervek aleggységei* 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 (Lentner–Szegedi–Tatay, 2015b) vagy az állami szervekkel szemben fennálló igényeknek minősülnek. Másik részről az állam vagy a jegybank rajtuk keresztül közvetlenül fektet be,

és kezel forrásokat (Tóth–Zéman, 2016). 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.<sup>19</sup> 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. Nagyságrendjük miatt és a befektetéseik stratégiai arculata okán, különösen érzékennyé válhat a kapcsolat az alapító ország és a célország között a szuverén alapok működése miatt. Ezért fontos kitérni arra, hogy az úgynevezett szenzitív iparágakba történő befektetések esetén a célország ellenállhat, védekezési reakciói pedig sokrétűek és erőteljesebbek lehetnek (Kecskés, 2016b). 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 és nemzetgazdasági érdekekre hivatkozva, a fejlett országok különböző jogszabályokat alkottak ezeknek az ágazatoknak a védelmében (Lee, 2010:204, 209).

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. §-nak kiegészítésével (Lee, 2010:204). 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)<sup>20</sup> ugyanis felvásárolta azt a – szintén kikötőket üzemeltető, angol, nyilvánosan működő – részvénytársaságot,<sup>21</sup> 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 elemezzük az úgynevezett Santiago-elvek tartalmát és azokat a célokat, melyeket az önszabályozó kódex előírányoz.

#### 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 képviselettel rendelkező 28 ország<sup>22</sup> elfogadta azokat az elveket és gyakorlati szempontokat, melyeket a szuverén alapok működésére nézve megfelelőnek tartottak. Az ajánlásokat a munkacsoport *A szuverén alapok általánosan elfogadott elvei és gyakorlata*, vagyis „Santiago-elvek” néven 2008 októberében fogadta el.<sup>23</sup> A Santiago-elvek 24 ajánlásából<sup>24</sup> a legfontosabbak:

– Első ajánlás: A szuverén alap jogi szerkezetének egyértelműnek kell lennie, és a hatékony működést és a megjelölt célok megvalósítását kell támogatnia. Nyilvánosságra kell hozni a szuverén alap és azok vezető szervei közötti együttműködést meghatározó jogi keretrendszert.

– Második ajánlás: Fontos, hogy a szuverén alap működési céljait pontosan határozzák meg, és a működési célokat hozzák is nyilvánosságra.

– Harmadik ajánlás: Abban az esetben, amikor a szuverén alap tevékenysége jelentős közvetlen hatással van a célország makrogazdasági környezetére, akkor az alap ilyen jellegű tevékenységei a célország költségvetési és monetáris hatóságaival történő szoros együttműködés mellett kell hogy megvalósuljanak, méghozzá úgy, hogy a célország makrogazdasági céljai ne sérüljenek.

– Negyedik ajánlás: A szuverén alap egyértelműen határozza meg és hozza nyilvánosságra az alap finanszírozására, az alpból történő tőke kivonásra és az alap bevételeinek felhasználására vonatkozó általános alapelveket, eljárásokat és megegyezéseket.

– Tizenötödik ajánlás: A szuverén alap abban a célországban, melyben működik és/vagy befektetést eszközöl, minden, a befektetésekre vonatkozó szabályozás szerinti közzétételi kötelezettségnek eleget kell tennie.

– Tizenhetedik ajánlás: A szuverén alapra vonatkozó releváns információkat azért szükséges nyilvánosságra hozni, hogy ezzel is meghatározzák az alap közgazdasági és pénzügyi orientációját, és hozzájáruljanak a nemzetközi pénzügyi piacok stabilitásához és a célországok irányában a bizalom erősítéséhez.

– Tizennyolcadik ajánlás: A szuverén alap befektetési politikájának világosnak és az alap tulajdonosa vagy irányító testülete(i) által meghatározott céljaival, kockázatviselő képességével és befektetési stratégiájával összhangban kell lennie, és prudens<sup>25</sup> portfóliókezelési elveken kell alapulnia.

– Tizenkilencedik ajánlás: A szuverén alap befektetési döntései során a maximális, kockázattal korrigált hozam elérésére kell törekednie úgy, hogy az a befektetési politikájával összhangban és közgazdasági és pénzügyi alapelvek mentén történjen.

– Huszadik ajánlás: A szuverén alap a piaci szereplőkkel folytatott versenyben nem kérhet olyan információkat, amelyekkel a piaci versenyt korlátozhatná, nem élhet vissza ilyen jellegű bizalmas információkkal, és a kormányzati apparátus sem befolyásolhatja az alapot a piaci szereplőkkel folytatott versenyhelyzetekben.

– Huszonegyedik ajánlás: A szuverén alap a részvényesi tulajdonjogokat a tulajdonosi (equity) típusú befektetések értékének alapvető részeként tekinti. Ha a szuverén alap érvényesíti ezeket a tulajdonosi jogokat, akkor a befektetési politikájával konzisztens módon és a befektetés pénzügyi értékét figyelembe véve kell azt megtennie. A szuverén alapnak nyilvánosságra kell hozni, hogy milyen általános elvek mentén gyakorolja a nyilvános társaságok esetében a szavazati jogait, beleértve a legfontosabb

tényezők meghatározását is arra vonatkozóan, hogy milyen esetekben él a tulajdonosi jogaival.

– Huszonkettedik ajánlás: A szuverén alapnak rendelkezni kell olyan eszközrendszerrel, mely alkalmas a kockázatok azonosítására, menedzselésére és kezelésére.

– Huszonharmadik ajánlás: Az alapnak az eszközök és a befektetések abszolút és relatív teljesítményét (ha van előre meghatározott benchmark<sup>26</sup>) előre meghatározott elvek vagy sztenderdek mentén szükséges mérnie és a tulajdonos felé jelenteni.

#### AZ ALAPCÉLOK MEGJELENÍTÉSÉNEK ELEMZÉSE AZ AJÁNLÁSOKBAN ÉS A SZUVERÉN ALAPOK GYAKORLATÁBAN

A fenti ajánlások négy alapvető cél mentén jól azonosíthatók és csoportosíthatók:

– segítsenek a globális pénzügyi rendszer stabilitásának fenntartásában, és a tőke és a befektetések szabad áramlásában;

– a szuverén alapok feleljenek meg a befektetési célpontország hatályos szabályozásának és nyilvánosságra hozatali kötelezettségeinek;

– a szuverén alapok befektetési döntései a gazdasági és pénzügyi kockázatok és hozamokon alapuló megfontolásokon történjenek;

– a szuverén alapok rendelkezzenek egy megfelelően kialakított, átlátható és jól értelmezhető felelős társaságirányítási struktúrával, mely a tulajdonos számára megfelelő működési ellenőrzést jelent, az alap számára pedig alkalmas a kockázatkezelésre, és a szervezet minden szintjén biztosítja az elszámoltathatóságot.

#### *A globális pénzügyi rendszer stabilitásának erősítése, a tőke és a befektetések szabad áramlása*

Az első alapelv már a szuverén alapok nagyságrendje miatt is egyértelműen megvalósítható cél lenne. Azonban itt is érdemes alaposan megvizsgálni több részletkörülményt. Egyrészt különösen fontos lehet a befektetések egyes iparágak közötti megoszlása. Ugyanis egy szuverén alap befektetéseinek egy-egy iparágra vonatkozóan megvalósuló túlzott koncentrációja azt eredményezheti, hogy a szuverén alapok működése túlzott befolyással lehet az adott szektor tőkepiaci helyzetére. Ez sajnos a szuverén alapok befektetési esetében, a pénzügyi vállalkozások vonatkozásában jól láthatóan meg is valósult.

Ez a tény azonban éppen a pénzügyi stabilitás ellen hat, miután a pénzügyi rendszer alappilléreinek, a pénzügyi intézmények részvényeinek jelentős áresése nélkül történe meg, hogy ezt a piaci információk alátámasztanák, és ez alááshatja a pénzügyi rendszerbe vetett bizalmat. Ez történt 2016 februárjában is, amikor a részvénypiacok szinte egyöntetűen jelentős veszteségeket szenvedtek el, és különösen a pénzügyi szektor visszaesése tűnt megalapozatlannak. A jelentős árfolyam-elmozdulások háttérben azonban nem makrogazdasági összefüggések miatt bekövetkezett változások álltak. A fő gazdasági ok a nyersolaj áresése volt, amit csak kisebb részben és közvetve magyarázhatott volna az Egyesült Államok palaolajipari társaságait finanszírozó bankok részvényármozgásai. A teljes szektorra kiterjedő, az olajipari kitétségek közzétételét



követő árfolyamesést ez a tény már nem magyarázhatta. Így a pánikszerű esés valódi oka a szuverén alapok jelentős mértékű portfólióértékesítése lehetett (Zsiday, 2017). Ezzel ugyanis a szénhidrogénekből származó jövedelmekre létrehozott alapok a jelentős költségvetési hiány kialakulását próbálták enyhíteni (Delaney, 2016). A szabadtőke-áramlás támogatásának és elősegítésének az eszköze valóban csak a transzparencia lehet a szuverén alapok részéről. Az ismerentlontól vagy az eddigiektől eltérő gondolkodástól való félelem az a tény, ami magyarázhatja a kínai – vagy más, nem a nyugati demokrácia működési modellje alapján működő – szuverén alap elleni jelentős nemzeti szintű fellépéseket (Gou, 2009:367–370). A Santiago-elvek első négy ajánlása ezt a tőkepiaci bizalomerősítő célt, ami azonban ennél érdekesebb, hogy a tizenötödik, a tizenhetedik és a tizennyolcadik ajánlás is e cél megvalósulását szolgálja. Amíg az előbbi kettő a célország jogi környezetének megfelelő viselkedést várja el a szuverén alap részéről azzal, hogy az adott célország makrogazdasági céljaihoz alkalmazkodik, és a közzétételi szabályait teljeskörűen betartja, addig az utóbbi, tizennyolcadik ajánlás a transzparens és prudens portfóliókezeléssel erősítheti a szuverén alapok és az egyes szuverén alap iránti bizalmat.

A transzparens és prudens vagyonekezelésre jó gyakorlat a Kelet-Timor Kőolaj Alap (The Petroleum Fund of Timor-Leste) Befektetési Tanácsadó Testületének (Investment Advisory Board, IAB) szerepe a szuverén alap vagyonekezelése során (IFSWE, 2014). A testület a Pénzügyi és Tervezési Minisztérium részére ad stratégiai befektetési tanácsokat a kőolajalap befektetéseire vonatkozóan. A tanácsadás részeként olyan kockázathoz igazított benchmarkokat határoz meg a testület a miniszter felé, melyek az alap teljesítményét összehasonlíthatóvá teszik. A Kelet-Timor Kőolaj Alapjáról szóló 2005. évi törvény 12. cikkelye alapján kinevezett befektetési tanácsadók megfelelő iránymutatásához is az IAB látja el tanácsokkal a tervezési és pénzügyi minisztert. A testület a külső tanácsadók értékelésében, kinevezésükben és felmentésükben, valamint a befektetési stratégia felülvizsgálatát illetően is tanácsokkal látja el a tervezési és pénzügyi minisztérium első számú vezetőjét.

#### *A befektetési célpontország hatályos szabályozásának és nyilvánosságra hozatali kötelezettségeinek való megfelelés*

Ez az alapelv látszólag kizárólag a tizenötödik ajánlásban testesül meg. Azonban a harmadik alapelv, az adott célország makrogazdasági céljaival összhangban történő működés is ezt a célt szolgálja. Ugyanis közvetve azt tűzi ki célul, hogy a költségvetési és monetáris hatóságokkal olyan szintű együttműködés valósuljon meg, amivel sikerül elérni, hogy ne sérüljenek az adott célország makrogazdasági céljai. Erre az együttműködésre jó példa a Norges Bank Investment Management (NBIM),<sup>27</sup> a norvég szuverén alap, a The Government Pension Fund Global<sup>28</sup> vagyonekezelőjének együttműködése a célországok hatóságaival (IFSWE, 2014). A vagyonekezelő egy külön compliance<sup>29</sup> és ellenőrzési szervezettel rendelkezik (compliance and control unit), melynek feladata a teljes megfelelés az adott ország szabályozási és közzétételi szabályainak. A feladat teljesítése részben az érintett hatóságokkal történő közvetlen kapcsolattartás során

valósul meg. Ezenkívül a rendszeres tréningek és a jelentések jelentős mértékben segítik a vagyongazdálkodó munkatársainak naprakész tájékozottságát az egyes szabályozási változásokkal aktualizált elvárásokról. Ahol az alap rendelkezik képvisellel, ott a személyes kapcsolattartás is a tájékoztatás alapja. Mindezeket túl a legfontosabb eszköz a compliance és ellenőrzési szervezet azon közvetlen jelentési lehetősége, mely a vezető testület felé adhat közvetlenül információt az esetleges kockázatokról és érdekellentétekről.

*A befektetési döntések alapja a gazdasági és pénzügyi kockázatok és hozamokon alapuló megfontolások*

A szuverén alapok esetében nagyon fontos az elismert intézményi befektetői szerep adekvát megvalósítása. Ez a gyakorlatban azt jelenti, hogy függetlenül annak tulajdonosától, a célszág hatóságai mellett a hasonló feladatot ellátó befektetési és nyugdíjalapok, biztosítótársaságok, privát tőkealapok egyaránt professzionális befektetőként kezeljék a szuverén alapokat. E cél megvalósításához az szükséges, hogy a befektetési politika szilárd stratégián alapuljon, a vagyongazdálkodók megfelelő kompetenciával és autoritással rendelkezzenek, ugyanakkor teljesítményük folyamatos ellenőrzés tárgya legyen, és mindez a lehető legszélesebb nyilvánosság előtt történjen, szem előtt tartva a szuverén alap rövid és hosszú távú üzleti érdekeit. A tizenhetedik és tizennyolcadik ajánlás az általános alapelveket, a szélesebb keretrendszert, a stratégia szilárdságát nyújtja a szuverén alapok számára. A konkrét és részletes iránymutatással a befektetési stratégia megvalósítására a tizenkilencetől a huszonharmadikig terjedő ajánlások szolgálnak az alapok számára.

A huszonharmadik ajánlás egyik legjobb gyakorlati megvalósítására példa a szingapúri GIC szuverén alap vagyongazdálkodásának szemléletmódja (IFSWF, 2014). Az alap,<sup>30</sup> a 2007–2009-es pénzügyi válság hatására, 2012-ben egy holisztikus befektetési megközelítés bevezetéséről döntött, 2013. április 1-jei hatállyal. Az új megközelítés létrehozásának célja a GIC alap felkészítése a megváltozott nagyobb kihívást nyújtó, komplexebb befektetési környezetre. A kiemelkedő hozamok fenntartása ugyanakkor továbbra is az alap célja maradt. Az alap eddigi erősségeit és tudását felhasználta, így a felülvizsgálat eredménye nemcsak egy új befektetési stratégia, hanem a társaságirányítás rendszer megújulása lett.

A befektetési modell a hosszú távú befektetési teljesítményt meghatározó három alaptényező határozott elkülönítésére épül. Az első alaptényező a *referenciaportfólió*, amely a kötvény- és részvénypiaci indexek egyensúlya mellett a GIC által választott portfólió kockázatát is tartalmazza. A *befektetési politika portfóliója* a GIC stratégiai eszközallokációját testesíti meg, és azt mutatja meg, hogy a referenciaportfólióhoz viszonyítva milyen eltéréseket alkalmaz a magasabb hozam elérése érdekében. A befektetési politika portfólióját a GIC igazgatótanácsa hagyja jóvá. Ez a portfólió az alapvető tényezőkre koncentrálna, tizenháromról hat eszközosztályra csökkentette le a befektetések összességét. Ezek az eszközosztályok a következők: fejlődő országok részvényei, a fejlett országok részvényei, nomináliskötvény-portfólió és készpénz, inflációhoz kö-

tött hozamú kötvények, zárt körű részvénytársaságokban szerzett részesedés (private equity), ingatlanok.<sup>31</sup> Az *aktív portfólió* a fenti két portfólió alapján lehetőséget biztosít a vagyonkezelőnek a tudásalapú vagyonkezelésre (skill-based asset management), és ugyanakkor a piac adta egyedi lehetőségek kihasználására is. Az aktív portfólió a GIC vagyonkezelői felelősségét is megtestesíti, azaz az igazgatótanács által meghatározott kockázati kereteken belül valósulhat meg az aktív portfólióban a befektetési portfólió kialakítása. Ezzel egy olyan háromszintű portfóliófelépítési struktúra jött létre 2013 áprilisától, mely nemcsak biztosítani tudja az igazgatótanács által meghatározott célok rugalmas teljesítését, de a meghatározott kockázati szintek mellett jól mérhető benchmarkokhoz viszonyítja az elért teljesítményt, mindezt úgy, hogy lehetőséget ad a vagyonkezelőnek, hogy kihasználja a személyes kompetenciák és a piaci mozgások adta lehetőségeket.

*Megfelelően kialakított, átlátható és jól értelmezhető, felelős társaságirányítási struktúra*

A felelős társaságirányítás rendszer különösen fontos egy olyan pénzügyi intézmény számára, ahol több szempontnak egyszerre kell megfelelni. A szuverén alapok esetében ez a célrendszer még összetettebb, mert a tulajdonos az állam, de jellemzően külföldön és intézményi befektetőként a színre lépés is már bizalmatlanságot kelthet. Ha azonban a szuverén alap átlátható, tiszta feladatmegosztás és felelősségkörök mentén, valamint előre meghatározott elvek szerint működik, akkor ez a kiszámítható és prudens működés a tulajdonos állam részéről inkább bizalomerősítő a két ország viszonylatában.

A jól felépített, felelős társaságirányításra jó példa a Korea Investment Corporation (KIC).<sup>32</sup> A KIC esetében kétszintű irányításrendszerről beszélhetünk. A legfelső döntéshozó szerv az Irányító Bizottság (Steering Committee), mely kilenc főből áll. Hat külső tagot a Potenciális Civil Tagokat Jelölő Bizottság (Civil Member Candidate Nomination Committee) jelöli az üzleti szférából<sup>33</sup> a kétéves terminusra, mellettük a három legnagyobb vagyonkezelésbe adó szervezet, a Stratégiai és Pénzügyminisztérium, a Koreai Jegybank elnöke és a szervezet, a KIC első számú vezetője (CEO of KIA) a bizottság tagja. Az Irányító Bizottság hatáskörébe tartoznak a hosszú távú stratégiai és a legfontosabb gazdasági, jogi és személyi döntések. Az alapító okirat megváltoztatásától, a közép- és hosszú távú befektetési politika meghatározásán keresztül a tőkeemeléseig, 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. A Tervezési Feladatokat Mérlegelő Albizottság (Budget Deliberation Subcommittee) és a Javadalmazási Albizottság (Compensation Subcommittee) a KIC működtetéséhez és teljesítményértékeléséhez ad segítséget az Irányító Bizottság számára. Az igazgatótanács a vagyonkezeléssel az általános, a vagyonkezelés hatékonyságát növelő kutatásokról és más intézményi befektetőkké és hatóságokkal történő kapcsolattartásról, és külső szereplők felé történő információcseréről dönt.

A KIC első számú vezetőjét (CEO) a Koreai Köztársaság elnöke nevezi ki a stratégiai és pénzügyminiszter javaslatára, az elnöki javaslatvételi bizottság igénybevételével,

az Irányító Bizottság mérlegelése alapján. Az első számú vezető képviseli a társaságot, és elnököl az igazgatótanács ülésein.

A törvényben<sup>34</sup> meghatározott könyvvizsgáló a társaság vezetésétől függetlenül végzi a munkáját, de tagja az igazgatótanácsnak, és részt vehet az Irányító Bizottság ülésein is. Feladata és felelőssége, hogy a társaság üzleti és számviteli tevékenységét egy önálló szervezeti egység vezetésével ellenőrizze. A teljes munkaidőben a társaságnál dolgozó könyvvizsgálót is a stratégiai és pénzügyminiszter nevezi ki az Irányító Bizottság mérlegelése alapján. Az igazgatótanács tagjait az első számú vezető nevezi ki az Irányító Bizottság mérlegelése alapján, hároméves időtartamra. Az igazgatótanács a működésért felelős vezető (COO), a befektetésekért felelős vezető (CIO) és a kockázatért felelős vezető (CRO) mellett, a már említett független könyvvizsgálóval együtt, az első számú vezető irányításával végzi munkáját.

A fenti felelős társaságirányítási szervezeti forma alkalmas arra, hogy a döntések megfelelő szinten történjenek, ugyanakkor az egyes vezetői területeken jól elhatárolt felelősségvállalással, és mindezt megfelelő szakmai háttérrel és tapasztalattal végző vezetők irányításával történhessen.

## ÖSSZEFOGLALÁS

A szerző álláspontja szerint a Santiago-elvekben megfogalmazott célok betartásával sikeresen lehetséges működtetni a szuverén alapokat. Az elvek megfelelnek ugyanis a fenntarthatóság és az átláthatóság követelményeinek, amelyek elméletileg önmagukban is garantálhatják a hosszú távú, sikeres működést. Ugyanakkor fel kell hívni a figyelmet arra, hogy az önszabályozási út buktatókat is rejt magában. Ha ugyanis nem alakítják ki mindazokat a mechanizmusokat, amelyek a szabályok szellemiségének érvényesülését segítik elő, azzal veszélybe sodródhat a szuverén alapok prudens, fenntartható és a befektetési célsország érdekeinek is megfelelő működése. Ezért is kell kiemelt figyelmet fordítani a nemzeti implementálás során a jogalkotó számára a megfelelő szabályozási környezet kialakítására. E szabályok ugyanis, kiegészítve a Santiago-elveket, képessé teszik a szuverén alapokat a hosszú távú működésre. Ezzel pedig végső soron elősegíti az állam polgárainak jövőbeni boldogulását.

## JEGYZETEK

<sup>1</sup> Az Emberi Erőforrások Minisztériuma ÚNKP-16-4 kódszámú Új Nemzeti Kiválóság Programjának támogatásával készült.

<sup>2</sup> 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.

<sup>3</sup> Fehér lovagnak nevezik a felvásárlások során a baráti kezét nyújtó felvásárló társaságot. Ezzel az ellenség felvásárló (fekete lovag) által indított tranzakciót hiúsítja meg. Hatására többnyire a társaság vezetése is a helyén marad.

- <sup>4</sup> A 2016. februári adatok (IWGSF-adat) alapján 7088 ezermilliárd USA-dollárt kezeltek a szuverén alapok. Lásd [www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/](http://www.swfinstitute.org/sovereign-wealth-fund-rankings/) (Letöltés: 2017. május 12.).
- <sup>5</sup> Az MNB 2013. évi eredménye 26,3 Mrd forint nyereség volt, míg a devizaárfolyam-változásból származó eredménye 200,3 Mrd forint volt ugyanebben az évben. Az MNB 2014. évi eredménye már 27,4 milliárd forint nyereség volt, a devizaárfolyam-változásból származó eredmény ekkor 511 Mrd forint összeget ért el. 2015-ben az MNB eredménye 95 Mrd forint volt, ebből 50 Mrd forint osztalék formájában a költségvetésbe befizetésre kerül. Az osztalékfizetést követően, 2016-ra az MNB eredménytartaléka így 108 Mrd forintra csökkent.
- <sup>6</sup> 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.
- <sup>7</sup> A szuverén alapok nemzetközi munkacsoportja. A globális hálózat célja az együttműködés erősítése és a legjobb gyakorlatok és vállalatirányítási példák megosztása. [www.ifswf.org/](http://www.ifswf.org/) (Letöltés: 2016. május 11.).
- <sup>8</sup> 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.
- <sup>9</sup> Példaként említendő a nyersanyagforrások bevétele azon időszakból, amikor az adott nyersanyag hosszú évtizedekre jellemző átlagára fölé emelkedik, egyes iparágak felfutásából származó átlag feletti exportárbevételből származó devizatartalék felhalmozódása vagy az állami vagyon hasznosításából származó egyéb egyszeri bevételek (privatizáció, koncesszióba adás).
- <sup>10</sup> A nem szuverén államhoz köthető alapok között a Texas Permanent School Fund volt az első hasonló alap, melyet 1854-ben hozott létre a jogalkotó 2 milliárd 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 már 1845-ös csatlakozásának időpontjától.
- <sup>11</sup> Az állami olajbevételek ebbe az alapba (GRF) folynak be. Ebből az alapból került át 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 eszközkiadásról.
- <sup>12</sup> Az 1976-ban létrehozott alap (FGF) célja a külföldi eszközök kezelése.
- <sup>13</sup> [www.kia.gov.kw/en/ABOUTKIA/Pages/GRF.aspx](http://www.kia.gov.kw/en/ABOUTKIA/Pages/GRF.aspx) (Letöltés: 2017. május 14.).
- <sup>14</sup> Az 1982. évi 42. törvény 3. cikkelye alapján az öt független tagból három nem viselhet más állami hivatalt, és mindegyik tagot négy évre nevezik az emír rendeletével (Amiri Decree).
- <sup>15</sup> 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, ami-re 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 csúcsot, majd ezt követően egy közel húszéves árfolyamesés következett be a nyersanyag árában.
- <sup>16</sup> 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.

- <sup>17</sup> A szingapúri kormány befektetési alapja, a GIC Private Limited (Government of Singapore Investment Corporation Private Limited) 1981-ben alakult a kormány devizatartalékainak kezelésére.
- <sup>18</sup> A törvény I. 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](http://www.kia.gov.kw/en/Pages/KIALaw.aspx) (Letöltés: 2017. május 16.).
- <sup>19</sup> A Norvég Jegybanki Vagyonkezelő (Norges Bank Investment Management, NBIM) a norvég jegybank vagyonkezeléssel foglalkozó szervezeti egysége, amely a norvég olajalapot, hivatalos nevén a The Government Pension Fund Globalt (GPIFG) és a norvég valutatartalékok egy részét kezeli az 1998. évi megalakulása óta.
- <sup>20</sup> A társaság tulajdonosa az Egyesült Arab Emírségek.
- <sup>21</sup> 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.
- <sup>22</sup> A munkacsoportban képvisellel rendelkező országok: Ausztrália, Azerbajdzsán, Bahrein, Botswana, Kanada, Chile, Kína, Egyenlítői-Guinea, Irán, Írország, Dél-Korea, Kuvait, Líbia, Mexikó, Új-Zéland, Norvégia, Katar, Oroszország, Szingapúr, Kelet-Timor, Trinidad és Tobago, Egyesült Arab Emírátsok és az Egyesült Államok. Állandó megfigyelőként vesznek részt a tanácskozáson: Omán, Szaúd-Arábia, Vietnám, a Nemzetközi Gazdasági Együttműködés Szervezete (OECD) és a Világbank.
- <sup>23</sup> Az elnevezés a chilei fővárosra utal. Sovereign Wealth Funds Generally Accepted Practices and Rules, „Santiago Principles”. Lásd még [www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2008/new101508b.htm](http://www.imf.org/external/pubs/ft/survey/so/2008/new101508b.htm).
- <sup>24</sup> Lásd IWG-honlap: [www.iwg-swf.org/pubs/eng/santiagoprinciples.pdf](http://www.iwg-swf.org/pubs/eng/santiagoprinciples.pdf).
- <sup>25</sup> Prudens szó eredeti jelentése: óvatos, körültekintő. A pénzügyi gazdasági szférában azt jelenti, hogy az egyes tranzakciók csak akkor kerülnek rögzítésre a pénzügyi és számviteli rendszerben, ha azok pénzügyileg is teljesülnek, azaz a szerződő fél már kifizette a szerződés ellenértékét. A pénzügyi intézmények esetén pedig a prudens működés olyan üzletpolitikát foglal magában, mely nemcsak biztosítja a jövedelmezőséget, de ezzel egyidejűleg a folyamatos rövid távú likviditást (fizetőképességet) és a hosszú távú likviditást (szolvenciát) is.
- <sup>26</sup> A benchmark vagy irányadó mutató az az értékmérő, amihez képest a változás kimutatható. A befektetések világában a kockázatmentes kamatláb benchmarkja az adott ország három hónapos diszkontkincstárjegyének hozama, részvényt piacok esetén pedig az adott tőzsdeindex értéke.
- <sup>27</sup> A részleg több mint ötszáz munkatársa 35 országból származik, és Oslo mellett Londonban, New Yorkban, Szingapúrban és Sanghajban rendelkezik képvisellel. Lásd még [www.nbim.no/en/organisation/about-us/](http://www.nbim.no/en/organisation/about-us/).
- <sup>28</sup> A The Government Pension Fund of Norway két különálló szuverén alapról áll, az egyik a The Government Pension Fund Global, a korábbi nevén The Government Petroleum Fund. A másik norvég szuverén alap a The Government Pension Fund Norway, a korábbi nevén The National Insurance Scheme Fund.
- <sup>29</sup> Compliance: angol elnevezés, a megfelelést jelöli. Jogi és pénzügyi értelemben a vonatkozó szabályoknak történő megfelelés és a szabályok által meghatározott magatartás megvalósítása. Egyre szélesebb körben terjed el a társaságirányításban az önálló, compliance vezető által irányított főosztály, vagy más néven elnevezett, önálló szervezeti egység, mely az egyre szélesebb körű és komplexebb feladatokat fogja össze, és koordinálja a szabályozó hatóságok által meghatározott jogszabályi környezetnek történő megfeleléstől a vállalkozás saját belső szabályainak történő megfelelésen át az esetenként egészen szigorú etikai és pénzügyi eljárási és technikai feltételnek történő megfelelésig.
- <sup>30</sup> A GIC Private részvények mellett jelentős mértékben fektet ingatlanokba, pénzügyi és fix hozamú eszközökbe, és speciális befektetéseket is eszközöl, például privát és hedge fundokba is fektetve a rá bízott vagyont. Az alap azon kevés szuverén alapok egyike, mely a legmagasabb AAA minősítéssel rendelkezik (Standard & Poor's), és Aaa minősítéssel bír a Moody's hitelminősítő társaságnál. Érdemes megjegyezni, hogy Szingapúr egy másik, kizárólag részvényekbe fektető szuverén jellegű alappal is rendelkezik, szintén az ország devizatartalékainak kezelésére. A Temasek Holding azonban inkább egy részvénybefektetési alap, melynek a szingapúri kormány a tulajdonosa, ugyanis a részvénybefektetés után adót fizet, és csak ebbe az eszközosztályba teljesít befektetéseket. A Temasek Holdings a GIC-val megegyező minősítéssel rendelkezik.



- <sup>31</sup> Lásd GIC-honlap befektetési stratégia, [www.gic.com.sg/our-business/investment-framework](http://www.gic.com.sg/our-business/investment-framework).
- <sup>32</sup> A Korea Investment Corporation (KIC), a Koreai Befektetési Részvénytársaság 2005-ben alakult azzal a céllal, hogy Dél-Korea kormánya által rábízott vagyonelemeket kezelje az ország belföldi pénzügyi rendszerének fejlesztésére, támogassa a hazai pénzügyi rendszer külföldi befektetéseit, és ezen pénztízetek részére külföldi társbefektetéseket (co-investment) tárjon fel.
- <sup>33</sup> Azok jelölhetők, akik legalább tízéves egyetemi kutatói múlttal, vagy nemzetközi pénzügyi intézménynél szerzett, meghatározott idejű gyakorlattal, vagy pénzügyi befektetési területen legalább tízéves ügyvédi vagy könyvvizsgálói gyakorlattal rendelkeznek. A Koreai Befektetési Részvénytársaságról szóló törvény, Korea Investment Corporation Act (Act No. 7393) 11. § 1. bekezdése szerint.
- <sup>34</sup> A Koreai Befektetési Részvénytársaságról szóló törvény, a Korea Investment Corporation Act (Act No. 7393) 19. § 3. bekezdése és a 20. § 2. bekezdése szerint.

## FELHASZNÁLT IRODALOM

- Delaney, Jess (2016): Oil has sovereign wealth funds hitting sell bottom. *Institutional Investor*, [www.institutionalinvestor.com/article/3533485/investors-sovereign-wealth-funds/oil-has-sovereign-wealth-funds-hitting-sell-button.html#.Vx9T8UcITIU](http://www.institutionalinvestor.com/article/3533485/investors-sovereign-wealth-funds/oil-has-sovereign-wealth-funds-hitting-sell-button.html#.Vx9T8UcITIU).
- The Economist (2008): Asset-backed insecurity. *The Economist*, [www.economist.com/node/10533428](http://www.economist.com/node/10533428).
- Gou, Li (2009): Demystifying the Chinese Sovereign Wealth Fund Amidst U.S. Financial Regulation. *Tsinghua China Law Review*, vol. 2, no. 353.
- IFSWF (2014): *Santiago Principles. 15 Case Studies. How IFSWF members implement the Santiago Principles*. International Forum of Sovereign Wealth Funds, [www.ifswf.org/sites/default/files/SantiagoP15CaseStudies1\\_0.pdf](http://www.ifswf.org/sites/default/files/SantiagoP15CaseStudies1_0.pdf).
- Kalmár Péter – Zéman Zoltán – Lukács János (2015): Bankkontrolling marketing szemléletben. Alkalmazott statisztika a kontrolling szolgálatában. *Hitelintézet Szemle*, 14. évf., 4. sz., 108–123.
- Kecskés András (2016a): A szuverén alapok jogi háttere és nemzetgazdasági szerepvállalása. *Pro Futuro*, 6. évf., 2. sz., 151–169.
- Kecskés András (2016b): A szuverén alapok nemzetközi szabályozása. *Controller Info*, 4. évf., 4. sz., 53–56.
- Lee, Yvonne C. L. (2010): The Governance of Contemporary Sovereign Wealth Funds. *Hastings Business Law Journal*, vol. 6, no. 1.
- Lentner Csaba – Szegedi Krisztina – Tatay Tibor (2015a): A központi bankok társadalmi felelőssége. *Vezetéstudomány*, 46. évf., 9–10. sz., 35–47.
- Lentner Csaba – Szegedi Krisztina – Tatay Tibor (2015b): Társadalmi felelősségvállalás a bankszektorban. *Pénzügyi Szemle*, 60. évf., 1. sz., 96–104.
- Lentner, Csaba et al. (2017): Corporate Social Responsibility in the Banking Sector. *Firma I Rynek*, no. 1., 53–64.
- Rozanov, Andrew (2005): Who Holds the Wealth of Nations? *Central Banking Journal*, [https://web.archive.org/web/20080529122341/http://www.ssga.com/library/esps/Who\\_Holds\\_Wealth\\_of\\_Nations\\_Andrew\\_Rozanov\\_8.15.05REVCCRI1145995576.pdf](https://web.archive.org/web/20080529122341/http://www.ssga.com/library/esps/Who_Holds_Wealth_of_Nations_Andrew_Rozanov_8.15.05REVCCRI1145995576.pdf) (Letöltés: 2017. május 12.).
- Tóth János – Zéman Zoltán (2016): A bankmenedzserek javadalmazása Európában. *Külgazdaság*, 60. évf., 7–8. sz., 81–101.
- Zéman Zoltán – Szabó Zoltán – Bárczi Judit (2014): Controlling aspects of risk management. In: Zéman Zoltán (szerk.): *Controller Info Studies*. Copy & Consulting Kft., Budapest, 187–198.
- Zsiday Viktor (2016): *Mi a baj a piacokkal?* <http://zsiday.hu/blog/mi-baj-piacokkal> (Letöltés: 2017. április 25.).