

Bujtár Zsolt

PhD hallgató, Pécsi Tudományegyetem, Állam- és Jogtudományi Kar

Kecskés András

habilitált egyetemi docens, Pécsi Tudományegyetem, Állam- és Jogtudományi Kar

Felfedezni a fedezetlent? – Körkép *hedge fund*okban rejlő lehetőségekről és kockázatokról^[1]

Debreceni Jogi Műhely, 2015. évi (XII. évfolyam) 3-4. szám (2015. december)

DOI [10.24169/DJM/2015/3-4/1](https://doi.org/10.24169/DJM/2015/3-4/1)

A professzionális intézményi befektetők világától a hollywoodi stúdiók műtermein keresztül egészen a kisbefektetők számlakivonatainak szerény hozamkimutatásáig ismerősen cseng a *hedge fund* elnevezés, napjaink pénzügyi világának ellentmondásos szereplője. Ihlető ereje érthető, hiszen a *hedge fundok* világában az utat mesés hozamok és drámai bukások szegélyezik. Az átlagos befektető számára sokáig nem is volt elérhető az általuk kínált kockázatos siker, az Egyesült Államokban például korábban csak *egy millió USD*, később *250 ezer USD* befektetési volumen felett nyílt lehetőség igénybe venni befektetési szolgáltatásaikat. Napjainkban, amikor a jegybanki alapkamatok mértéke csak szerény növekedést vetít előre a befektetők tőkéjének viszonylatában, különösen indokoltnak tűnik, hogy egyre szélesebb körben tárjuk fel a *hedge fundok* működésének jellemzőit. A feladat azonban nem egyszerű, mivel már a fogalmi meghatározásuk is komoly ellentmondásokat rejt magában.

1. A *hedge fund* fogalmi meghatározása

A *hedge fundok* fogalmának meghatározása koránt sem tűnik egyszerű feladatnak, különös tekintettel arra a körülményre, hogy a legtöbb definíció, amit a szakirodalom a *hedge fundok* körülhatárolására használ negatív megközelítést alkalmaz. A fogalom eredetileg a *hedged fund* kifejezésből származik, és azt jelöli, hogy egy pénzügyi alap kockázatokat fedez le különböző befektetési technikák és eszközök használatával. A pénzügyi kockázatok lefedezése azt jelenti, hogy egy meghatározott pénzügyi eszközben (befektetési elemekben) kialakított pozícióval szemben egy azonos volumenű, de ellentétes piaci mozgásra spekuláló pozíciót veszünk fel.

Amennyiben például az alapkezelő elképzelése szerint az arany árfolyama a világpiacon emelkedni fog, akkor az arany árfolyam drágulására nyit vételi pozíciót. Amennyiben ezen a vételi pozíción növekményt ér el, a nyereség biztosítása (lefedezése) érdekében az eredeti pozíció fenntartásával egyidejűleg, ugyanarra a termékre – így jelen példánk szerint az arany árfolyamára – eladási pozíciót nyit. Így az ezután képeződő nyereség mindenképpen mérsékeltebb lesz, mert a két ellentétes irányban felvett kereskedési pozíció közül az egyik szükségszerűen veszteségbe fordul. Az eredetileg megszerzett profit azonban mindenképpen megmarad, hiszen a két ellentétes pozíció közül az egyik garantálja azt.

Láthatjuk tehát, hogy az alap kezelője a pozíció kialakítását követően vállal teljes kockázatot az általa kalkulált piaci tendencia tekintetében, hiszen rossz döntés esetén semmi sem mérsékeli a veszteségeket. Másként fogalmazva, a *hedge fund* spekulatív döntésen alapuló kereskedési koncepció kialakításánál nem törekszik sem diverzifikációra, sem a kockázatok mérséklésére, hanem az elérhető legmagasabb haszon érdekében minden pénzügyi forrását koncentráltan az elemzése által helyesnek vélt piaci pozíció kialakítására. A kereskedési koncepció sikere esetén az alapkezelő további pénzügyi eszközökkel erősítheti – és jellemzően erősíti is – a már felépített piaci pozícióját. Ezek között az új pénzügyi eszközök között

már nagyobb kockázatú, tőkeáttételen alapuló derivatívák[2] is lehetnek, hiszen a kezdeti sikerek megerősítik a kereskedés mögött meghúzódó koncepció létjogosultságát. Ezt követően viszont olyan volumenű nyereséget érhet el a pozíció, melynek további kockáztatása ésszerűtlen, ezért az alap kezelője a piacon ellentétes irányú kereskedésbe kezd, melynek koncepciója már az eredeti pozíció sorsától függ.

Amennyiben az alapkezelő az eredeti pozíció leépítése vagy megszüntetése mellett dönt, elégséges a nyereség kisebb volumennel történő lefedezése, míg az eredeti pozíció megtartása vagy bővítése mellett célszerű nagyobb forgalommal képzett, akár derivatív elemekkel is megtámogatott ellenirányú pozíciót nyitni.

Amennyiben a *hedge fund* minden kockázatot lefedezne, akkor nem tudna a piaci átlagot meghaladó hozamot elérni, így ezt a megközelítést nem alkalmazhatja. Emiatt téves képet kapunk az intézmény lényegét illetően, ha az angol *hedge fund* kifejezést egyszerűen magyarra fordítjuk. Az ugyanis fedezeti alapot jelent, holott a *hedge fund* lényegét tekintve nem pusztán a pozíciók lefedezésén alapul, sőt éppen a fedezeti jelleg elmaradására esik a hangsúly a nagyobb profit reményében, a pozíció építés kezdeti szakaszában. Ugyanakkor nem lenne pontos a fedezet nélküli alap kifejezés sem, melyet a szakmai köznyelv egyébiránt széles körben elfogadottnak tekint. A profit lefedezése érdekében ugyanis már fedezeti pozíciók is nyílnak a *hedge fund* működési körében, melyek azonban egymástól nagyon eltérő mértékűek lehetnek. Ennek megfelelően a vételi és az eladási pozíciók aránya annak megfelelően kerül kialakításra, hogy a *hedge fund* kezelője piaci növekedésre vagy recesszióra lát-e nagyobb esélyt. A piaci változások és az azokkal kapcsolatos várakozások pedig a későbbiekben is lekövethetők a megnyitott pozíciók arányainak megváltoztatásával.

Nem támaszkodhatunk a *hedge fund* ágazati jellegű meghatározására sem,[3] mivel azt olyan piaci szervezetek alkották (és használják napi üzemvitelükben), akiknek érdekei nem függetleníthetők a *hedge fundokkal* szembeni piaci bizalom vagy bizalomvesztés kérdésétől. Eszerint a *hedge fundot* olyan befektetési programként határozzák meg, melynek keretein belül az alap kezelői abszolút hozamot[4] tűznek ki célul, kibasználva a befektetési lehetőségeket miközben megőrzik az alap tőkéjét. Lényegét tekintve azonban éppen az ellenkezőjéről van szó. Az abszolút hozam csak a kereskedési koncepció teljes sikere esetén jelent valós profitot, míg ellenkező esetben veszteséget eredményez. Ez a körülmény pedig önmagában is kizárja, hogy az alap minden körülmények között megőrizze a befektetési tőke biztonságát.

Ezért a) a *hedge fundot* inkább olyan piaci befektetési formának tekintjük, mely akár piaci tendenciákkal szemben is képes jelentős hozamot nyújtani nagy kockázat mellett, jellemzően tőkeerős ügyfelek számára. b) Befektetési politikája nem korlátozódik egyetlen befektetési formára sem, és az alapkezelő a saját megtakarításait is az alaphoz kezeli, tehát ügyfeleivel azonos típusú és azonos mértékű kockázatot vállal. c) Az alap kezelése során a nagy kockázatú (jellemzően derivatív) elemek alkalmazása széleskörű gyakorlat. d) Ugyanakkor az alap fedezeti tevékenységet csak a profit megővése érdekében folytat, a tőke-kockázat azonban emelt szintű. e) Ebből következik, hogy a *hedge fund* jogi megítélése mindezekre tekintettel globális viszonylatban nagy eltéréseket mutathat.[5] A befektetési során a kockázatkezelés mellett a származékos ügyleteket és a tőkeáttételt is használ spekulatív ügyletekben is. Az alapkezelői teljesítményt az esetek döntő többségében sikerdíjas formával ösztönzi.[6]

2. A *hedge fundok* története

A *hedge fundok* története az 1949-es évre nyúlik vissza, amikor Alfred Winslow Jones[7] megalapította befektetési társaságát, amely még több mint 60 évvel az alapítás után is jelentős hatással van az iparág működésére. Jones olyan struktúrában hozta létre a társaságot, mely nem tartozott az amerikai tőzsdéfelügyelet, a *Securities and Exchange Commission (SEC)* autoritása alá. Ennek oka, hogy a társaság nem tartozott 1940-es Befektetési társaságokról szóló törvény (*Investment Company Act of 1940*) hatálya alá sem, márpedig ez volt az a jogszabály, amely a befektetési vállalatokat és vagyonkezelőket a tőzsdéfelügyelet ellenőrzési körébe vonta. Érdekes megemlíteni, hogy a törvény hatálya alól történő kibúvás eszközeként pontosan kilencvenkilenc befektetőből álló ügyfélkör verbuvált, mivel a jogszabály hatálya a száz főt elérő befektetői körre terjedt volna ki. A vállalat elsőként alkalmazta a befektetési társaságok között az úgynevezett rövid pozíciós (*short position*)[8] kereskedést és a tőkeáttételt[9] alkalmazását, amellyel a felvett piaci pozíciói

koncentrált jellegéből adódóan egyébként is nagy kockázatot vállalt. *Jones* a saját pénzét is az alapban kezelte és 20 % -os sikerdíjjal dolgozott. Ezt a két megoldást (saját források alap általi kezelése és magas jutalék) az ágazat azóta alapvető szintre emelte, mert ezek teremtenek összhangot az alapkezelő és az alapba befektető ügyfelek érdekei között. *Jones* úttörő módon úgy kombinálta a *vételi (long)* és az *eladási (short)* pozíciókat, hogy a szisztematikus piaci kockázatot kiküszöbölte, míg az egyes befektetési elemekre vetített kockázatot maximalizálta. Ennek oka, hogy nem volt erőssége a rendszerszintű piaci időzítés, de mivel önmaga is tisztában volt e hiányosságával, ezért a *long* és a *short* pozíciókat egyenlő arányban vette fel, azonban egyet-egyét mindig csak egy meghatározott befektetési elemre. A *short pozíciókat* természetesen azokra az értékpapírokra alapozta, melyeket túlértékeltnak tartott, míg az alulértékelt termékekre *long pozíciókat* nyitott. Így stratégiája abban állt, hogy csak az egyes részvények jövőbeni várható teljesítményét kellett számba vennie, de szisztematikus piaci tendenciáktól függetlenül az elképzeléseit. Ezen túlmenően még kihasználta azt a lehetőséget is, hogy tőkeáttételt alkalmazva kereskedési tőkénének csak kisebb részét kötötte le így egyszerre jelentősebb volumenben tudott kereskedni, vállalva ennek emelt szintű kockázatát. További újítás volt, hogy az alapot nem csak önmaga menedzselte, hanem külső szakértők bevonásával igyekezett növelni a hatékonyságot. Ezzel lefektette a későbbi *multi-manager hedge fundok* elméleti alapjait és egyben létrehozta a *hedge fundokba* fektető[10], úgynevezett *alpok alapjának*[11] prototípusát. A *hedge fundok* azonban az 1960-as évek végétől[12] az első *hedge fund* által alkalmazott – fent vázolt – stratégiával már nem tudtak sikereket elérni, mivel a részvényt piacon akkor a *Nifty Fifty* részvények[13] által jellemzett tartós részvényt piaci árfolyamnövekedés alakult ki.

A *Nifty Fifty* az Egyesült Államok tőzsdei szakzsargonja alapján a „*menő ötvenesekként*” fordítható magyarra és azokat a részvényeket jelöli, melyek az 1960-as és '70-es években nagy kapitalizációval rendelkeztek[14] és sikereiket magas – nem ritkán 50-es vagy a feletti – úgynevezett *P/E mutatóval*[15] ismerte el a piac.[16] Többek között olyan népszerű, és jól ismert tőzsdei társaságok[17] tartoztak ebbe a körbe, mint a *Coca-Cola*, *Pepsi Cola*, *McDonalds*, *General Electric*, *IBM* és *Wal-Mart*. Akik ez utóbbi részvénybe fektették megtakarításukat, azok 29 év alatt évi 29,65 %-os hozamot tudott elérni.

A hosszú ideig tartó részvényt piaci emelkedés nem kedvezett a *Jones*-féle *long/short* stratégiának mivel a *hedge fundok* nem tudták a *Nifty Fifty* részvények árfolyam növekedése által meghatározott piaci hozamokat elérni. Ez a tény közgazdasági szempontból megerősíti, hogy *Jones* koncepciója és a *hedge fundok* által a mai napig is széles körben alkalmazott *long/short* stratégia kereskedési stratégiája alapvetően kontroverzitáson és a piaci tendenciákkal szemben felvett pozíciókon alapul. A *Nifty-Fifty* részvények hozamának utolérése érdekében stratégiát váltottak az alapok és a fedezett *long/short* stratégia helyett a piaccal együtt mozgó, de *tőkeáttétellel képzett long* stratégiát kezdték alkalmazni. Ez később kifejezetten visszaütött, mert az 1972-74-es *tőzsde visszaesés* a tőkeáttételt alkalmazó *long* stratégiával működő *hedge fundoknak* jelentős veszteségeket okozott. A kijózanító bukás hatására tíz éven át tartó visszaesés következett a *hedge fundok* történetében, aminek hatására számos *hedge fund* megszűnt, és az 1968-ban jegyzett 140 *darabról*[18] 1984-re már csak 68[19] *hedge fund* működött az Egyesült Államokban.

Az 1980-as években a *Julian Robertson*[20] által menedzselte *Tiger Fund* keltette fel ismét a piacok a érdeklődését a *hedge fundok* irányában, azáltal, hogy az alap 1980-as indulása óta 5 év alatt évi 43 %-os hozamot ért el. Az alap sikerének a titka egy új stratégia alkalmazása volt, amit *globális makro* stratégiaként ismerünk. Ezt a stratégiát *Roberts* szintén a tőkeáttétellel működtette a hozamok maximalizálása érdekében. A *globális makro stratégia* a *makrogazdasági*[21] és a *politikai* folyamatokat elemezve hoz befektetési döntéseket az értékpapírok és devizák vonatkozásában. E stratégia tehát nem vállalati – és jellemzően még csak nem is ágazati – szintű befektetési döntéseket eszközöl, hanem nemzetgazdasági, szupranacionális, vagy globális koncepciót alkot. 1985-ben a devizapiacokat elemző *Roberts* felismerte az USA dollár az európai és a japán devizákkal szembeni négy éves erősödési tendenciájának kifulladását. A befektetési politikáját ezért úgy alakította, hogy európai devizákon és japán yenen (JPY) alapuló vételi opciókat vásárolt az európai devizák és a japán yen valamint az USA dollár keresztárfolyamára. A *keresztárfolyam* nem más, mint két deviza egymással szembeni értékének számszerű kifejezése. Amennyiben egy USD 300 HUF-ot ér, akkor az USD/HUF *keresztárfolyama* 300. Amikor a szóban forgó devizák keresztárfolyama az USD-vel szemben felértékelődött, akkor a rajtuk alapuló vételi opciók értéke is jelentősen megnövekedett. Mivel az opciók ára – az opciós díj – önmagában is alacsony volt a mögöttes

termékként funkcionáló devizákhoz képest, ezen felül a piac az *USD* további erősödésére számított az opciók árának növekedése még az opciókra általában jellemzőnél is nagyobb profitot eredményezett a *hedge fund* számára. Figyelembe kell vennie, hogy az opciós hozam nyereség esetén már önmagában is jelentős, mert az ügyletek során jelentős tőkeáttétel alkalmazására kerül sor a tranzakciókban résztvevő felek részéről.

Ebből következik, hogy a *hedge fundok* irigylet szereplőivé váltak a gazdasági életnek, úgy, mint exkluzív befektetői körük számára kiugróan magas profitot biztosító intézmények. Egyszersmind jelentős ellenérzések célpontjává váltak azzal, hogy gyakran működtek közre nagy társadalmi költséggel járó tranzakciók lebonyolításában – különös tekintettel nemzeti fizetőeszközök elleni spekulatív pozíciók kiépítésében, amely számos alkalommal vezetett közismert deviza-válságokhoz.

Az utóbbi tevékenység különösen *Soros György* és az általa működtetett alapok nevéhez kapcsolódott. Legismertebb közülük a *Quantum Fund* és két széles körben ismert tranzakciójuk, a brit fizetőeszköz, a *GBP* és a *thai baht (BHT)* elleni spekuláció. A *Quantum Fund* is a *globális makro stratégiát* követte. A *GBP* gyengülésére 1992-ben kezdett spekulálni, az európai árfolyam-mechanizmus (*European Exchange Rate Mechanism*) [22] válságát kihasználva. Ekkor nyitott *short pozíciókat* jelentős tőkeáttétellel és így közel 10 milliárd *USD* pozíció nyereségét realizált. Miután az angol jegybank még jelentős kamatemeléssel sem tudta megvédeni [23] a *GBP* árfolyamát, így az 1992. szeptember 16-án a *DM*-mel szemben rögzített 2,95 keresztárfolyamról 2,4-re esett, mely napot az angol gazdaság történetében azóta is, mint *fekete hétfő (black monday)* tartják számon.

Ez a spekuláció a piaci becslések szerint 3 milliárd *GBP* veszteséget okozott az angol adófizetőknek. Ez a tranzakció hosszú időre megalapozta *Soros* alapjainak rossz konnotációját a szigetországban. A következő nagy nyereséggel járó ügyletet egy másik nemzeti fizetőeszköz, a kevésbé ismert *BHT*, ellen hajtott végre. *Soros* alapja e befektetésben arra spekulált, hogy a *thai kormány* nem tudja megvédeni a thai valuta dollárhoz viszonyított rögzített árfolyamát [24] a 25-ös *USD/BHT* keresztárfolyamot. Ezért 1997 áprilisában a *BHT* gyengülésére alapítva lukratív pozíciókat nyitott [25] és miután a thai kormány és a jegybank sikertelenül próbálkozott megvédeni a nemzeti fizetőeszközt, 1997. július 2-án arra kényszerült, hogy feladja a rögzített valutaárfolyamot és szabadon engedje. Az angol pénzügyi terminológiával *free float* [26]-ként ismert jelenség szó szerint szabad folyást engedett az eseményeknek.

A következményeket ebben az esetben is a lakosság fizette meg. Ugyanakkor a brit példával ellentétben a thai spekuláció egy szegény, gazdaságilag felkészületlen országra irányult. Míg előbbi esetén a leértékelődés mértéke jelentős volt, de nem végzetes (18,6 %), addig utóbbi esetében sor került a költségvetés összeomlására és a nemzeti fizetőeszköz stabilitásának teljes megszűnésére is. Ezért kényszerült a Thai Jegybank arra, hogy a *Nemzetközi Valuta Alaphoz (International Monetary Fund – IMF)* forduljon segítségért. Miután az *IMF* jóváhagyta a *Thaiföld* által igényelt hitelcsomagot, a thai kormány kénytelen volt bevezetni az annak feltételül szabott szigorú társadalmi megszorításokból álló gazdasági intézkedéseit. A *BHT* árfolyama 1997 decemberére 55 *USD/BHT* dollár szintre kapaszkodott, amikor is a *Quantum Fund* menedzsmentje úgy döntött, hogy zárja pozícióit. Ezzel a tranzakcióval az alap 790 millió *USD* nyereséget realizált.

Nem minden *hedge fundok* által lebonyolított tranzakció járt azonban ekkora profittal az 1990-es években, sőt előfordult, hogy a spekulatív kereskedést folytató alapok jelentős veszteségeket könyveltek el. A *Quantum Fund* és a *Tiger Fund* is két-két milliárd *USD*-t veszített ebben az időszakban. *Soros* alapja az orosz tőzsdeválságon, míg a *Roberts*-é a japán nemzeti fizetőeszköz, a *JPY* leértékelődésére spekulált. Mindkét koncepció megdőlt, mert a pozíciókat a későbbi piaci mozgásokkal ellentétes irányban létesítették az alapok. Különösen a 2002-ben kifulladásra került amerikai infokommunikációs ágazat, – a találónan elnevezett *dot-com* szektor – piaci mozgásainak megítélése okozott fejtörést a *hedge fundoknak*. Az említett két *hedge fund* befektetései ebben is emblematikusnak mutatkoztak. A *Quantum Fund* három milliárd *USD*-t veszített azzal, hogy a *dot-com* ágazat részvényeinek szárnyalása alatt nyitott *short pozíciókat*. Ebben az esetben a probléma nem a spekuláció stratégiai irányával, hanem az időzítéssel volt. A piac későbbi eseményei visszaigazolták az ágazat részvényeinek túlárazottságát. Ugyanígy a *Tiger Fund* is jól mérte fel, hogy a *dot-com* ágazat növekedése nem megalapozott. Ők azonban kifinomultabb és összetettebb befektetési stratégiát dolgoztak ki, hiszen *dot-com* részvényekre alapított eladási pozíciók megnyitásával párhuzamosan vételi

pozíciókat nyitottak más – hagyományosnak számító – iparágak részvényein. Esetükben azonban a rossz időzítés végzetesnek bizonyult, mert 2000 márciusában az alap a hitelezők bizalmának teljes elvesztését és a befektetett tőke kivonását követően végleg megszűnt. Ironikus, hogy ha a pozíciókat a szóban forgó pozíciókat a *hedge fundok* a megfelelő időben nyitják meg, akkor talán soha nem látott mértékű haszonra tettek volna szert.

A *hedge fundok* történetének legemblematikusabb és egyben legjelentősebb eseménye a *Long-Term Capital Management L.P. (LTCM)* elnevezésű alapkezelő által kezelt Long-Term Capital Portfolio L.P bukása. Ezt a *hedge fundot* Nobel-díjas matematikus közgazdászok [27] alapították 1993-ban. John William Meriwether (1947-) [28] a Salomon Brothers befektetési bank korábbi kötvénypiaci részlegvezetőjének és elnökhelyettesének vezetésével egy olyan stratégiát kívántak megvalósítani, amivel nagyon kis különbség mellett meghatározott arbitrázs [29] lehetőségeit is ki tudták volna használni. Ezt az elgondolást más szóval kvantitatív stratégiának [30] is nevezzük. Felmerül a kérdés, hogy egy ilyen, látszólag biztos sikert ígérő és tudományosan is alátámasztott elgondolás hogy bukhat meg a pénzpiaci mechanizmusok gyakorlatában? Az alap az Európai Unióban a különböző tagállamok által kibocsátott kötvények kamatkülönbözeteit használta ki a matematikai konvergencia elmélet [31] alapján. Azonban ez a stratégia két alapfeltételezésre épült, mégpedig a tartósan alacsony volatilitás [32] és magas likviditás tételeire. Azonban kis kamatkülönbözetek mellett csak magas tőkeáttétel biztosíthattak nagy hozamtömeget. Ezért a *hedge fund* a saját 4,8 milliárd USD tőkéjével 120 milliárd USD összegű hitelt is felvett, azaz a saját eszközök hozsonötszörösét tette ki a befektetési volumen, ami bevont külső források szokatlanul magas arányára utalt. Mivel azonban a társaság ezt a befektetési tőkét tőkeáttétel alkalmazásával megnövelte, az alap névleges kitétsége [33] 1200 milliárd USD-re rúgott. Ez a gazdasági modell az 1998-as orosz tőkepiaci válság kirobbanásáig bizonyult életképesnek.

Azonban 1998-at követően az alacsony volatilitás megnőtt és a likviditás is ezzel párhuzamosan csökkent. Ekkor dőlt meg a *hedge fund* működési modelljének két kritikus alapfeltétele, sőt mindkét tényező a *hedge fund* ellen kezdett dolgozni. Miután a volatilitás drámai mértékben megnövekedett, a *hedge fund* a megnyitott pozíciókat nem tudta alacsony veszteséggel lezárni. Emiatt nem tudta volna a hitelező bankoknak visszafizetni a 120 milliárd USD összegű hitelét, sőt további hitelképessége is megszűnt. Ahhoz, hogy a meglévő pozíciók mégse kerüljenek kényszer-értékesítésre, 1998. szeptember 19-20-án, – hétvégén – a FED tízennégy pénzügyintézet bevonásával likviditási hitelt szervezett az LTCM részére. Látszólag igen ellentmondásos helyzet, amikor egyetlen alap megmentése érdekében az amerikai jegybank közvetlenül mediál a fizetéképtelenség határán egyensúlyozó *hedge fund* és más piaci szereplők között. Erre a szokatlan lépésre azért szánta el magát a FED, mert érezte, hogy az LTCM-et korábban finanszírozó pénzügyintézetek helyzetét közvetlenül veszélyeztetné a *hedge fund* csődje és rendszerszintű piaci recesszióhoz vezetne.

A fent említett nehézségek és jelentős veszteségek ellenére is töretlen maradt a *hedge fundok* népszerűsége, amit jól illusztrál, hogy a világ egyik legnagyobb intézményi befektetője a California Public Employees Retirement System (CALPERS) [34] egy évvel az LTCM bukása után [35] 11 milliárd USD tőkét fektetett más *hedge fundokba*. A dinamikus növekedése egy újabb *hedge fund* típust hozott létre az 1990-es évek végére, mégpedig a *hedge fundokba* fektető *hedge fundokat*, melyet a gazdasági szférában *alapok alapjának* is neveznek. Ugyanakkor az alapok alapjai, mint befektetési alap-típusok napjainkra már nem szükségszerűen *hedge fundként* tevékenykednek, hanem más szabályozott formában működő intézményi formában. A befektetések világában közismert, hogy az alapok alapjai olyan alapokba fektető alapok, melyek *kizárólag közvetett módon valósítanak meg befektetéseket*, például *hedge fundok* befektetési jegyeinek vásárlásával. Így napjainkban már arra is lehetőség nyílik, hogy kisebb megtakarítással rendelkező ügyfelek számára is elérhetővé váljanak a *hedge fund* típusú befektetések.

A *hedge fundként* működő alapok alapja esetében az úgynevezett *diverzifikáció* [36] két formában valósulhat meg, az egyik forma a különböző befektetési stratégiákat alkalmazó *hedge fundok* között osztja meg a tőkéjét, a másik forma az azonos befektetési politikát megvalósító alapok közül választja ki a várhatóan legjobb hozamot nyújtó alapokat. A *hedge fundokba* fektető alapok közül néhány a tőzsdére is bevezetésre került. Az első tőzsdére bevezetett *hedge fund*, amely maga is más *hedge fundokba* fektetett, a Londoni Értéktőzsdén (London Stock Exchange) 1996 óta jegyzett *Alternative Investment Strategies Ltd.* [37] volt. Az alapokba fektető *hedge fund* az új befektetők bevonása mellett a megfelelő *szakértői átvilágítást*, amely növeli a

transzparenciát a befektetők számára. Általános esetben ugyanis a *hedge fundok* jellemzően kevés információt tesznek közzé befektetési politikájuk végrehajtása tekintetében. Ezzel szemben a *hedge fundokba* fektető alapok ötvözik a *hedge fund* menedzserek tájékozottságának és felkészültségének előnyeit a szélesebb befektetői kör által megkövetelt transzparencia kritériumaival. Természetesen befektetők számára ily módon megnyílt kompetencia-előny a tranzakciós költségeket növeli, hiszen mint árképző tényező épül be a befektetés költségszerkezetébe. Ez a befektetési költség drámai emelkedéséhez vezet, melynek oka, hogy *kétszintű-kumulatív kompetencia-többletről* beszélhetünk, mert a befektető és a befektetés tárgyát képező *hedge fund* menedzsmentjének szaktudása összeadódik, de ugyanígy halmozódnak az alapok *menedzsment-költségei* is. Amennyiben például a *hedge fundokra* jellemző [38] 2 % *alaplíj* és 20 % *sikerdíj* [39] megoszlású költségstruktúráról beszélünk, akkor az alapok alapja esetén 4 % *alaplíj* és 40 % *sikerdíj* terhelheti a befektetési alap bruttó teljesítményét. A kimagasló menedzsment-költségeket már csak kis mértékben tudja mérsékelni az a körülmény, hogy a 20 % (vagy alapok alapja esetén 40 %) volumenű *sikerdíj* a teljes éves hozamnak csak azon részét terheli, amely az előző évi hozamot meghaladja.

3. A *hedge fundok* felépítése

A *hedge fundok* speciális szerkezetét annak vonatkozásában értelmezhetjük leghatékonyabban, ha figyelembe vesszük, hogy alapvető céljuk mentesülni az intézményi befektetőkre vonatkozó szabályok hatálya alól. E kivételes státusz azért szükséges számukra, mert érdekeik ellentétben állnak a szabályozó és ellenőrző hatóságok szempontjaival, különös tekintettel arra a szándékukra, hogy a *hedge fundokat* a többi befektetési alaphoz hasonlóan szabályozzák és ellenőrizzék, valamint hogy működésüket minél átláthatóbbá tegyék a befektetők szélesebb köre számára. A *hedge fundok* azzal szeretnék exkluzív jellegüket folyamatosan megerősíteni, hogy olyan mértékű rugalmasságot tartanak fenn döntéseik meghozatalakor, amivel a befektetési alapok nem rendelkeznek. Mindezeket túl a befektetési stratégiájuk megvalósulását minél hosszabb ideig szeretnék a nyilvánosság elől elzárni. Ezzel párhuzamosan az exkluzív klubtagságuk egyik ismérveként az alapot kezelő menedzserek számára a lehető legnagyobb motivációt biztosító minél ösztönzőbb javadalmazási rendszert kívánnak fenntartani. A *hedge fundok* esetében ezek a motivációk állnak szemben a felügyeleti szervek és a fogyasztók által megkövetelt megbízható, átlátható és prudens befektetési politika szempontjával. A két látszólag ellentétes érdek feloldása a szabályozás alól való részleges vagy teljes kivétel útján valósult meg a *hedge fundok* világában. Az Egyesült Államokban működik a legtöbb *hedge fund* és valamennyienarra törekszenek, hogy mentesüljenek az 1940-es *Befektetési társaságokról szóló törvény* (*Investment Company Act of 1940*) hatálya alól. A jogszabály ugyanis jelentős közzétételi és adminisztratív terheket keletkeztet és korlátozza olyan befektetési technikák alkalmazását, mint a fentebb már ismertetett *tőkeáttétel* vagy a *koncentráció*. Szándékukat a jogszabály nem nehezíti meg, ugyanis saját maga biztosít kikapart rendelkezéseinek elkerüléséhez. Amennyiben ugyanis *száznál kevesebb befektető* vesz részt az alapan, akkor nem kell megfelelni az említett kritériumoknak. Ennek megfelelően mind a *Quantum Fund*, a mind a *Tiger Fund* követte a *Jones* által kitaposott ösvényt és szintén 99 *befektető* bevonásával alakultak meg. 1996-tól azonban a törvény módosításra került, így a *minősített befektetők* (*qualified purchaser*) [40] esetében a befektetők száma azóta száz fölé is emelkedhet. Ahhoz hogy sor kerülhessen, a *minősített befektetőnek magánszemélyként legalább ötmillió USD* vagyonnal kell rendelkeznie, míg az intézményi befektetőnek legalább huszonötmillió USD volumenű vagyont kell kezelniük.

A *hedge fundok* az 1933-as *Értékpapír törvény* (*Securities Act of 1933*) regisztrációs és közzétételi előírásai alól is kibúvókat keresnek, hogy ne kerüljön nyilvánosságra a *hedge fund saját számlás (proprietory trading) ügyletkötési stratégiája (long/short arány, tőkeáttétel nagysága és alkalmazott származékos ügyletek.)* [41] Fontos szempont az is, hogy a versenytársak se szerezhessenek rálátást ezekre az adatokra a törvényi előírások következményeként. Mindezen túl azért is fontos számukra mentesülni a törvény rendelkezéseinek hatálya alól, mert ezzel a megfelelés költségeinek (*compliance cost*) jelentős részét megtakaríthatják. Ehhez a *hedge fundoknak* el kell fogadniuk, hogy csak zártkörű értékpapír kibocsátás eljárási szabályainak megfelelően toborozhatnak befektetőket. Így a korlátozás részeként a *hedge fund* nem folytathat nyilvános befektető-toborzást. Emellett korlátozni kell azon befektetők létszámát *harmincötben*, akik nem felelnek meg a törvény által előírt *egymillió USD* vagyon és az évi *200 ezer USD* jövedelemhatárnak. [42] Az előírásnak való

megfeleléssel egyidejűleg a *hedge fundok* akkor tudnak a leghatékonyabban működni, ha befektetők kényszerűen korlátozott köre mellett a hangsúlyt a vagyonos ügyfelekre helyezik. Amennyiben ugyanis szükségszerűen csökken a tőkeallokációban rejlő potenciál a résztvevők személyi körének szűkülése okán, akkor a növekedés egyetlen lehetősége, ha a fennmaradó befektetői kör jelentősebb vagyoni eszközöket tud az alap rendelkezésre bocsátani. Az 1996-ot követő szabályozási tendencia értelmében ezt azt jelenti, hogy a leghatékonyabb *hedge fundok* minimálisra szűkítik azon befektetők részvételi arányát, akiknek a törvény egyébként is csak limitált létszámban enged hozzáférést e befektetési formához. Nyilvánvaló, hogy ily módon a privilegizált körhöz tartozni fokozott előnyt jelent, hiszen ők alkotják a *hedge fundok* világában azokat a kis tőkeerővel rendelkező befektetőket, akiket szerencsájuk vagy jól információik révén az alap nagy haszonhoz juttathat. Más kifejezéssel élve, számukra adatik meg a nagy pályán történő játék lehetősége.

A *hedge fund* menedzserek jelentős része az 1940-es *Befektetési tanácsadókról szóló törvény* (*Investment Advisers Act of 1940*) kötelező regisztrációs előírásai alól is mentességet keres. Ezt a mentességet azonban csak két kivételes esetben alkalmazhatja a *hedge fund* menedzsere. Mégpedig ha 150 millió USD-nél kisebb összegű vagyont kezel *hedge fund* formában vagy pedig megfelel a *külföldi privát-tanácsadó* (*foreign private adviser*) fogalom kritériumainak.[43] A jogszabály ugyanis előírja, hogy a *Securities & Exchange Commission* (*SEC*) irányában a tanácsadó köteles elvégezni saját regisztrációját. Viszont ebben az esetben, a hatóság (*SEC*), válik információkat bekérni és ellenőrizni a menedzser tevékenységét. Mindezeket túl a menedzser regisztrációjával egyidejűleg elfogadná a saját javadalmazására vonatkozó megszorítást, miszerint csak teljesítmény arányos kompenzációban részesülhetne. Így le kellene mondania az általa kezelt teljes vagyon arányában meghatározott (szokásosan 1-3 % mértékű), de a teljesítménytől független és rögzített díjazásról. Azonban a *hedge fund menedzserek* egy része mégis végrehajtja a regisztrációt, mert úgy látja, hogy a befektetők bizalma megéri ezzel járó kellemetlenséget – és bevételkiesést.

A *hedge fundokat* adózási szempontból egyrészt a társasági forma másrészt a bejegyzésük helye is megkülönbözteti a tradicionális *befektetési alapoktól*, mint a hozzájuk leginkább hasonló befektetési intézményektől. A *hedge fundokat* vagy úgynevezett *partnership* vagy a annak korlátolt felelősségű tagsággal működő változata, a *limited liability partnership* formájában hozzák létre[44] azért, hogy a részvénytársasági forma kettős adóztatását elkerülhessék.[45] Ugyanis ha a részvénytársaság az adózott nyereségből fizetné ki az elért hozamokat osztalék formájában, akkor a megtakarítók az osztalék kifizetésekor is az osztalék még osztalékadót is kötelesek lennének fizetni.

Emellett az Amerikában működő *hedge fundok* kétharmada[46] – további adó-optimalizáció céljából – az alacsonyabb társasági adókulcs miatt offshore társaságként jegyezteti be magát az Egyesült Államokon kívül. Érdekes, hogy az *Egyesült Államok hedge fundjai* nemcsak a közismert offshore-paradicsomokban, tehát a *Kajmán-szigeteken*, a *Brit Virgin-szigeteken*, a *Bahamákon* vagy a *Bermuda-szigeteken* kerülnek bejegyzésre, hanem például *Luxemburgban* vagy *Írországban* is.[47] Ez a két európai ország ugyanis lehetővé teszi a *hedge fundok* reklámozását és a befektetőkre vonatkozó vagyonkorlátokat sem kell alkalmazni, ellentétben az Egyesült Államok szabályozásával. Sőt ezek az európai államok, még a *hedge fundok* értékpapírjainak nyilvános kibocsátását és tőzsdei bevezetését is lehetővé teszik.[48] *Írország* például a megfelelő minősítésű alapként *Qualifying Investment Fund (QIF)*[49] körében engedélyezi a *hedge fund* reklámozását és a befektetési politikájában is csak minimális korlátozást alkalmaz. A rugalmasabb szabályozási keretek azt jelentik, hogy a *hedge fund* menedzser saját értékítélete és kockázatvállalási hajlandósága alapján szabadon alkalmazhat tőkeáttételt, azzal a feltétellel, hogy a *hedge fund* értékpapírjaira vonatkozó kibocsátási tájékoztatókban közzé teszi a befektetők számára, hogy milyen mértékű tőkeáttételt alkalmaz és a tőkeáttétel működését érthetően rögzíti. *Írországban* a valós korlátozások terjedelme rendkívül szűk, mindössze a szerződéses partnerek kockázatára (*counter-party risk*)[50] és más – nem szabályozott – alapba[51] történő befektetési korlátozásra (maximálisan 50 %-os plafonértékkel) terjednek ki. A fentiek alapján az sem tekinthető véletlennek, hogy egy 2011-ben rögzített állapotkép szerint az Európában bejegyzett *hedge fundok* 63 %-a, valamint a globálisan működő alapok 40 %-a *Írországban* került bejegyzésre.[52]

4. A *hedge fundok* szabályozása az Egyesült Államokban

A *hedge fundok* rendszerszintű szabályozása iránti igényt az *LTCM* bukása hozta először a felszínre az Egyesült Államokban[53], az érdemi változásra azonban mégis több mint tíz évet kellett várni. A *2007-2008-as másodlagos jelzálog hitel-piaci válság* ismét felhívta a figyelmet arra, hogy a *hedge fundok* szerepvállalása az egész pénzügyi rendszer stabilitását veszélyeztetheti, még ha kétségtelenül nem is a *hedge fundok* voltak a válság központi szereplői. A válság során a *hedge fundok* esetében is felmerült az a kérdés, hogy alkalmasak az egész pénzügyi rendszerre kiterjedő potenciális kockázatok növelésére és szétterítésére.

A *hedge fundokat* finanszírozó *pénzintézetek (prime dealers)*[54] szerepét ugyanis jellemzően a legnagyobb befektetési bankok töltik be. A befektetési bankok által rendelkezésre bocsátott hitel pedig egy megnövelt kereskedési tőke alapját képezi a *hedge fund* számára. Ezt a megnövelt kereskedési tőkét a *hedge fundok* úgy használják fel a származtatott ügyletek (*derivatívák*) alkalmazásával hogy a kereskedési tőkével elérhető hozam (vagy veszteség) a többszörösére növekedhet. Nem szabad azonban azt elfelejteni, hogy ezzel a *hedge fundok* – a saját számlás tevékenységre jellemző módon – a teljes tőkét kockáztatják. Ez ellentétben áll azzal, amikor a befektetési bankok és brókercégek bizományosi tevékenységük során csak és kizárólag az ügyfél viseli az ügylet tőkekockázatát. A befektetési bank csak bizományosi díjának elmaradásával számolhat, mint kockázati tényezővel, amennyiben az ügylet meghúszik. Az üzletkötésben résztvevő szerződéses partner *nem-teljesítési kockázata* a tőzsdén (vagy más szabályozott piacon) az *elszámolóházak*[55] közbeiktatásával szinte minimálisra redukálható.

Ha azonban a *hedge fund* ezt a megnövelt tőkét elveszíti, akkor a befektetési bank – mint a *hedge fund* finanszírozója – is jelentős veszteséget könyvelhet el. Ez a finanszírozási mód akkor veszélyezteti leginkább a piac egészének működését, ha a befektetési bankok nagy volumenben alkalmazzák és a piacokon egyéb okokból is válság alakul ki. Az ilyen *rendszerszintű kockázat*[56] megjelenésére már az *LTCM* bukásakor is jó esély volt. A helyzet 1997-ben olyan súlyosnak tűnt, hogy a *FED* megszervezte a 16 legnagyobb amerikai és európai befektetési banki tevékenységet folytató pénzintézet mentőcsomagját az *LTCM* számára. Ezzel sikerült biztosítani, hogy a *hedge fund* földrengésszerű bukása helyett egy irányított csődhelyzet alakuljon ki, melynek kezelése a bevont pénzintézetek segítségével már nem veszélyeztette a pénzügyi rendszer stabilitását. A dominó ugyanis tovább dőlhetett volna azzal, hogy a *hedge fundok* után a befektetési bankok már a kereskedelmi bankok likviditását veszélyeztethették volna ezzel a pénzpiacon.

A befektetési bankok ugyanis a saját kereskedési tőkéjüket saját számlás kereskedésre használták a nagyobb haszon reményében. Ezért a befektetési bankok a kereskedelmi bankoktól felvett rövid lejáratú hiteleket használták a *hedge fundok* finanszírozására. Azonban a befektetési bankok sem tudták volna ezeket a rövid lejáratú hiteleket visszafizetni a kereskedelmi bankok felé akkor, ha adósaik a *hedge fundok* nem fizetnek nekik. Ez láncreakció oly mértékben reális veszély volt, hogy meg is valósult volna 2008-ban, ha a *FED* ismét nem avatkozik be a *Bear Stearns* csődhelyzetének észlelését követően.

Az új törvényi szabályozás az ilyen - az adófizetők által finanszírozott - beavatkozásokat szeretné elkerülni. Ezért lett a törvény fő célkitűzése a pénzügyi stabilitás növelése a *Dodd-Frank Wall Street Reform és Fogyasztóvédelmi Törvény* (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act - Dodd-Frank Act) néven került a történelemkönyvekbe. Bár a törvényjavaslatot már 2009 júniusában benyújtotta az Obama adminisztráció az csak 2010. július 20-án lépett hatályba. A többszöri módosítást követően a Képviselőházban a Pénzügyi Bizottság akkori elnöke *Barney Frank* képviselte az előterjesztést. A Szenátus Banki bizottságának elnöke ugyanebben az időszakban *Chris Dodd* volt. Miután a két kongresszusi képviselő komoly érdemeket szerzett az előterjesztések sorozatának törvénnyé emelésében, a törvényhozás ebbéli tevékenységüket úgy is elismerte, hogy, a 2010. június 25-én a törvény jóváhagyásakor a két politikus neve is a törvény nevének részévé vált. Már a törvény teljes elnevezése is sokatmondó.[57] A jogszabály ugyanis azt a grandiózus célt tűzte ki a nevében, hogy a *pénzügyi rendszer stabilitásának erősítése*. Ezt a célt egy olyan új szabályozással kívánja elérni, mely megerősíti a pénzügyi rendszerben elszámoltathatóság és az átláthatóság követelményeit. Azok betartatását két külön e törvény által létrehozott állami szerv a *Pénzügyi Stabilitás Ellenőrző Bizottság (Financial Stability Oversight Council – FSOC)* mint kormányközi szerv és az *Pénzügyi Kutatások Hivatala (Office of Financial Research)* a Pénzügyminisztérium felügyelete alatt szerv felügyeli és folyamatosan monitorozza, és amennyiben szükséges beavatkozást készít elő. A törvény teljes elnevezése tartalmazza azon célt is, hogy „*a túl nagy ahhoz, hogy megbukjon*” elv (“too big to fail”) alkalmazásának korszaka véget érjen. Ami azonban különösen fontos az adófizetők számára, hogy megvédje az adófizetőket a mentőprogramok jövőbeni finanszírozásától. Az ugyanis köztudott az amerikai

adófizetők számára is, hogy az állami mentőcsomagok költségeit közvetlenül a költségvetés, közvetve pedig a költségvetésbe történő befizetéseiken keresztül pedig az adófizetők viselik. Végül, de nem kevésbé fontos célként azt tűzi ki a törvény már az elnevezésében is, hogy megvédje a fogyasztókat a pénzügyi tranzakciókkal való visszaélésektől is.

A Dodd-Frank törvény tehát alapvetően három területen módosítja *hedge fundok* működési keretrendszerét. Első és legfontosabb szabályozási változás a törvény hatályba lépését követően az a szigorítás volt, melynek következtében a 150 millió USD feletti vagyont kezelő *hedge fundot* kezelő társaságnak kötelező jelleggel[58] az Egyesült Államok tőzsd felügyeleténél, a Securities and Exchange Commission-nél (*SEC*) regisztrálnia kell magát.[59] Ezzel megszűnt az a lehetőség, hogy a *hedge fund* vagyongazdálkodója maga döntse el, hogy a felügyeleti hatáskör alól felmenteti magát a vagyonos ügyfelek megtakarításait gyűjtve esetleg a megtakarítók számát korlátozva. A regisztrációval együtt a jelentős mennyiségű adminisztratív terhet is viselnie kell az alapkezelőnek. Többek között olyan nyilvántartást kell a törvény alapján a *hedge fund* kezelőjének vezetnie, hogy a felügyelet későbbi esetleges vizsgálatai számára transzparensten tudja bizonyítani azt a tényt, hogy minden befektetési tevékenysége során kizárta az összeférhetetlenséget az alap és a vezető és érdemi tisztségviselők megbízásai között. A *hedge fund* kezelési tevékenység átláthatóságát olyan mértékben meg kell növelnie a jogszabály alapján a *hedge fundok* kezelőinek, mely még egy külön vezető állású *compliance munkatárs* alkalmazását is magában foglalja. A *compliance vezető* feladata egy olyan *compliance program* kidolgozása és folyamatos nyomon követése, mely időszakos *SEC* vizsgálatok és ellenőrzések során kerül a felügyelet vizsgálódásának tárgyává. A *SEC* azonban még további jogköröket kapott a törvényben olyan felügyeleti jogkör növelési lehetőségekkel, melyek során mind a fentiekben túl kérhet további információkat és a közepes nagyságú *hedge fundok* is regisztrációra kötelezhetik. Mindezeket túl a többi *hedge fund* esetében is meghatározhat nyilvántartási és jelentési kötelezettségeket.

A *hedge fundok* közvetlen hatósági felügyelet alá vonásának egy új eszközt is alkalmazta Dodd-Frank törvény. Ez az intézmény az úgynevezett árutőzsdei alapok (*commodity pool*) melyek egyébként az összegyűjtött tőkének a kezelését jellemzően külső tanácsadóra[60] bízzák. A *hedge fundok*at ugyanis az árutőzsdei ügyleteket fektető olyan intézményként is lehet tekinteni, melyek kizárólagos célja a megtakarítások egyesítése és egy egységként kezelésével a tőkeáttétel növelése. Ezek árutőzsdei alapok kerültek a szabályozás fókuszába azzal, hogy az árutőzsdei ügynökök (*Commodity Futures Traders, Commodity Futures Operators*) kötelesek magukat regisztrálni a Határidős Árutőzsdei kereskedési Bizottságnál (*Commodity Futures Trading Commission- CFTC*) a határidős árutőzsdei ügyletek rendszerszintű kockázatainak nyomon követése érdekében.

A 2012-es Lendület a Kezdő Vállalkozásainkhoz törvény (*Jumpstart Our Business Startups Act of 2012 - JOBS*) feloldotta a korábbi korlátozást, mely csak minősített magánbefektetők[61] (*qualified investors*) és minősített intézményi befektetők (*qualified institutional investors*) körében tették lehetővé az ügyfelek megkeresését és a *hedge fund* reklámozását körükben. A 2012-es JOBS törvény 201. szakasza azonban feloldja ezt a korlátozást. Ugyanis úgy módosítja a *Code of Federal Regulations*-nek a *SEC* működésére vonatkozó szabályait, hogy a teljes potenciális befektetői körben már megkereshetők az ügyfelek, ha *SEC* felé bejelentkezik a *hedge fund* a törvény D nyomtatványa (Formula D)[62] szerint. Ezzel ugyanis az a kibocsátó már bárkit megkereshet és bárkinek reklámozhat, de csak a JOBS törvény által definiált minősített magánbefektetők számára értékesítheti az értékpapírjait.

5. A *hedge fundok* európai szabályozása

A *hedge fundokra* vonatkozó európai szabályozás az amerikaihoz képest eltérő utat választott. Az EU jogalkotói már 2010-ben belátták, hogy a sokasodó befektetési alapok szabályozása lehetetlen feladat és csak a befektetési alapkezelőkre vonatkozó szabályok implementálása útján lehet megregulálni a piaci szereplőket. Ennek érdekében született meg az *alternatív befektetési alap-kezelőkről, valamint a 2003/41/EK és a 2009/65/EK irányelv, továbbá az 1060/2009/EK és az 1095/2010/EU rendelet módosításáról szóló 2011/61/EU irányelv (Directive on Alternative Investment Fund Managers - AIFM)*, mely azonban szintén biztosít lehetőséget a szabályok alól történő mentesülésre. Azok az *alternatív befektetési*[63] alapok

mentesülhetnek a szigorúbb szabályok alól, melyek biztosítják a 100 millió EUR alatti kezelt vagyonnal rendelkeznek. Szintén mentesülnek az olyan alapok, melyek 500 millió EUR kezelt vagyonnal rendelkeznek bár, de tőkeáttételt nem alkalmaznak és olyan befektetési jegyet bocsátanak ki, melyek nem biztosítanak öt évnél rövidebb időszakra visszaváltási lehetőséget az általuk kibocsátott befektetési jegyek tulajdonosainak. A 2011-es AIFM irányelv két lehetséges működési modell áll rendelkezésre. Az egyik, hogy az alapkezelő az átruházható értékpapírokkal foglalkozó kollektív befektetési vállalkozásokra (ÁÉKBV) vonatkozó törvényi, rendeleti és közigazgatási rendelkezések összehangolásáról szóló 2009/65/EK irányelv, az Undertakings for the collective investment in transferable securities– UCITS (2009/65/EK) szerinti hagyományos befektetési alapként folytatja tevékenységét. A másik lehetőség, hogy az AIFM direktíva által meghatározott szabályok szerint működik.

2009 márciusában az AIFM irányelv garanciális célokat[64] jelölt meg az alternatív befektetési alapokat kezelő iparág tekintetében.

Az első és legfontosabb a makroprudenciális kockázat kezelése. A makroprudenciális kockázat azt a rendszer szintű kockázatot jelöli az alternatív befektetési alap iparág esetében, melynek során a makroszintű kockázatok kialakulását előrejelző adatgyűjtés összehangoltan történik. Emellett az adatok feldolgozása a prudenciális hatóságok[65] határokon átvívelő együttműködése keretében valósul meg a jogalkotó szándéka szerint.

Másik részről lényeges a mikroprudenciális kockázatok kezelése, ami azokat a kockázatokat jelenti, amelyek az egyes szolgáltatók és az egyes szolgáltatások szintjén merülhetnek fel. A mikroprudenciális kockázatok kezelése azért volt szükséges az Európai Unióban, mert az alternatív befektetési alapok kockázatkezelési gyakorlatával és eljárási rendjével szemben nem voltak megfelelő felügyeleti elvárások. A kockázatkezelés gyakorlatának hiányosságai azonban veszélyt jelentenek a befektetők, a szerződéses partnerek és a piac egészének tekintetében is. A konzisztensebb szabályozás csökkentheti a befektetők és szerződéses partnerek kockázatát, a határokon átnyúló szabályozás pedig a felügyeleti szervek közötti különbségek kihasználásának (szabályozói arbitrázs)[66] lehetőségét csökkenti.

A 2007-2009-es pénzügyi válság a befektetők védelme érdekében is a beavatkozás szükségességét támasztotta alá. Így van ez, még annak ellenére is, hogy az alternatív befektetési alapok ügyfelei jellemzően professzionális befektetők, de még számukra is szükséges a megbízható és teljes körű információszolgáltatás. A nemzeti szabályozások közzétételi és társaságirányítási tekintetben eltérő megközelítést alkalmaztak az EU szabályozást megelőzően, ezért nem is tudtak konzisztens jogi alapokat biztosítani az alternatív befektetési alapok kiszámítható működéséhez.

A piaci szabályozás egységesítése az alternatív befektetési alapok kezelésében nemcsak a pénzügyi stabilitást, de a piacok hatékonyságát és integritását is növelni tudja függetlenül a piac működési helyétől.

A magyar szabályozás ezeket az irányelvi rendelkezéseket implementálta a tagállami szinten, a kollektív befektetési formákról és kezelőikről, valamint egyes pénzügyi tárgyú törvények módosításáról szóló 2014. évi XVI. törvény szabályozási körében és a 78/2014. (III. 14.) Korm. rendelet[67] keretében. A magyar szabályozás átveszi a irányelv keretfeltételeit, sőt olyan alapvető fogalmakat is átültet, mint a prime dealer[68], valamint a cél-, és gyűjtőalapok meghatározását is. A jogszabály ugyanis az alapokba fektető alternatív alapok helyett a gyűjtőalap kifejezést használja és a befektetés tárgyát képező alternatív alap a célalap elnevezéssel kerül meghatározásra.

Hasonlóan az AIFM irányelvhez a 2014. évi XVI. törvény is kivételt tesz a 100 millió EUR alatti kezelt vagyonnal rendelkező vagy 500 millió EUR kezelt vagyonnal rendelkező, de tőkeáttételt nem alkalmazó és olyan befektetési jegyet kibocsátó alternatív befektetési alapoknál, melyek nem biztosítanak öt évnél rövidebb időszakra visszaváltási lehetőséget az általuk kibocsátott befektetési jegyek tulajdonosainak.[69]

Azonban a magyar szabályozás ellentétben az EU keretszabályozással a törvény hatálya alá helyezi ezeket az alapokat is és csak négy területen engedélyez kivételt az ilyen paraméterekkel rendelkező alapok számára a szabályozás alól. A kivételek a javadalmazási, kockázatkezelési, a likviditáskezelési és visszaváltási politikára és ez utóbbi két rendszer összehangjának kérdésére vonatkoznak[70] a 2014. évi XVI. törvényben.

A magyar szabályozás is átveszi a halasztott javadalmazási rendszer EU által meghatározott normáit. Minimum 40 % -a teljesítmény alapú javadalmazásnak csak 3-5 év késleltetéssel fizethető ki.[71]

Annak ellenére, hogy az EU jogi szabályozása nem egy amerikai típusú *hedge fund* szabályrendszer alkalmaz, a magyar szabályozás mintha ennél az európai megközelítésnél mégis szélesebbre tárná a lehetőségeket a *hedge fundok* működését illetően. A 78/2014. (III. 14.) Korm. rendelet 23. § (2) bekezdése lehetővé teszi a Kormányrendelet szabta szigorú korlátoktól való jelentős eltérést. Ebben az esetben a nyilvános befektetési alap nevében a „származtatott befektetési alap” elnevezésnek szerepelnie kell és az alábbi két feltételből legalább egynek teljesülnie kell. Először is, az egy befektető által befektethető minimális kezdő befektetés *tízmillió HUF*, másodsor befektetési jegyei csak szakmai befektetők körében forgalmazhatók. A fenti feltételek teljesülése esetén az alap kezelési szabályzatában egyedileg meghatározható a származtatott ügyletekben lévő pozíciók összesített kockázati kitettsége mértéke. Ezzel egy olyan alternatív alap jöhet létre, amely a *hedge fundok* két alapvető tulajdonságát valósítja meg, vagyis a befektetők köre kiemelt vagyonnal rendelkezik vagy szakmai befektető és magas tőkeáttétel valósul meg. A teljesítmény alapú díjazás csak részben valósulhat meg halasztott hatállyal. Az alapkezelő és a befektetők azonos alapon történő tőke-befektetése és közös kezelése csak elkülönült jogalany bevonásával valósulhat meg.

6. Konklúzió

A fentiek tükrében megállapítható, hogy *hedge fundok* befektetések világának nagy hozamot ígérő, de kockázatos befektetési politikát alkalmazó, nem ritkán csak egy irányban kereskedő befektetési alapok. Népszerűségük töretlen, még akkor is, ha számos esetben okoztak veszteséget saját befektetőiknek, illetve ellenséges kereskedési stratégiákat alakítottak ki több nemzetgazdaság érdekeivel szemben. Jogi szabályozásuk még annak ellenére is rugalmas, hogy a 2007-ben kirobbant válságot követően több kísérlet mutatkozott európai és globális viszonylatban arra, hogy a jogalkotók keretek közé szorítsák tevékenységüket. Erdemben mégsem voltak felülírhatók e szabályozások által azok a célok és megoldások, melyek a *hedge fundok* továbbra is követnek. Ennek oka, hogy tevékenységükre az igényt a tőkepiaci befektetések felső szegmenszei támasztják, akik saját tőkéjükre vetítve előszeretettel alkalmaznak kockázatosabb, de magasabb megtérülést ígérő kereskedési formákat. A *hedge fundok* nem feltétlenül generálják, mint inkább biztosítják a feltételeket a piaci keresletnek megfelelően. A *hedge fundoknak* ugyanis valóban lehetnek kedvező hatásai, mert a piaci likviditás biztosításán és növelésén túlmenően motivált befektetői garnitúra kialakításában vesznek részt, amely különös tekintettel az alacsony kamatszintekre, kiemelkedő megtérülést eredményezhet az ügyfeleknek. A *hedge fundok* újszerű megközelítései termékenyítőleg hatottak a hagyományos befektetési alapkezelés területén is.

Nem szabad azonban elfelejteni, hogy a *hedge fundok* működésébe kódolt rendszerszintű kockázat jelentős mértékét szinte kivétel nélkül minden állam felismerte, sőt vonatkozó jogi szabályozási kereteit szigorította a tapasztalatok tükrében. E reformok hatékonyságát az elkövetkező évek piaci eseményei igazolhatják, vagy cáfolhatják meg, leginkább annak függvényében, hogy az állami és föderatív tőkepiaci hatóságok mennyiben lesznek képesek betölteni ellenőrző szerepüket a jogszabályok rendelkezéseivel összhangban.

Summary - Hedges beyond the Edge - Overview of Potentials and Risks of Hedge Funds

The first thing that comes to one's mind about hedge funds is risk taking and excelled level of profitability. However, the operation of hedge funds is a disputed and sometimes contradicted process and market participants often express their doubt about the effects of the phenomenon. Therefore, the role of legal regulation is crucial at this field. Avoiding the effect of the afore mentioned regulations is however still intended by many funds that operate all over the world. This paper intends to offer a deeper insight in to the world of hedge funds and the regulatory background. In light of the 2007-2009 financial crisis the topic seems to be evergreen and the future of hedge funds largely depends on the application of the regulatory reforms based on the recent experiences.

[1] A tanulmány a Bolyai János Kutatási Ösztöndíj támogatásával készült.

[2] A derivatívák vagy más néven származtatott eszközök olyan befektetési eszközök, melynek árfolyama egy mögöttes termék árától függ.

[3] INEICHEN, Alexander: AIMA's Roadmap to Hedge Funds 2012 Edition, AIMA 2012., <http://www.aima.org/download.cfm/docid/E9031A27-E978-4009-85EA1A8D325DAF7D> 13.

[4] Az abszolút hozam azt jelenti, hogy a befektetési szolgáltató az ügyfeleinek a piacok teljesítményétől függetlenül biztosítja a hozamot.

[5] Lásd SHADAB, Houman B.: *Hedge fund Governance* 19 Stan. J.L. Bus. & Fin. 141 2013-2014 141.old.

[6] ASHWORTH, Luther R. II.: *Is Hedge fund Adviser Registration Necessary to accomplish the Goals of Dodd-Frank Act's Title IV?* 70 Wash. & Lee L. Rev. 651 2013, 655-656.

[7] *Alfred Winslow Jones* (1900-1989) szociológusként és pénzügyi újságíróként kezdte pályáját. Tanulmányait a *Harvard* és a *Columbia* egyetemeken végezte. Neve szorosan összefonódik a *hedge fundok* első prototípusainak megalapításával és működtetésével. Noha professzionális befektetési tevékenységét már korábban megkezdte, szakmai körökben csak 1966-ban vált ismertté, mikor megközelítéséről és tevékenységéről egy átfogó írás jelent meg a *Fortune* magazin hasábjain. Lásd CONNOR, Gregory and WOO, Mason: *An Introduction to Hedge funds* Introductory Guide International Asset management The London School of Economics and Political Science 12.

[8] A rövid pozíció (*short position*) egy befektetési elem árfolyamának csökkenésére történő spekulatív kereskedés, melynek során a haszon éppen akkor képződik, ha a befektetési elem árfolyama csökken. Az angol *short*, vagyis rövid kifejezés azért került alkalmazásra az ügylet-típus megjelölésére, mert kezdetben csak rövid lejáratú idővel lehetett hasonló ügyletet kötni. Ebből a körülményből ered, hogy a vételi pozíciókat a piaci szereplők hosszú (angolul *long*) pozícióknak nevezik.

[9] A *tőkeáttétel* használatának előnye, hogy a befektetett tőke hozamának többszörösét lehet elérni, de a veszteségek is multiplikálódhatnak. E tőkehatékonyságot használt ki *Alfred Winslow Jones hedge fundjának* kezelése során.

[10] ASHWORTH, Luther R. II.: *Is Hedge fund Adviser Registration Necessary to accomplish the Goals of Dodd-Frank Act's Title IV?* 70 Wash. & Lee L. Rev. 651 2013, 675.

[11] Az alapok alapja olyan befektetési alap, amely más befektetés alapokba helyezi ügyfelei megtakarításait. Ellentétben más típusú alapkezelőkkel, az alapok alapja nem közvetlenül hozzáférhető befektetési elemekbe alokálja az általa kezelt tőkét. Előnye lehet, hogy rajta keresztül közvetve olyan befektetési elemek is elérhetővé válnak melyeknek kereskedésére a lokális piacokon más módon nem nyílna lehetőség.

[12] Lásd CONNOR, Gregory and WOO, Mason: *An Introduction to Hedge funds* Introductory Guide International Asset management The London School of Economics and Political Science 13.

[13] Lásd FESENMAIER, Jeff and SMITH, Gary: *The Nifty-Fifty Re-Revisited* The Journal of Investing Fall 2002, Vol. 11, No. 3, 86.

[14] Az 1995. november 3-án elindult Nifty 50 index, India vezető indexe is ezt a nevet vette fel.

[15] A Price/Earnings mutató egy adott részvény árfolyamának és az adott részvényre jutó éves eredmény hányadosa. Az elmúlt 12 hónap négy negyedéves eredményével számolunk, az esetleges részvényfelosztásokkal korrigálva és az időszak kezdetének jellemző árfolyammal számolva. A piaci átlag jellemzően 15 körüli értéket mutat hosszú távon.

[16] 1960-as évektől indult részvénypiaci hossz csúcsán 1972-ben az Avon 65-es P/E a Polaroid 91 es P/E mutatóval rendelkezett. Az 1973-as tőzsdei visszaesésekor a Polaroid árfolyam 91 %-ot zuhant.

[17] Hasonló gyűjtő fogalom *blue-chip*, ami a legmegbízhatóbb és folyamatosan nyereséges tőzsdei társaságok köre. Ez a fogalom már a *Dow Jones Híriügynökségnél* az 1920-as évek közepén használták a pénzügyi piac legendái szerint. A *Dow Jones Ipari Átlag* mely 1896. május 26-ától mutatja a 30 legnagyobb társaság árfolyamainak összesített mozgását az az index, melyre leginkább jellemző, hogy tömöríti

mindenkori blue-chipeket. Érdekes, hogy az index nem tőzsdei kapitalizációval súlyozott, hanem árfolyammal súlyozott, ami azt jelenti, hogy az index tagjainak az árfolyamát összeadjuk és egy olyan hányadossal osztjuk el, amely figyelembe veszi a részvényfelosztásokat is. 2013-ban egy dollár árfolyamváltozás egy indextag esetében 6,42 pontos változást jelentett az index pontértékében. A *blue-chip* kifejezés a pókerből ered, ahol a legdrágább zseton a kék színű 25 dolláros értékkel, míg a piros általában 5 dollár, a fehér 1 dollár értéket képvisel.

[18] Lásd: Hedge funds, Leverage, and the Lessons of Long-Term Capital Management Report of The President's Working Group on Financial Markets című a Pénzügyminisztérium (Department of Treasury), a FED Kormányzótanácsa (Board of Governors of the Federal Reserve System) a Tőzsdefelügyelet (*SEC*) és a Határidős Árutőzsde Kereskedelmi Bizottság Commodity Futures Trading Commission) az Egyesült Államok elnökének a *hedge fund*okról és az LTCM botrányról készített jelentést. A jelentésben áttekintették többek között a *hedge fund* iparág hátterét és történetét és egy 1968-as Tőzsdefelügyeleti jelentés szerint 140 *hedge fund* volt 1968-ban, 1.

[19] Lásd CONNOR, Gregory and WOO, Mason: *An Introduction to Hedge funds* Introductory Guide International Asset management The London School of Economics and Political Science, 13.

[20] Julian Robertson (1933-) a North Carolina egyetemen végzett üzleti adminisztráció szakon 1955-ben. A Kidder, Peabody and Co. brókereként dolgozott húsz évig majd ezt követően 1980-ban megalapította a Tiger Management Group-t. Aktív éveiben a Wall Street varázslója (Wizard of Wall Street) becenevet kapta, ezt a becenevet az 1980 és 1996 között éves 32 %-os hozamot biztosító teljesítményével érdemelte ki. Kedvenc mondása volt, hogy 'válasszuk ki a 200 legjobb tőzsdén jegyzett vállalkozást és játszunk az emelkedésükre és válasszuk ki a 200 leggyengébb tőzsdén jegyzett társaságot és rövid eladásokkal spekuláljunk az árfolyamesésükre. Ha a 200 legjobb nem fog jobban teljesíteni, mint a 200 legrosszabb, akkor szakmát kell váltanunk.'

[21] A makrogazdaság a nagy gazdasági rendszerek szisztematikus működési elveit rögzíti, szemben a mikro gazdasággal, amely az egységszintű gazdasági kollektívák működési mechanizmusait írja le.

[22] Az *európai árfolyam-mechanizmus* (European Exchange Rate Mechanism, ERM) az Európai Gazdasági Közösség által 1979 március 13-án létrehozott nemzetközi fizetési rendszer. A rendszer létrehozásával a cél az volt, hogy az Európai Gazdasági Közösség az Európai Monetáris Unió részeként az ERM-t létrehozza. Az euró bevezetését az ERM rendszere készítette elő. Az euróra való felkészülés jegyében a cél az volt, hogy az Európai Gazdasági Közösség csökkentse az devizák egymás közötti árfolyamainak ingadozását és ezzel közelebb vigyen a pénzügyi stabilitáshoz az Európai Gazdasági Közösség (a későbbi Európai Unió) tagállamaiban. A cél az euró 1999. január elseji létrejöttével meg is valósult.

[23] Lásd PRICEONOMICS. 2014: *The Trade of the Century: When George Soros Broke the British Pound*. <http://priceonomics.com/the-trade-of-the-century-when-george-soros-broke/> (2015. október 25.) 1992. szeptember 16-án először 10 %-ról 12 %-ra majd ugyanaznap 15 %-ra emelte az angol jegybank a jegybanki alapkamatot miután ezt megelőzően sikertelenül próbálta megvédeni a font árfolyamát egy 1 milliárd fontos devizapiaci intervenció során. Ekkor hangzott el Soros mondása kapd el a torkát (go for the jugular) utalva az angol font körül szoruló hurokra.

[24] A rögzített (fixed rate) vagy más néven kötött (pegged rate) árfolyamrendszer célja, hogy egy nemzeti fizetőeszköz árfolyamát stabilizálja oly módon, hogy egy másik nemzeti fizetőeszközhöz vagy azok kosarához, esetleg az aranyhoz köti azt. Ezzel a nemzeti fizetőeszköz pozícióját stabilizálhatja a nemzetközi pénzpiacokon. Azonban ennek az a feltétele, hogy a jegybank a nemzeti fizetőeszközt folyamatosan megvédje a saját fizetőeszköz vételével vagy eladásával. A hátránya a rögzített árfolyamrendszernek, hogy önálló monetáris politikának a gyakorlására nem ad lehetőséget. A rögzített árfolyamrendszer kockázata pedig abban áll, hogy jegybank valutatartaléka a nemzeti fizetőeszköz védelmére csak a valutatartalék egy részéig használható. Ha nemzeti fizetőeszköze leértékelődési nyomás nehezedik, akkor a valutatartaléknál nagyobb tökével a rögzített árfolyam feladása kikényszeríthető a pénzpiacon

[25] Lásd FOREX ILLUSTRATED. 2015: *Trading Strategies – 3 Biggest Forex Trades of George Soros*. <http://forexillustrated.com/trading-strategies-biggest-trades-soros/> (2015. október 25.) 1997. júliusában

Soros felhívta még a thai emberek figyelmét is a nemzeti valutájuk várható leértékelődésére és az ebből fakadó válságra. Ennek értékét azonban csökkenté, hogy a thai Nemzeti Bank 7 milliárd USA dolláros beavatkozása miatt ez éppen akkor történt, amikor a *thai baht* erősödött a dollárhoz képest, ami veszteségessé tette Soros korábban nyitott befektetéseit.

[26] A *free float* szabadon lebegő árfolyamrendszer esetében a jegybank nem köti a nemzeti fizetőeszköz árfolyamát egy valutához vagy egy valutakosárhoz, hanem éppen ezzel ellentétesen hagyja, hogy a piaci kereslet és kínálat határozza meg a fizetőeszköz árfolyamát.

[27] Robert Cox Merton (1944 -) Harvard University és Myron Samuel Scholes (1941-) Stanford University professzorai 1997-ben közgazdasági Nobel-díjat kaptak a származékos ügyletek értékének meghatározó model kidolgozásáért. Fischer Black 1995-ben elhunyt így nem kaphatott Nobel-díjat, de a Nobel Bizottság megemlégette Black a modell kidolgozásához való hozzájárulását. A Black-Scholes modell a vételi és eladási opciók értékeléséhez ad fogalmi keretrendszert.

[28] Érdeemes visszautalnunk arra, hogy *John Merivether* befektetési tevékenységét azóta sem övezte egyöntetű siker. 2002-ben egy újabb *hedge fundot* alapított, amely a 2007-es *amerikai másodlagos jelzáloghitel piaci válság (subprime crisis)* eseményei hatására ment tönkre.

[29] Az arbitrázs egy olyan pénzügyi eszköz, amely különböző piacokon eltérő árakon kerül kereskedésre. Ennek köszönhetően a különbséget egyidejű vételi és eladási pozíció kialakítása mellett kockázatmentes befektetési lehetőséget biztosít.

[30] A kvantitatív befektetési stratégia során nagy mennyiségű pénzügyi adat elemzése történik meg rendkívül gyorsan, ami gyorsan lekereskedhető (azaz profitra váltható) információkhoz juttatja a stratégia alkalmazóját.

[31] A *konvergencia elméletek* alapja az a feltételezés, hogy azonos irányba vagy szintre kerülnek a különböző összefüggő változók értékei.

[32] A *volatilitás* az egyes pénzügyi eszköz árfolyam időbeli mozgásának mértéke. Azt jelzi, hogy milyen sávban mozog egy adott időszakban az adott pénzügyi eszköz. Minél nagyobb a mozgás sávja, annál nagyobb a volatilitás és fordítva, minél kisebb a mozgás amplitúdója annál kisebb a volatilitás.

[33] A *névleges kitettség*, angol terminológiával kifejezve *nominal exposure*, azt a teljes pénzügyi veszteség-lehetőséget foglalja magába, amely minden pozíció maximális veszteséges alakulása esetén a befektetési intézmény elszenvedhet. A fogalom voltaképpen a lehetséges legnagyobb veszteség megjelölésére szolgál, melyet egy befektetési alap (vagy más intézmény) az általa kezelt vagyon viszonylatában elszenvedhet.

[34] A *CALPERS* a kaliforniai állami nyugdíjalap, mely a világ legnagyobb intézményi befektetőinek egyike. Az általa kezelt befektetési portfólió nagyon összetett arculatot mutat, a kockázati tőkebefektetésektől egészen a nyilvánosan működő részvénytársaságok által kibocsátott értékpapírokra alapuló *derivatívákig*. A magyar jogászok és közgazdasági szakemberek számára egyaránt furcsa lehet, hogy a világ egyik legjelentősebb intézményi befektetője éppen egy állami nyugdíjalap, azonban az Egyesült Államokban a nyugdíjalapok nagyobb tőkével és aktívabb piaci szerepvállalással igyekeznek növelni a kedvezményezettnek nyugdíj-célú megtakarításainak értékét.

[35] Lásd CONNOR, Gregory and WOO, Mason: *An Introduction to Hedge funds* Introductory Guide International Asset management The London School of Economics and Political Science, 17.

[36] A *diverzifikáció* olyan eljárás, melynek során a kezelt vagyon több befektetési eszköz igénybevételével kerül megosztásra, csökkentve ezzel az egyedi befektetési instrumentumok specifikus kockázatait. A diverzifikált befektetési portfólió nem garantálja a veszteségek elkerülését, de a kimagaslóan nagy kockázatot az átlagos – piaci, szektorális vagy más – rendszerszintű kockázati szintre csökkenti.

[37] Lásd CONNOR, Gregory and WOO, Mason: *An Introduction to Hedge funds* Introductory Guide International Asset management The London School of Economics and Political Science, 17.

[38] ASHWORTH, Luther R. II.: Is *Hedge fund* Adviser Registration Necessary to accomplish the Goals of Dodd-Frank Act's Title IV? 70 Wash. & Lee L. Rev. 651 2013, 658.

[39] Lásd SHADAB, Houman B.: *Hedge fund Governance* 19 Stan. J.L. Bus. & Fin. 141 2013-2014, 152.

[40] A befektetési társaságokról szóló 1940-es törvény (*Investment Company Act of 1940*) 1. rész 51. A bekezdés.

[41] A *saját számlás kereskedés (proprietary trading)* azt jelenti, hogy a társaság saját tőkéjét bocsájtja az értékpapír kereskedő munkavállalói részére, a tőkeáttétel lehetőségét is biztosítja a kereskedőknek, hogy azzal a társaság (ellentétben a bizományosi tevékenység 1-2 %-os maximális díjával szemben) a teljes ügylet hasznát realizálhassa. Azonban így az ügylet teljes kockázata miatt a veszteség (tőkeáttétel esetén annak a többszöröse) is a társaságot terheli. A 2008-as az amerikai jelzálogpiaci válságot (*subprime crisis*) követően az Egyesült Államokban jelentősen korlátozták a befektetési bankok saját számlás kereskedési limitjét a *Dodd-Frank* törvény társaságok saját tőkéjének 3 %-ban.

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

[43] A külföldi privát tanácsadót a *Dodd-Frank* törvény hatályba lépése előtt úgy határozta meg a törvényi szabályozás, hogy olyan befektetési tanácsadó (aki értékpapírok adásvételére tesz javaslatot) akinek tizenötönél kevesebb USA ügyfele és nem végez ilyen tanácsadó tevékenységet az Egyesült Államokban. A *Dodd-Frank* törvény ezt az amúgy is szűkre szabott egéretat, további feltételekkel egészítette ki. Ezek alapján a 25 fős ügyfélkör limitbe a privát alapok ügyfeleit is figyelembe kell venni és nincs ezen kívül telephelye sem az Egyesült Államokban és nem végez tanácsadói tevékenységet regisztrált befektetési társaságok és regisztrált fejlesztési társaságok részére. Ezekkel a feltételekkel szinte csak egy kisebb privát alapot lehet kezelni már csak külföldi privát tanácsadóként, ahogy azt az eredeti elnevezés is, mint jogalkotói tűzhetette ki célul és nem mint nyilvános *hedge fundot* egy szabályozási kivételre támaszkodva.

[44] Lásd SHADAB, Houman B.: *Hedge fund Governance* 19 Stan. J.L. Bus. & Fin. 141 2013-2014 153.old.

[45] Az Egyesült Államokban a *partnership* típusú társaságok körébe a polgári jogi társasághoz leginkább hasonló jogalanyok tartoznak, melyek egyszerűbb változatainak megalapítása az amerikai jog szerint nem feltétlenül kötött formális aktushoz és hivatalos bejegyzéshez. Ugyanakkor a *hedge fundok* esetében a létrehozott *partnership*ek inkább az európai gazdasági társaságokra hasonlítanak, erős személyegyesítő jelleget viselve magukon, mint a közkereseti és a betéti társaságok. A hasonlóság abban is megnyilvánul, hogy míg az *általános partnership*ek (*general partnership*) tagjai korlátlan vagyoni felelősséggel tartoznak a társaság adósságaiért, addi a *korlátolt felelősségű partnership* (*limited liability partnership*) tagjai között olyanok is akadnak, akik nem felelnek e tartozásokért.

[46] Lásd SHADAB, Houman B.: *Hedge fund Governance* 19 Stan. J.L. Bus. & Fin. 141 2013-2014 155.old.

[47] Lásd MASON, HAYNES & CURRAN: *Hedge funds in Ireland* http://www.thehfa.org/documents/FG/hfa/documents/233893_hedge-funds-in-ireland-mhc-jan-2012.pdf (2015. december 16.) 2.

[48] Lásd MASON, HAYNES & CURRAN: *Hedge funds in Ireland* http://www.thehfa.org/documents/FG/hfa/documents/233893_hedge-funds-in-ireland-mhc-jan-2012.pdf (2015. december 16.) 7.

[49] *Qualifying Investment Fund (QIF)* a minősített befektetési alapként működő *hedge fund* lehet az a *hedge fund*, amely az alábbi két feltételnek megfelel. A 100.000 EUR-nál magasabb összegű megtakarítást, mint minimális befektetési összeget minimális befektetési összegként határoz meg és kizárólag professzionális befektetőnek minősülő (a 2004/39-es EU direktíva a Pénzügyi Eszközök piacairól kiegészítésének megfelelő (Annex II of Directive 2004/39/EC (Markets in Financial Instruments Directive), és kereskedelmi bank ,befektetési alapkezelő által a MIFID teszttel is megerősített megfelelő szaktudással rendelkező befektetők megtakarításait kezeli. Lásd MASON, HAYNES & CURRAN: *Hedge funds in Ireland* [http://www.thehfa.org/documents/FG/hfa/documents/233893_hedge-funds-in-ireland-mhc-jan-](http://www.thehfa.org/documents/FG/hfa/documents/233893_hedge-funds-in-ireland-mhc-jan-2012.pdf)

2012.pdf (2015. december 16.) 2.

[50] A *counter-party risk* olyan szerződési partner-kockázat, amely a szerződő felek közötti likviditási problémákból adódik. Amennyiben például az alapkezelő részvényt pakettet vásárol partnerétől, akkor ki van téve a részvényátruházás elmaradásával járó kockázatnak. A valós kockázat a szabályozási környezet hiányosságaiból adódik, mert szabályozott környezetben garanciális intézményi biztosítékok szavatolnák a teljesítést, például elszámolóházak szerződő félként történő közbeiktatása.

[51] A *hedge fundok*ra vonatkozó szabályozás hatálya alá nem tartozó alapok.

[52] Lásd MASON, HAYNES & CURRAN: *Hedge funds in Ireland* http://www.thehfa.org/documents/FG/hfa/documents/233893_hedge-funds-in-ireland-mhc-jan-2012.pdf (2015. december 16.) 1.

[53] Lásd ASHWORTH, Luther R. II.: *Is Hedge fund Adviser Registration Necessary to accomplish the Goals of Dodd-Frank Act's Title IV?* 70 Wash. & Lee L. Rev. 651 2013 669 old.

[54] Külön érdekesség, hogy a *prime dealer* – azaz egy meghatározott *hedge fundot* elsődleges finanszírozó pénzintézet – kifejezést a 2014. évi XVI. törvény nem fordítja le magyarra, hanem eredeti – angol – formájában alkalmazza.

[55] Az *elszámolóházak* feladata, hogy tagjai számára minimálisra csökkentsék a szerződő fél kockázatát azzal, hogy belépnek a szerződő fél helyett az adott kötelembé és mindkét féltől külön-külön elszámolással, de egyidejűleg biztosítják az elszámolás megvalósulását. Ehhez olyan szabályrendszert alakít ki és működtet az elszámolóház, hogy a felek szerződéses kötelezettségének fedezete egy nagyobb piaci elmozdulás esetén is biztosított legyen.

[56] RIVIERE, Anne: *The Future of Hedge fund Regulation: A Comparative Approach* 10 Rich. J. Global L. & Bus. 263 2010-2011 265.old.

[57] An Act to promote the financial stability of the United States by improving accountability and transparency in the financial system, to end "too big to fail", to protect the American taxpayer by ending *bailouts*, to protect consumers from abusive financial services practices, and for other purposes.

[58] ASHWORTH, Luther R. II.: *Is Hedge fund Adviser Registration Necessary to accomplish the Goals of Dodd-Frank Act's Title IV?* 70 Wash. & Lee L. Rev. 651 2013 684 old.

[59] ASHWORTH, Luther R. II.: *Is Hedge fund Adviser Registration Necessary to accomplish the Goals of Dodd-Frank Act's Title IV?* 70 Wash. & Lee L. Rev. 651 2013 654 old.

[60] Commodity pool advisor az a magánszemély vagy társaság, aki vagy amely árutőzsdei alapot kezel. A commodity pool operator az a társaság, mely árutőzsdei alapnak végez adminisztratív, letétkezelői ügynöki tevékenységet.

[61] Egy magánszemély 1 millió USD nettó vagyonnal rendelkezik vagy a házastársával együtt a nettó vagyona eléri ezt az összeget a jegyzéskor a hitelek nélkül és az elsődleges lakóingatlan értéke nélkül. A másik lehetőség az, hogy az ügyfél az elmúlt két évben legalább évi 200.000 USD jövedelemmel és a következő években is várhatóan ennyit fog keresni vagy hasonló módon a házastársával együtt évi 300.000 USD jövedelemmel rendelkezett az elmúlt két évben és várhatóan hasonlóan fog keresni.

[62] Az 1933-as Értékpapír törvény két lehetőség kínál egy kibocsátónak egy értékpapír kibocsátás esetén. A SEC-nél regisztráltathatja magát egy szigorú eljárásrendnek megfelelően vagy a törvény 504, 505, 506 szabályait alkalmazva azzal a lehetőséggel él, hogy csak egy egyszerűsített D nyomtatványt töltsön csak ki, bizonyítva a három lehetőség közül az egyiknek történő megfelelést.

[63] Az *alternatív befektetési alapok* a hagyományos befektetési alapoktól eltérő és az azokra vonatkozó szabályozás körén kívül eső tőkegyűjtő szervezetek, melyek a többi befektetési alaptól eltérően nem helyeznek hangsúlyt a diverzifikált portfóliók kialakítására, nagy volumenben alkalmaznak tőkeáttétet és származékos ügyleteket.

[64] Lásd http://ec.europa.eu/finance/investment/docs/20121219-directive/ia_en.pdf 8. old. (2015.

december 15.)

[65] A *prudenciális hatóságok* a tőkepiaci felügyeletet ellátó hatóságok körét jelentik.

[66] A *szabályozási arbitrázs* során az egyes szolgáltatók a kedvezőbb, vagy enyhébb szabályozási környezetet biztosító országot választják működési székhelyükként, mely döntésnek lehet ugyan költségvonzata is, de az az elsődleges szempont az egyszerűbb és kevesebb teherrel járó működés.

[67] 78/2014. (III. 14.) Korm. rendelet a kollektív befektetési formák befektetési és hitelfelvételi szabályairól.

[68] A *prime dealer* az pénzügyi szolgáltató, mely a befektetési alap számára nem csak számlavezetési, de egyben finanszírozási szolgáltatásokat is nyújt. A szolgáltatások jellege miatt ezt a megoldást az Egyesült Államokban jellemzően befektetési bankok látják el, míg Európában inkább a kereskedelmi bankok végzik.

[69] 2014. évi XVI. törvény 2 §. (2) bekezdése

[70] 2014. évi XVI. törvény 33. §, a 35. § (1), és (3)-(5) bekezdése, valamint a 36. § hatálya alól ad felmentést

[71] 2014. évi XVI. törvény 13. melléklet