

KECSKÉS ANDRÁS\*

## Aktivizált befektetők – az aktivista fedezeti alapok és jogi szabályozásuk a nemzetközi pénz- és tőkepiacokon

### 1. Bevezetés

A pénz- és tőkepiacokon az *intézményi befektetők*<sup>1</sup> számítanak legbefolyásosabb és leg-tőkeerősebb befektetőknek. Az árfolyamok *volatilitása*<sup>2</sup> és stabilitása,<sup>3</sup> valamint a piacok kapitalizációja<sup>4</sup> nagyban függ jelenlétüktől és szerepvállalásuktól. Gyakori tévhit azonban, hogy a pénz- és tőkepiacokon az intézményi befektetők tevékenysége *kizárólag* a hosszú távú gondolkodást és a stabilitást szolgálhatja. Nem minden intézményi befektető köteleződik el a hosszú távú befektetések mellett, de tény hogy nem túl gyakoriak a kifejezetten rövid távú stratégiákat követő intézményi befektetők sem. Ez a tanulmány éppen erre a szűk, de annál érdekesebb körre összpontosítja vizsgálati spektrumát: az *aktivista fedezeti alapokként* ismert *fedezeti alapokra*.<sup>5</sup> Az elemzés módszertanilag a *fedezeti alapok* működése és a szabályozási környezetének elemzése irányából közelít a témához. E két terület amiatt rendkívül érdekes, mert az aktivista *fedezeti alapok* egyik fő jellemzője, hogy a rövid távú célok elérése érdekében az általuk befektetések (része-

---

\* Phd., tanszékvezető, egyetemi docens, Pécsi Tudományegyetem Állam- és Jogtudományi Kar Gazdasági és Kereskedelmi Jogi Tanszék – A tanulmány a Bolyai János Kutatási Ösztöndíj támogatásával készült.

<sup>1</sup> Az intézményi befektetők köre jelen tanulmány esetében a nyugdíjalapok, biztosító társaságok, befektetési alapok és egyéb kollektív befektetési formák összessége. Kiterjedtebb formában e megjelölés vonatkozhat minden olyan befektetési szolgáltatóra, amely ügyfelek megtakarításai kollektív befektetési formában kezeli.

<sup>2</sup> 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 amplitudója* annál kisebb a *volatilitás*.

<sup>3</sup> A *stabilitás* azt jelenti, hogy az intézményi befektetők a piaci ciklussal szemben, anticiklikus befektetési döntéseket hoznak. Azaz jelentős árfolyamesések esetén vásárolnak, míg piaci buborék kialakulásakor pedig eladási megbízásokat adnak.

<sup>4</sup> A *kapitalizáció* egy részvénytársaság esetén a részvények száma szorozva a részvények árfolyamértékével. A tőzsde *kapitalizációja* az egyes bevezetett részvénytársaságokban szereplő részvények száma szorozva az adott részvénytársaság árfolyamértékével és ezen szorzatok összessége.

<sup>5</sup> *Fedezeti alap* vagy más néven *hedge fund* olyan intézményi befektető, mely jellemzően eszközösztály megkötöttségek nélkül, tőkeáttételt alkalmazva kezeli a kiemelt magán és intézményi megtakarítók befektetéseit, az alapkezelő jelentős javadalmazási érdekeltsége mellett. A tanulmányban a továbbiakban a fedezeti alap kifejezést használjuk.

sedések) útján a különböző társaság vezetésébe is beavatkoznak. Ez a beavatkozás már a felelős társaságirányítás kérdéseit is felveti, mely egyrészt a *fedezeti alap* menedzsmentje, másrészt a tulajdonolt (cél)társaság vezetése nézőpontjából is jelentőséghez jut.

E témakör összetett jellegéből adódóan érdemes kiindulni abból, miként osztályozhatók az *Európai Unióban* jelen lévő befektetői csoportok. Ennek megfelelően, *kétféle működési modellt* különíthetünk el egymástól, mégpedig aszerint, hogy milyen terjedelemben érvényesítik társasági jogi *tagsági jogait* annak a *jogi személynek* (jellemzően *gazdasági társaságnak*) a működési körében, amelyben részesedést szereztek. Az első csoportba tartoznak az úgynevezett *passzív befektetők*, amelyek nem vesznek (vagy nem vehetnek részt) az általuk tulajdonolt társaságok irányításában. Különböző jogi akadályok merülhetnek fel a közvetlen befolyás érvényesítése szempontjából, de jó példát jelentenek a *befektetési alapok*<sup>6</sup> *tulajdonosai*, akik csupán magában az alapban szereznek befektetési jegyeket és polgári jogi értelemben nem tulajdonosai az alap befektetési portfóliójában szereplő társaságoknak. Ebben az esetben az alap menedzsmentje szólhatna bele közvetlenül a portfólió társaságok irányítási kérdéseibe, de csak akkor, ha kellő mennyiségű (stratégiai részesedést biztosító) részvényt szerzett meg a befektetési alap közvetlen, vagy közvetett úton.

Ehhez képest más az úgynevezett *aktív befektetők* szerepe, amelyek – hűen elnevezésükhöz – számos esetben próbálnak meg beavatkozni azoknak a társaságoknak a működésébe, amelyekben részesedést szereztek befektetési tevékenységük során. Az intézményi befektetők e csoportja él a megszerzett társasági tulajdonrészek kínálta tagsági jogok gyakorlásának lehetőségével. Ez irányú tevékenységük tipikus példája az általános, *individuális részvényesi joggyakorlás*, amely a *legfőbb szerv (közgyűlés)* működési körében realizálódik és *többnyire nem terjed ki* a menedzsment közvetlen irányítására, és/vagy befolyásolására.

Vannak azonban az *aktív befektetők* körén belül olyanok is, akik nem kizárólag a tulajdonosi jogok közgyűlési gyakorlása útján kívánnak beleszólni a társaságok működésébe, hanem *a menedzsment közvetlen és konkrét indokokhoz köthető személycseréi* útján. Őket nevezzzük *aktivista* (esetenként *hiperaktív*) befektetőknek. Törekvéseikhez jellemzően a nyilvánosság erejét is felhasználják, mégpedig annak érdekében, hogy a piacok kedvezően reagáljanak a beavatkozásra (rövid távon árfolyamnyereség képeződjön a vállalat részvényein.)

Érdekes, hogy ebbéli tevékenységük – megkülönböztetéssel élve az egyes esetek között – mennyiben tekinthető jogszerűnek, illetve mennyiben jogellenes. A kérdés már csak azért is indokolt, mert a *tőkepiaci jog alapvető feladata* éppen a megfelelő és hosszú távú árfolyamadatok leképeződésének elősegítése lenne, amely ideális esetben redukálja a tévedések számát és mértékét. Ehhez kapcsolódóan érdemes felidézni *Zohar Goshen*<sup>7</sup> és *Gideon Parchomovsky*<sup>8</sup> professzorok, *The Essential Role of Securities*

<sup>6</sup> A befektetési alap olyan kollektív befektetési eszköz, ahol a megtakarításokat egy elkülönült jogalany, az alapkezelő az alap befektetési politikája alapján a letétkezelő ellenőrzése mellett fekteti be. A befektetők megtakarításai befektetési jegyekben testesülnek meg. A befektetési jegy tulajdonosai passzív befektetők, akiknek az alap működésébe nincs beleszólási lehetőségük.

<sup>7</sup> *Zohar Goshen*, üzleti jogász, a *Columbia Law School* jogász professzora.

<sup>8</sup> *Gideon Parchomovsky*, üzleti jogász, a *University of Pennsylvania Law School* jogász professzora.

*Regulation*<sup>9</sup> című munkáját, amely a *Duke Law Journal* 2005-2006-os számának hasábjain jelent meg. Helytálló és lényegre törő észrevételük alapján, a tőkepiaci és értékpapír jogi szabályozás célja a piacok működésének *hatékonysága, likviditása és a pontos piaci értékelést elősegítő helyzetkép* felvázolása az árfolyamok adekvát kialakításán keresztül.<sup>10</sup> Ennek tükrében viszont felmerül a kérdés, hogy mennyiben egyeztethető össze a *fedezeti alap* menedzserek *aktivista* magatartási formája a tőkepiaci jog alapelveivel és mennyiben merítheti ki konkrét esetekben a bennfentes kereskedelem és a piacbefolyásolás tényállásának fogalmi ismérveit? Minden olyan esetben, amikor ez megtörténik, a hiperaktív befektetők szerepvállalása jogellenes tevékenységbe csap át. Szintén rendkívül aggályos, hogy jelentős (vagy többségi) tulajdonosként, a *társasági jog alapelveit* – különösen a *vezető tisztségviselők önállóságának* elvét – áthágva, utasítanak-e igazgatókat a *hiperaktív befektetők*, mint tulajdonosok döntéshozatali eljárás során.

Kérdéses viszont, hogy jogszerű keretek között gyakorolható-e kellő hatékonysággal a társaságok irányítási rendszerében betöltött intenzív beavatkozó szerep, amely az *aktivista befektetők* tevékenységének alapja. E tanulmány arra keresi a választ, hogy pontosan milyen szerepet is töltenek be a hiperaktív befektetők a tőkepiacokon, milyen hatásokat vált ki a jelenlétük és a jelenlegi jogszabályi keretek alkalmasak-e arra, hogy egyszerre garantálják törvényes és hatékony működésüket?

## 2. Az aktivista befektetők fogalma

A fenti bevezetőből kiderül, hogy az *aktivista befektető* az *aktív befektetőknek* olyan válfaja, amely nem elégszik meg a közgyűlési szavazás nyújtotta lehetőségek szűkös kereteivel, hanem közvetlen *menedzseri kompetenciákba* – társasági jogi értelemben *vezető tisztségviselői hatáskörökbe* – avatkozik a befektetés tárgyát képező társaság működési körében.

Annak érdekében, hogy sikeresen befolyásolják a menedzsment döntéshozatalát és személyi összetételét, megfelelő volumenű *tőke, likviditás* és adott esetben *részesedés is szükséges*. Ahhoz ugyanis hogy akár a média csatornáinak bevonásával akár közvetlenül továbbított üzenetek útján, megfelelő ellensúlyt képezzenek a menedzsmenttel szemben, szükséges lehet *vételi nyomás (részesedés növelés)* potenciális fenyegetése alatt tartani a társaság részvényeit és azokon keresztül a *társaság ügyvezetését is*.

Ennek megfelelően az *aktivista befektetőt úgy definiálhatjuk*, mint egy tőkeerős pénzügyi intézmény ügyvezetését ellátó *személyt, vagy csoportot*, aki/ vagy amely jelentős befolyás kifejtésére képes média, politikai és gazdasági összeköttetései és gazdasági mozgásterére folytán.

A fenti definícióból kiderül, hogy az *aktivista* nem maga a tulajdonosi részesedést társasági jogi értelemben megszerző pénzügyi intézmény, hanem annak menedzsmentje, amely a jogi személy befektetési portfóliójába tartozó részvények felhasználása útján

<sup>9</sup> Lásd GOSHEN, ZOHAR – PARCHOMOVSKY, GIDEON: *The Essential Role of Securities Regulation*, 55 Duke L. J. 711 2005–2006. 711–732. pp.

<sup>10</sup> Lásd GOSHEN, ZOHAR – PARCHOMOVSKY, GIDEON: *The Essential Role of Securities Regulation*, 55 Duke L. J. 711 2005–2006. 713–714. pp.

közvetetten befolyásolja más társaságok irányítását. Az *aktivista befektetők* menedzseri tevékenysége alatt közvetlenül (tehát a befektetői oldalon) működő *pénzügyi intézmények* körébe jellemzően a *nyugdíjalapok*, a *befektetési alapok*, a *kockázati tőkebefektetők*, a *zártkörűtőke alapok* és a *fedezeti alapok (hedge fundok)* tartozhatnak.

Az elmúlt két évtizedben ezt a stratégiát *rendszerszinten (szisztematikusan)* a *fedezeti alapok* vezették be. A jövőben nem zárható ki azonban, hogy a többi felsorolt pénzügyi intézményi forma is egyre nagyobb arányban alkalmaz majd aktivista megoldásokat, a *fedezeti alapok* mintájára, jól lehet annak kevésbé agresszív változatát implementálják majd.

E tanulmány a továbbiakban mégis a *fedezeti alapok* működési mechanizmusában fellelhető *hiperaktív vonások* vizsgálatára szorítkozik, mert napjainkban jellemzően e pénzügyi intézmények menedzserei képviselik legmarkánsabban az *aktivista befektetői stratégiát*.

Elsőként a *fedezeti alapok* működésének áttekintésével egyidejűleg vizsgálendő, hogy az új befektetési stratégia milyen hatást gyakorol magára az *iparágra*, a *befektetők viselkedésére* és a *(cél)társaságok* lehetséges magatartására.

A *fedezeti alapokban* történő részesedés megszerzése az átlagos befektetők számára sokáig nem volt reális lehetőség a magas belépési összegek miatt. Az *Egyesült Államokban* például korábban csak *egy millió USD*, később *250 ezer USD* befektetési összeghatár felett nyílt lehetőség igénybe venni a *fedezeti alapok* befektetési szolgáltatásait. Ugyanakkor napjainkban a *fedezeti alapok* befektetőinek tábora szélesedik és lelkeesebbé is vált. Nem is csoda, hiszen a *2007-2009-es pénzügyi válságot* követően a jegybanki alapkamatok mértéke világszerte csak szerény hozam lehetőségét vetíti előre, ami jelentősen növelheti az átlagos befektetők kockázatvállalási hajlandóságát is a nagyobb profit reményében. Ennek fényében különösen indokoltnak tűnik átfogó és alapos elemzés útján feltárni a *fedezeti alapok* új, *aktivista* változatának működési jellemzőit. A probléma aktualitását fokozza, hogy bár az *Egyesült Államokból* indultak, de napjainkra Európában is dinamikus növekszik az *aktivista fedezeti alapok* száma. Az elemzést viszont nem könnyíti meg, hogy már a *fedezeti alapok* fogalmi meghatározása is komoly ellentmondásokat rejt magában.

### 3. A fedezeti alapok (hedge fundok) meghatározása és története

A fedezeti alapok (hedge fundok) fogalmát és történetét Bujtár Zsolt – Kecskés András *Felfedezni a fedezetlent? – Körkép a hedge fundokban rejlő lehetőségekről és kockázatokról* című tanulmánya részletesen taglalta.<sup>11</sup> Ezen a helyen azonban csak rövid összefoglalóra nyílik lehetőség, melyből mégis kiderülnek a *fedezeti alapok* legfontosabb jellemzői és e befektetési forma kialakulásának viszonyítási pontjai.

Ennek megfelelően, a) a *fedezeti alapot* egy olyan piaci befektetési formaként definiáljuk, 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 alapon kezeli, tehát ügyfeleivel azonos típusú és azonos mértékű kockázatot vál-*

<sup>11</sup> A Debreceni Jogi Műhely 2015. évi 3-4 száma.

lal. c) Az alap kezelése során a nagy kockázatú – jellemzően származtatott (derivatív)<sup>12</sup> – elemek alkalmazása széleskörű gyakorlat. d) Ugyanakkor az alap fedezeti tevékenységet csak a profit megóvása érdekében folytat, a tőke-kockázat azonban emelt szintű. e) Ebből következik, hogy a fedezeti alap jogi megítélése mindezekre tekintettel globális viszonylatban nagy eltéréseket mutathat.<sup>13</sup> 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.<sup>14</sup>

A fedezeti alapok története 1949-re nyúlik vissza, amikor Alfred Winslow Jones<sup>15</sup> 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 tőzsd felügyelet, a *Securities and Exchange Commission (SEC)* autoritása alá. Ennek oka, hogy a társaság nem tartozott az *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 tőzsd felügyelet ellenőrzési körébe vonta. Érdekes megemlíteni, hogy Jones a törvény hatálya alól történő kibúvás eszközeként pontosan kilencvenkilenc befektetőből álló ügyfélkört 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)*<sup>16</sup> kereskedést és a tőkeáttétel<sup>17</sup> alkalmazását, amellett hogy a felvett piaci pozíciói koncentrált jellegéből adódóan egyébként is nagy kockázatot vállalt. Jones a saját pénzét is az alapon 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 alaphoz befektető ügyfelek érdekei között. Jones úttörő módon úgy kombinálta a *vételi (long)* és az *eladási (short)* pozíciókat,<sup>18</sup> hogy a szisztematikus piaci kockázatot kikü-

<sup>12</sup> Derivatív (vagy más néven származtatott) befektetés során a befektető egy olyan *instrumentumot* vásárol, melynek árfolyama a *mögöttes termék* árfolyam-mozgásától függ. Ezért a *mögöttes termék* árfolyamváltozása szerint változik az úgynevezett *derivatíva* – vagyis a *származtatott eszköz* – árfolyama is. Ha *tőkeáttételt* is tartalmaz a *derivatív ügylet*, akkor a *tőkeáttétel* nagyságának megfelelően a *származtatott eszköz* árfolyama a *mögöttes eszköz* árfolyamváltozásának többszörösével is változhat.

<sup>13</sup> Lásd SHADAB, HOUMAN B.: *Hedge Fund Governance* 19 Stan. J.L. Bus. & Fin. 141 2013–2014. 141. p.

<sup>14</sup> Lásd BUJTÁR ZSOLT – KECSKÉS ANDRÁS: *Felfedezni a fedezetlent? – Körkép a hedge fundokban rejlő lehetőségekről és kockázatokról.* Debreceni Jogi Műhely 2015/ 3-4. szám. Lásd még: 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. pp.

<sup>15</sup> 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. p.

<sup>16</sup> 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) pozíciónak nevezik.

<sup>17</sup> A *tőkeáttétel* használatának előnye, hogy a befektetett tőke hozamának többszörösét lehet elérni, de a veszteségek is multiplikálódhatnak. E tőkehatékonyt használta ki Alfred Winslow Jones fedezeti alapjának kezelése során.

<sup>18</sup> A *hosszú (long)* és a *rövid (short)* pozíciók az angol terminológia alapján arra utalnak, hogy az áru-, illetve pénz- és tőkepiacon vételi, vagy eladási pozíciót nyitnak a kereskedők. A kifejezések onnan erednek,

szöbölte, 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.

Ez a kereskedési stratégia lett a későbbi *long/short formáció* alapja, amikor is együttes pozíciók nyitására kerül sor azonos ágazatban, de eltérő irányban, attól függően, hogy melyik társaság értékpapírai túlértékelték vagy alulértékelték az *iparági átlaghoz viszonyítva*.

A *short pozíciókat* természetesen azokra az értékpapírokra alapozta, melyeket túlértékeltnek 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 tőkéjének csak kisebb részét kötötte le így egyszerre jelentősebb volumenben tudott kereskedni, vállalva ennek emelt szintű kockázatát. További újítása volt, hogy az alapot nem csak önmaga menedzselte, hanem külső szakértők bevonásával igyekezett növelni a hatékonyságot. Ezzel lefektette a későbbi *multi-manager fedezeti alapok* elméleti alapjait és egyben létrehozta a *fedezeti alapokba* fektető<sup>19</sup>, úgynevezett *alapok alapjának*<sup>20</sup> prototípusát.

A *nyugdíjalapok és a befektetési alapok* – a *fedezeti alapokkal* ellentétben – többek között azért nem alakítanak ki az előbbihez hasonló, agresszív befektetési stratégiát, mivel politikai okokból a hosszú távú, *long pozíciók* kialakítására koncentrálnak a részvényt piacon<sup>21</sup>. E koncepció keretében *hosszabb vagyonszerzési potenciál* megvalósulása esetén zárják pozícióikat. Ugyanígy járnak el akkor is, ha a részvényeik árfolyama nem váltja be a vagyonszerzéshez fűzött elképzeléseket. Ezzel ellentétben, a későbbiekben látni fogjuk majd, hogy az *aktivista fedezeti alapok* számára ez „felhívás lehet a keringőre”, azaz ők a reálisnak vélt piaci érték és a tőzsdei árfolyam közötti jelentős eltérés minél gyorsabb megszüntetését célozzák meg közvetlen beavatkozásukkal. E mögött az aktivista stratégiai megközelítés mögött egyrészt a magas vagyonszerzési díj adta motiváció húzódik meg, másrészt a további befektetők bevonására irányuló folyamatos média jelenlét.

Az előbb említett motiváció magyarázata az *éves viszonylatban 2 %* vagyonszerzési díj és az emellett felszámított *20 % sikerdíj*. A *média jelenlét az aktivista befektetők* esetében később beáramló friss tőkét az (új befektetőket) vonzhat az alapba. Az ilyen aktivista *fedezeti alapok* menedzserei *pénzügyi celebek*, akik a médiában is látványosan demonstrálják professzionális befektető attitűdjüket. Ez az oka annak, hogy

---

hogy a tőzsdei kereskedés korábbi szakaszában a vételi pozíciókat hosszabb ideig (*long*), míg az eladási pozíciókat rövidebben (*short*) – kezdetben csak napon belül – volt lehetőség tartani.

<sup>19</sup> 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. 675. p.

<sup>20</sup> Az alapok alapja olyan befektetési alap, amely más befektetési alapokba helyezi ügyfelei megtakarításait. Ellentétben más típusú alapkezelőkkel, az alapok alapja nem közvetlenül hozzáférhető befektetési elemekbe allokálja 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.

<sup>21</sup> Lásd CHUEH, KUANG-WEI: *Is Hedge Fund Activism New Hope for the Market?* 2008 Colum. Bus. L. Rev. 724 2008 732–739. pp.

az aktivista stratégiáit folytató *fedezeti alapokat* gyakran a *keselyű alapokhoz* (*vulture fund*)<sup>22</sup> hasonlóan kezeli a piac, mint rendkívül agresszív pénzügyi intézményként.

Bár a szakirodalom leszűkíti az *aktivista fedezeti alapok* körét a speciális helyzetben lévő társaságokra koncentráló stratégiát folytató alapokra a szerzők ezt az *aktivista megközelítést* kiterjesztik a *globális makro stratégiát folytató alapokra*. Példaként említhető, hogy a magyar származású nagybefektető, *Soros György*, saját alapjai esetén is számos alkalommal kihasználta a média adta jelentős publicitás lehetőségeit. Többek között élt azzal az eszközzel, hogy a saját elvárása szerinti intézkedések megtételére szólította fel az *érintett jegybankokat*, ezzel azt a látszatot keltve, hogy az adott ország állampolgárainak érdekeit képviseli. A háttérben meghúzódó motiváció ezzel szemben inkább az lehetett, hogy a jegybankkal szembeni közös fellépésre szólítsa fel (és állítsa maga mellé) a befektetőket és az adott ország polgárait.

*Soros György* legismertebb alapjai közé tartozik a *Quantum Fund*, amely két széles körben ismert tranzakciójuk, mégpedig a brit fizetőeszköz, a GBP és a thai THB elleni spekuláció által vált híressé. A *Quantum Fund* is a *globális makro stratégiát* követte. A GBP gyengülésére 1992-ben kezdett spekulálni, az európai árfolyam-mechanizmus (*European Exchange Rate Mechanism*)<sup>23</sup> 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<sup>24</sup> 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.<sup>25</sup>

<sup>22</sup> A *keselyű alapok* (*vulture fund*) olyan *fedezeti alapok* vagy *private equity társaságok*, melyek olyan *hitelviszonyt megtestesítő értékpapírokat* vásárolnak, melyek meggyengült vagy csődközeli szuverén államokhoz kötődő kötelezettségvállalásokat foglalnak magukba. A társaságok nem várják meg szükségszerűen a csődhelyzet kialakulását vagy éppen elkerülését, hanem előtte – külön/egyedi megállapodásokkal – igyekeznek jelentős árfolyamnyereséget elérni, túladva a befektetéseiken.

<sup>23</sup> 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 a 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 elsején létrejöttével meg is valósult.

<sup>24</sup> Lásd <http://priceconomics.com/the-trade-of-the-century-when-george-soros-broke/> (2015. október 25.) 1992. szeptember 16-án először 10 %-ról 12 %-ra majd ugyanazon nap 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.

<sup>25</sup> Lásd BUJTÁR ZSOLT – KECSKÉS ANDRÁS: *Felfedezni a fedezetlent? – Körkép a hedge fundokban rejlő lehetőségekről és kockázatokról* című tanulmánya. Debreceni Jogi Műhely 2015/3-4. szám.

#### 4. A fedezeti alapok szerkezeti felépítése és adózása az Egyesült Államokban

A *fedezeti alapok* 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 *fedezeti alapokat* a többi befektetési alaphoz hasonlóan szabályozzák és ellenőrizzék, valamint hogy működésüket minél átláthatóbbá tegyék a befektetők szélesebb köre számára. A *fedezeti alapok* 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 *fedezeti alapok* 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 *fedezeti alapok* világában. Az Egyesült Államokban működik a legtöbb *fedezeti alap*<sup>26</sup> és valamennyien arra törekcszenek, 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, valamint korlátozza olyan befektetési technikák alkalmazását, mint a fentebb már ismertetett *tőkeáttétel* vagy a *koncentráció*. Szándékukat a jogszabály nem nehezíti meg, ugyanis saját maga biztosít kiskaput rendelkezéseinek elkerüléséhez. Amennyiben ugyanis *száznál kevesebb befektető* vesz részt az alapban, 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)*<sup>27</sup> 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 befektetőknek legalább huszónötmillió USD volumenű vagyont kell kezelniük.

A *fedezeti alapokat* adózási szempontból egyrészt a társasági forma másrészt a bejegyzésük helye is megkülönbözteti a tradicionális *befektetési alapoktól*, mint a hozzájuk leginkább hasonló befektetési intézményektől. A *fedezeti alapokat* vagy úgynevezett *partnership* vagy annak korlátolt felelősségű tagsággal működő változata, a *limited liability partnership* formájában hozzák létre<sup>28</sup> azért, hogy a részvénytársasági forma

<sup>26</sup> Lásd SAMI GEORGE: *A Comparative Analysis of Hedge Fund Regulation in the United States and Europe* 29 Nw. J. Int'l L. & Bus. 275 2009. 281–297. pp.

<sup>27</sup> A befektetési társaságokról szóló 1940-es törvény (*Investment Company Act of 1940*) 1. rész 51. A bekezdés.

<sup>28</sup> Lásd SHADAB, HOUMAN B.: *Hedge Fund Governance* 19 Stan. J.L. Bus. & Fin. 141 2013-2014 153.p.



kettős adóztatását elkerülhessék.<sup>29</sup> Ugyanis ha a részvénytársaság az adózott nyereségből fizetné ki az elért hozamokat osztalék formájában, akkor a megtakarítók az osztalék kifizetésekor még osztalékadót is kötelesek lennének fizetni.

Emellett az Amerikában működő *fedezeti alapok* kétharmada<sup>30</sup> – további adóoptimalizáció céljából – az alacsonyabb társasági adókulcs miatt offshore társaságként jegyezteti be magát az Egyesült Államokon kívül. Érdekes, hogy az *Egyesült Államok fedezeti alapjai* 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 *Írországbán* is.<sup>31</sup> Ez a két európai ország ugyanis lehetővé teszi a *fedezeti alapok* reklámozását és a befektetőkre vonatkozó vagyonszabályokat sem kell alkalmazni, ellentétben az Egyesült Államok szabályozásával. Sőt ezek az európai államok, még a *fedezeti alapok* értékpapírjainak nyilvános kibocsátását és tőzsdei bevezetését is lehetővé teszik.<sup>32</sup> *Írország* például a megfelelő minősítésű alapként *Qualifying Investment Fund (QIF)*<sup>33</sup> körében engedélyezi a *fedezeti alap* reklámozását és a befektetési politikájában is csak minimális korlátozást alkalmaz. A rugalmasabb szabályozási keretek azt jelentik, hogy a *fedezeti alap* menedzser saját értékítélete és kockázatvállalási hajlandósága alapján szabadon alkalmazhat tőkeáttételt, azzal a feltétellel, hogy a *fedezeti alap* értékpapírjaira vonatkozó kibocsátási tájékoztatókban közzé teszi a befektetők számára, hogy milyen mértékű tőkeáttételt alkalmaz és a tőkeáttétel működését érthetően rögzíti. *Írországbán* a valós korlátozások terjedelme rendkívül szűk, mindössze a szerződéses partnerek kockázatára (*counter-party risk*)<sup>34</sup> és más – nem szabályozott – alapba<sup>35</sup> történő befektetés-korlátozásra (maximálisan 50 %-os plafonértékkel) terjednek ki. A fentiek alapján az sem tekinthető véletlennek, hogy egy

<sup>29</sup> 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 *fedezeti alapok* 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, addig a *korlátozott felelősségű partnership* (*limited liability partnership*) tagjai között olyanok is akadnak, akik nem felelnek e tartozásokért.

<sup>30</sup> Lásd SHADAB, HOUMAN B.: *Hedge Fund Governance* 19 Stan. J.L. Bus. & Fin. 141 2013–2014. 155.p.

<sup>31</sup> Lásd [www.thehfa.org/.../233893\\_hedge-funds-in-ireland-mhc-jan-2012.pdf](http://www.thehfa.org/.../233893_hedge-funds-in-ireland-mhc-jan-2012.pdf) 2. p.

<sup>32</sup> Lásd [www.thehfa.org/.../233893\\_hedge-funds-in-ireland-mhc-jan-2012.pdf](http://www.thehfa.org/.../233893_hedge-funds-in-ireland-mhc-jan-2012.pdf) 7. p.

<sup>33</sup> *Qualifying Investment Fund (QIF)* a minősített befektetési alapként működő fedezeti alap lehet az a fedezeti alap, 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 [www.thehfa.org/.../233893\\_hedge-funds-in-ireland-mhc-jan-2012.pdf](http://www.thehfa.org/.../233893_hedge-funds-in-ireland-mhc-jan-2012.pdf) 2.p.

<sup>34</sup> A *counter-party risk* olyan szerződési partner-kockázat, amely a szerződő felek közötti likviditási problémákból adódik. Amennyiben például az alapkezelő részvénytárcsát vásárol partnerétől, akkor ki van téve a részvényátruházás elmaradásával járó kockázatnak. A valós kockázat a szabályozási környezet hiányosságából adódik, mert szabályozott környezetben garanciális intézményi biztosítékok szavatolnák a teljesítést, például elszámolóházak szerződő félként történő közbeiktatása.

<sup>35</sup> A *fedezeti alapokra* vonatkozó szabályozás hatálya alá nem tartozó alapok.

2011-ben rögzített állapotkép szerint az Európában bejegyzett *fedezeti alapok* 63 %-a, valamint a globálisan működő alapok 40 %-a *Írországbán* került bejegyzésre.<sup>36</sup>

### 5. A *fedezeti alapok* európai szabályozása

A *fedezeti alapokra* vonatkozó európai szabályozás az amerikaihoz képest eltérő utat választott<sup>37</sup>. 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 a 2011. évi *alternatív befektetéseket menedzselő társaságokról 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*<sup>38</sup> 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 a 2009. évi *Kollektív befektetési alapokról szóló EU 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.

### 6. A *fedezeti alapok* befektetési stratégiái

A *fedezeti alapok* történetének áttekintését követően már körvonalazódtak a befektetési stratégiáik főbb irányvonalai, azonban ez még nem elég a teljes képalkotáshoz. Ezért a továbbiakban arra teszünk kísérletet, hogy a *fedezeti alapok* által alkalmazott befektetési stratégiákat rendszerbe foglaljuk és meghatározzuk az ehhez szüksége rendszertani szempontokat.

#### 6.1. Piaci *irányon alapuló (market directional)* stratégiai modellek

Első szempontként a pénz- és tőkepiacokhoz viszonyított cselekvési irányukat emelhetjük ki. E megközelítés szerint a befektetési stratégia alapulhat egy *meghatározott irányba mutató (market directional)* megközelítésen. Erről akkor lehet szó, ha az alap

<sup>36</sup> Lásd [www.thehfa.org/.../233893\\_hedge-funds-in-ireland-mhc-jan-2012.pdf](http://www.thehfa.org/.../233893_hedge-funds-in-ireland-mhc-jan-2012.pdf) 1. p.

<sup>37</sup> Lásd SAMI GEORGE: *A Comparative Analysis of Hedge Fund Regulation in the United States and Europe* 29 Nw. J. Int'l L. & Bus. 275 2009. 298–303. pp.

<sup>38</sup> 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 tőkeáttételt és származékos ügyleteket.

kezelője egy meghatározott piaci mozgást céloz meg a befektetések során. Ez azt jelenti, hogy a piac viselkedéséről és tendenciájáról alkotott koncepciója szerint vesz fel vételi vagy eladási pozíciókat, akár más befektetők vélekedésével szemben, akár azzal egyező módon, de mindenképpen a piac rendszerszintű (szisztematikus) tendenciáinak megfelelően. Gyakorlati példája ennek, ha a *vételi (long)*, vagy az *eladási (short)* pozíciókat *részvényvásárlás, határidős ügyletkötés* vagy *opciós (vételi/eladási) jogok* vásárlásán keresztül valósítja meg a *fedezeti alap* ipari átlagokat megtestesítő részvényindexeken, vagy a piac tendenciáival jellemzően egy irányban mozgó instrumentumok árfolyamán keresztül (*pl. olaj, vagy nagy forgalmú blue chip*).<sup>39</sup>

Amennyiben a *rendszerszintű (szisztematikus) piaci irány* nem meghatározó eleme a *befektetési stratégiának*, akkor *piacsemleges (market neutral)* stratégiáról beszélünk, amely olyan egyedi egyes befektetési eszközökre vonatkozó döntéseket jelent, melyeket az alapkezelő nem az *általános piaci mozgások* által indukált folyamatokra alapoz, hanem kizárólag egy adott befektetési instrumentumra. Erre a stratégiára szolgált remek példát az arany árfolyamára történő hosszú és rövid pozíciós kereskedés, mert e befektetési eszköz jellemzően az általános piaci folyamatokkal szemben teljesít, mint menekülő instrumentum. Még specifikusabb példa azonban, ha egyedi koncepció (például egy szisztematikus növekedő piacon felmerülő vállalati csőd) alapján nyit az alap *rövid (short)* pozíciót egyetlen meghatározott vállalat részvényeire.

Ezt a *piactól független stratégiát* további két részre oszthatjuk. Egyrészt a *speciális társasági eseményekhez kötött stratégiák (felvásárlás, fúzió)*<sup>40</sup> másrészt a társaság *megrendült piaci pozícióból eredő lehetőségek (distressed securities)* kihasználása. Előbbi esetben egy egyedileg azonosítható társaság ellenséges vagy baráti felvásárlásakor, vagy több társaság egyesülésekor felmerülő árfolyamváltozásokon alapul a stratégia, mely lehet a piaci mozgásfolyamatokkal ellentétes, vagy azonos irányú, de multiplifikált nagyságrendű árfolyamváltozás. Jellemzően, a bejelentett, nyilvános vételi ajánlat útján történő ellenséges felvásárlás céljaként kiszemelt társaság részvényeinek árfolyama növekedik, míg ellenkezőleg, a felvásárló részvényárfolyama csökken. Utóbbi esetben, a megrendült vállalkozások, vagy más befektetési lehetőségek ütemes (vagy lassú) talpra állása jelent befektetési lehetőséget, mely nemzetközi egyezmény (például a 2016 áprilisában sikertelenül zárult dohai olajcsúcs-konferencia az OPEC és más kőolajtermelők között),<sup>41</sup> vállalati reorganizációk (például a *Chrysler* autógyár *Lee Iacocca* sztármene-

<sup>39</sup> A *blue-chip* a legmegbízhatóbb és folyamatosan nyereséges tőzsdei társaságok köre. Ezt a fogalmat már a *Dow Jones Hírügynökségnél* 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 mindenkor *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.

<sup>40</sup> Lásd HALÁSZ VENDEL: *Érdekek és értékek az Európai Unió és az Egyesült Államok vállalatfelvásárlási szabályozásában*. PTE AJK PHD értekezés. 2015. 40–295. pp.

<sup>41</sup> 2016. április 17-én a Katar fővárosában, Dohában gyűltek össze az Olajexportáló Országok Szervezetének (OPEC) felhívására az OPEC tagországok és Oroszország. A tanácskozás előzetes célja az volt, hogy első

dzser által történt talpra állítása)<sup>42</sup>, illetve a bajbajutott vállalkozások állami beavatkozás útján történő megsegítése (George W. Bush elnök 2008-as Troubled Assets Relief Program-ja)<sup>43</sup> útján mehetnek végbe.

A *piactól független (non-directional) stratégiák* olyan a rendszerszintű piaci mozgási irányoktól független *piaci helyzetek* azonosításán alapul, melyek a piaci átlag feletti hozamokat biztosíthatnak. Ilyen befektetési stratégia az egyes *arbitrázs jelenségek*<sup>44</sup> kiaknázása vagy *makro stratégiák alkalmazása*.<sup>45</sup>

## 6.2. Az egyedi döntések meghozatalán alapuló stratégia

Az *egyedi döntések meghozatalán* alapuló megközelítés azt jelenti, hogy a stratégiai befektetési döntés háttérében milyen *tudásbázis, információ-halmaz, alapelv-rendszer vagy megközelítés/szemléletmód* húzódik. Ez a megközelítés további két – alstratégiaként is felfogható – részre bontható. Aszerint, hogy az egyedi döntések meghozatala milyen alapokra épül, beszélhetünk *rendszerelvű (szisztematikus) vagy diszkrécionális*<sup>46</sup> döntésekre alapozott *befektetési stratégiákról*. Elkerülve minden félreértést, ebben az esetben a *rendszerelvű (szisztematikus)* megközelítés nem azonos a korábban ismertetett (a piacok rendszerszintű viselkedésén alapuló) megközelítéssel. Ezzel szemben azt az *alstratégiát* jelenti, amikor a vagyionkezelő *informatikai algoritmusok* segítségével hozza meg befektetési döntéseit. Erre jelent mind gyakoribb példát napjainkban

---

lépésben befagyasszák, majd ezt követően akár csökkentsek a napi kőolajkitermelés mértékét. Azonban az utolsó pillanatban Szaúd-Arábia a megállapodás megkötésének feltételül szabta, hogy Irán is fagyassza be a kitermelését. Irán azonban ragaszkodott a korábbi megfigyelői státuszban rögzített álláspontjához, mely szerint a frissen eltörölt szankció adta lehetőséggel élni kíván és a kitermelést a szankció előtti szintjére emeli. A meghiúsult megállapodás hatására a kőolaj ára jelentős esésbe kezdett, ami az energia kitermelő és forgalmazó társaságok részvényeire is – hasonlóan a kőolaj árához – negatívan hatott.

<sup>42</sup> Lee Iacocca 1978. júniusában csatlakozott a Chrysler Corporation-hoz. A csőd szélén álló autógyártó társaságot néhány év alatt újra növekedési pályára állította. Az európai leányvállalatot értékesítette, a korábbi sikertelen típusok gyártását leállította és új sikeres gépkocsi típus gyártásába kezdett. Annak ellenére, hogy a teljes vállalatot átszervezte és jelentős számú elbocsátást hajtott végre, népszerűségét sikerült megőriznie nyílt és szókimondó stílusával és azzal, hogy évi 1 USD fizetésért vállalta a vezérigazgató munkát, amíg a társaság nyereségesé nem válik.

<sup>43</sup> A Problémás Eszközök Megsegítésére szolgáló Program (Troubled Asset Relief Program – TARP) segítségével az Egyesült Államok kormánya 441 Milliard USA dollár értékben vásárolt illikvid, rosszul teljesítő banki jelzálogfedezetű eszközöket a 2007–2009 másodlagos jelzálogpiaci válságban. A George W. Bush elnök 2008 október 3-án írta alá a törvényt, melynek célja a pénzügyi rendszer megerősítése és stabilitásának megőrzése volt. 2012. október 11-én érte el a teljes kihasználtságot a program és 2014. december 19-én az össze az programban érintett Ezzel az érintett pénzügyi intézetek számára egyrészt forrást biztosított a hitelezéshez, másrészt könnyített a tartalék képzési kötelezettségen az egyre rosszabb visszafizetési potenciállal rendelkező eszközök esetében, amivel jelentősen javította az adott pénzügyi intézetek eredményességét.

<sup>44</sup> Az *arbitrázs* eredetileg azt a piaci szituációt foglalja magába, amikor egy pénzügyi eszköz több, de legalább két pénzügyi piacon is kereskedhető és a piaci szereplő az olcsóbb piacon megvásárolja és a drágább piacon ezzel egyidejűleg eladja a terméket. Erre csak akkor kerül sor, ha tranzakciós költségeknél nagyobb a különbség a két piaci ár között.

<sup>45</sup> A *globális makro stratégia* a *makrogazdasági* és a *politikai* folyamatokat elemezve hoz befektetési döntéseket az értékpapírok és devizák vonatkozásában.

<sup>46</sup> 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. p.

különbféle *előjelzési függvények (indikátorok)*<sup>47</sup> alkalmazása, melyek az *árfolyamok, az időbeli faktorok, a forgalom-adatok és más releváns információk matematikai transzformációja és függvényesítése (kölcsonösen egyértelmű hozzárendelése)* útján biztosítanak eltérő hatékonysággal alkalmazható prognózisokat a jövőbeni árfolyamok vonatkozásában. Ez a szakma a *matematikai közgazdaságtan* pénzügyi mérnökök által gyakorolt területre tevődik, mégsem marad jogi vonatkozások nélkül. Szabályozási szempontból ugyanis a programozott kereskedésnek (*program trading*) is ugyanúgy meg kell felelniük a tőkepiaci jogszabályoknak, mint a manuális kereskedési változatoknak. Sőt, tekintettel arra, hogy mechanikus és automatikus folyamatról van szó, befektető védelmi szempontból még sarkalatosabb garanciákra lehet szükség, mint más kereskedési mechanizmusok esetében.

A programozott kereskedés már az *1980-as évektől* új kihívások elé állította a különböző államok jogalkotóit azzal, hogy nem kis részben használatának köszönhetően esett *1987. október 19-én* egy nap alatt *22,6 %-ot* a *Dow Jones Ipari Átlag (DJIA)*,<sup>48</sup> majd harminc év elteltével *2010. május 6-án* ugyanez a tőzsdeindex a leleményesen *mini tőzsdekrachnak (flash crash)* nevezett kereskedési napon tíz perc alatt *9 %-ot* veszített értékéből. Az amerikai *Értékpapír & Tőzsd felügyelet (Securities & Exchange Commission)* által megindított, statisztikai munkamódszerrel folytatott vizsgálatok egyértelműen megállapították, hogy az árfolyam kilengések amplitúdóját a programozott kereskedés megnövelte. Ennek hatására az *Securities & Exchange Commission* olyan intézkedéseket vezetett be az *Egyesült Államok* tőzsdéire, melyek az *árfolyammozgások amplitúdóját* csökkentették és a piaci bizalmat erősítették. Ez az eszköz a *biztosíték (circuit-breaker)* volt, mely, – ahogy műszaki alkalmazásában a villamos-hálózatok tekintetében, úgy a tőzsdén is metaforikusan – „*lekapcsol*” a további károk megelőzése érdekében. A tőzsdék esetében a *biztosíték „lekapcsolásának” szerepét* a kereskedés *átmeneti felfüggesztése* jelenti. Az ilyen felfüggesztés két formában történhet meg: vagy egy adott pénzügyi eszközre, vagy az egész tőzsdére vonatkozóan.<sup>49</sup> Ekkor a tőzsdei *kereskedés rendszerébe* bevitt ajánlatokat törlik, kivizsgálják az *információ nélkül történt árfolyamesés* okait és a felfüggesztés lejártával *újra indítják* a kereskedést az új ajánlatok befogadásával.

<sup>47</sup> Az *indikátor* olyan statisztikai eszköz, mely segítségével a jelenlegi közgazdasági és pénzügyi trendek elemezhetők és a jövőbeli trendekre előrejelzés készíthető. A közgazdasági indikátor a gazdaság vagy annak egy szektorának a növekedését vagy csökkenését vizsgálja és jelzi előre. Technikai indikátorok a pénzügyi eszközök árfolyamát elemzik és azok alapján készítenek az adott pénzügyi eszközre előre jelzéseket. A fundamentális elemzés során a gazdasági indikátorok a jövőbeli potenciális nyereségre adnak előrejelzést egy nyilvános társaság esetében, az adott társaság és az adott iparág pénzügyi információinak elemzése alapján.

<sup>48</sup> A Dow Jones Ipari Átlag (Dow Jones Industrial Average - DJIA) 30 vezető részvényt tartalmaz a világ egyik legnagyobb forgalmú értékpapírtőzsdéjén, a New York-i Értéktőzsdén.

<sup>49</sup> A felfüggesztés szabályait a Limittel fel, Limittel le (Terv Limit Up Limit Down Plan) elnevezéssel is illeti a pénzügyi szakma. Az Értékpapír és Tőzsde Felügyelet (SEC) 80 B szabálya (Rule 80 B on Trading Halts Due to Extraordinary Market Volatility) határozza meg. A konkrét értékét negyedévente újraszámolják a tőzsdeindexek esetén. A százalékos mérték a 7, 13 %-os információ nélküli árfolyamesés pénzügyi eszközönként esetén egy 15 perces teljes piaci felfüggesztésre kerül, majd ha 20 %-os esés is bekövetkezik akkor az adott szabályozott piac adott napon már nem nyit ki. Lásd <https://www.nyse.com/markets/nyse/market-model-circuit-breakers>

Ezzel szemben a *diszkracionális* döntések esetén a vagyongazdálkodó (mint természetes személy) egyedi piaci tapasztalataira épülnek a döntési mechanizmusok, melyeken keresztül a *fedezeti alap* befektetési stratégiája megvalósításul.

Azonban ezek a döntések a *piac tiltott befolyásolását* is érinthetik vagy egyéb *jogellenes piaci tevékenységet* (például *bennfentes kereskedelem*) foglalhatnak magukba. Az előbbi jogellenes tevékenységre szolgáltatott példát *Soros György* fedezeti alapja, melyre az *OTP részvényekre* adott *eladási (short) megbízás* miatt 498 millió HUF összegű *bírságot* szabott ki a PSZÁF a III/PP-B-24/2009. számú határozata alapján, a piacbefolyásolás tilalmára vonatkozó jogszabályi előírások megsértése miatt. Hasonlóan aggályosnak bizonyult *William Ackman*<sup>50</sup> – a *Pershing Square Capital fedezeti alap alapkezelőjének* – tevékenysége,<sup>51</sup> mert a *Valeant Pharmaceuticals Inc.* társasággal közös tulajdonban lévő vállalkozása *vételi jogokat (opciókat)* vásárolt egy a *Allergan Pharmaceutics Inc.* nevű céltársaság részvényeire, melyekre a *Valeant* a későbbiekben nyilvános vételi ajánlatot tett. Ezt az ajánlatot a *Pershing Square Capital*<sup>52</sup> *fedezeti alap* média megnyilvánulásai útján népszerűsítette.

### 6.3. Kifejezetten aktivista fedezeti alapok befektetési stratégiái

Az *aktivista fedezeti alapok* befektetési stratégiái – szemben a *fedezeti alapok* fent ismertetett általános *befektetési stratégiáival* – azon alapulnak, hogy átfogó elemzést követően olyan *céltársaságot* keressenek, melyek árfolyamát *aktív befektetői* magatartással képesek befolyásolni.<sup>53</sup> Ezt a tevékenységet azon feltevésekre alapozzák, amely szerint a társaság részvényeinek árfolyama azért nem tükrözi a vállalat általuk kalkulált értékét, mert a menedzsment nem megfelelő stratégiát alkalmaz, vagy ha igen, úgy azt nem hajtja végre megfelelően. Emellett elképzelhető, hogy vagyoni elemeit/ pénzügyi eszközeit nemallokálja, illetve nem használja hatékonyan. Az aktivista beavatkozás további indokai lehetnek a *felelős társaságirányítási* alapelvek meghatározásának és implementációjának hiányosságai. Ez utóbbi témakörön belül a *javadalmazási politika* önmagában is támadási felületet jelenthet, mert a vállalat működésének hatékonysága és a kifizetett (folyósított) javadalmazás mértékei között rövid és hosszú távon is jelentős eltérések mutatkoztak az utóbbi két évtized nemzetközi üzleti gyakorlatában.<sup>54</sup>

<sup>50</sup> *William Ackman* a világ egyik legismertebb fedezeti alap menedzsere, aki 2015 második felétől teljes vagyónának közel 40%-át veszítette el a rossz irányban felvett spekulatív pozícióinak köszönhetően.

<sup>51</sup> Lásd BROWNE, CLAYTON: *Insider Trading by Pershing Square in Valeant /Allergan Deal? A Further Outlook*. Lásd <http://www.valuewalk.com/2015/12/pershing-square-valeant-allergan/>

<sup>52</sup> Lásd CHEFFINS, BRIAN R.: *Hedge Fund Activism Canadian Style*. 47 U.B.C. L. Rev. 1. 2014. 22. p.

<sup>53</sup> Lásd HANNES, SHARON: *Super Hedge Fund*. 40 Del. J. Corp. L. 163. 2015. 189–199. pp.

<sup>54</sup> Lásd BELLINI ELISABETTA: *Hedge Fund Activism in Italy*. 9 J. Corp. L. Stud. 201 2009. 215. p.; Lásd még: KECSKÉS ANDRÁS: *Részvényárak mindenek felett? Érdekszférák a vállalatirányítás jogában*. In: Emlékkönyv Román László születésének 80. évfordulójára. Pécs, 2008. 222–224. pp.; KECSKÉS ANDRÁS: *The Legal Theory of Stakeholder Protection*. In: JURA, 2010. évi 1. szám. 67–76. pp.

Meglepő módon azonban éppen *tőkeallokáció*<sup>55</sup> vonatkozásában felmerülő hiányosságok kínálják a legnagyobb lehetőséget a céltársaság részvényei árfolyamának növekedése eléréséhez. Az ilyen hiányosságokat illusztrálhatjuk azzal a példával, ha a vállalat egy meghatározott tevékenységet leválaszt az *anya-vállalatról* és önálló – akár tőzsdére bevezetett – társaságként működteti tovább, mint többségi (vagy kisebbségi) részvénytulajdonos. Az ilyen leválasztott tevékenységeket ellátó *leányvállalatok/ kapcsolt vállalkozások* elnevezése az angolszász üzleti zsargon alapján a *spin-off* vállalat, amely szó szerinti fordításban *lepergést* jelent, utalva arra, hogy az adott tevékenységi kör üzleti szempontból olyannyira életképesnek bizonyul, hogy kiszakad az *anya-vállalat* gravitációs vonzásköréből. A fent ismertetett tulajdonosi konstrukció azonban jelentős felhajtó erőt gyakorolhat az anya-vállalat részvényeinek árfolyamára, mert egy olyan új, dinamikus üzletágban demonstrál részesedést, amely korábban (például vállalati részleg vagy üzletág formájában) kevésbé tudta magára felhívni a befektetők figyelmét.

A tőkeallokációs hiányosságoknak egy másik markáns példája lehet, ha a társaság által *fel nem használt (intakt/ inaktív) likvid eszközök* nem kerülnek felhasználásra. Ez hosszabb és rövidebb távon egyaránt elfordíthatja a befektetők érdeklődését a társaságtól, tekintet nélkül arra, hogy vagyoni eszközei jelentősek. A magyar *FOTEX Nyrt.* a *2000-es évek* második felében részint hasonló okokból (vagyis az *átértékelési különbözet*<sup>56</sup> kimutatásának elmaradása okán) szenvedett el forgalmi deficitet a *Budapesti Értéktőzsdén*.<sup>57</sup> Ennek a passzív irányítási politikának az alternatívája lehet, ha az említett források osztalékfizetés vagy részvényvásárlás céljából kerülnek felhasználásra. Ily módon közvetlenül (*osztalék kifizetése*) vagy közvetve (*a részvényvásárlási program árfolyamhasznai által*) növeli a menedzsment a részvényesi értéket (*shareholder's value*) és részvényesi jólétet (*shareholder's wealth*.)

Ugyanilyen hatást idézhet elő egy *leányvállalat* folyamatban lévő *értékesítése* vagy egy *céltársaság felvásárlása*. Elképzelhető ugyanis, hogy menedzsment – az aktivista fedezeti alap közrehatásának hiányában – alacsony áron értékesítene, vagy magas áron szerezne tulajdoni hányadot más társaságokban, ami megrövidítené a befektetők profitját. Az *aktivista fedezeti alap* ilyenkor, mint a többi részvényes szószólójaként fellépő nagybefektető nyilvánul meg, felhasználva média-összeköttetéseit és közéleti (politikai)

<sup>55</sup> *Tőkeallokáció* egy olyan folyamat, melynek során a társaság a pénzügyi és egyéb forrásait megosztja a projektek személyek és folyamatok között. Az általános cél, hogy a társaság vezetése olyan optimális tőkeallokációt valósítson meg folyamatosan, amely a részvényesi érték maximalizálást teszi lehetővé.

<sup>56</sup> Az *átértékelési különbözet* azt jelenti, hogy az értékbecslő által elvégzett hivatalos értékelés adatai kerülnek be a könyvelésbe a régebbi értékelés adatai helyett. Az így előállt különbözet (csökkenés, növekmény) az átértékelési különbözet, amely fontos jelzés a társaság értékének csökkenéséről vagy növekedéséről.

<sup>57</sup> A *Fotex NYRt* eszközeinek jelentős részét a *2000-es évektől* már ingatlanok alkották (tulajdon és ingatlanokon fennálló bérleti jog formájában) Ezt követően a társaság *vagyonkezelő holdingként működött*. Az ingatlanok könyv szerinti értéken, a korábbi építési költségeiken kerültek a társaság pénzügyi és számviteli információs rendszerébe. Ennek hatására, a társaság fundamentális gazdasági értéke a tőzsdei kapitalizáció (több mint) másfélszeresét érte. A fő tulajdonos és korábbi vezérigazgató, *Várszegi Gábor* nem végeztette el az ingatlan portfólió újraértékelését, így azt a társaság pénzügyi és számviteli rendszerében sem vezethette át *átértékelési különbözetként*. Ezért hiába jelentek meg elemzői előrejelzések az árfolyam jelentős felértékelődését várva az ingatlan portfólió értékkülönbözete alapján, ez a valóságban nem realizálódott a tőzsdei árfolyamban.

befolyását, rákényszerítve a menedzsmentet az általuk hatékonyabbnak vélt árképzés kialakítására és a tranzakció részleteinek újragondolására.

Végezetül kell említeni az *aktivista fedezeti alapok befektetési stratégiájának* legradikálisabb eszközét, amely végső esetben a vállalat vezetőinek közvetlen cseréjében/leváltásában is megnyilvánulhat.<sup>58</sup> Az *aktivista fedezeti alap* meghatározó befolyás megszerzése útján, illetve a társaság részvényein fennálló vételi nyomás fokozásával közvetlenül diktálhat feltételeket a hivatalban maradni szándékozó vállalati vezetőknek. E társaságirányítási politika jogi szempontból rendkívül aggályos, ugyanis ellentmond a társasági jogban hazai és nemzetközi viszonylatban tartalmilag azonos, noha elnevezésében és struktúrájában sokszor eltérő *vezető tisztségviselői függetlenség* alapelvének. E gondolkör a kontinentális társasági jogban, mint *vezető tisztségviselői önállóság*, míg az angolszász társasági jogban, mint üzleti *értéktétel elve (business judgement rule)* szerepel.<sup>59</sup>

## 7. Az aktivista befektetési stratégia megvalósításának egyes szakaszai

### 7.1. A céltársaság azonosítása

Az *aktivista befektetők* figyelmét rendszerint az kelti fel, ha egy céltársaság jellemző értékelése legalább *10 %-kal* gyengébb az ágazati átlagos teljesítménytől. Ugyanakkor ez önmagában még nem elégséges indok az aktivista beavatkozásokhoz. Figyelembe kell ugyanis venni a fenti *tőkeallokációs, üzleti stratégiai, társaságirányítási* sajátosságok rendszerét és jellegzetességeit.

Könnyen elképzelhető ugyanis, hogy az átlagos ágazati teljesítményhez viszonyítva szerényebb teljesítményt felmutató társaság olyan okokból kifolyólag gyengélkedik, melyek aktivista szerepvállalás útján sem kiküszöbölhetők. Amennyiben például egy értékesítési lánc eredményei azért gyengék, mert üzletei kedvezőtlen *elhelyezkedéssel (lokációval)* bírnak, úgy pusztán az *aktivista befolyás* nem elégséges az árfolyam stimulációjához.

### 7.2. A befektetési tranzakció lebonyolítása

A *célpont (céltársaság, értékpapír-portfólió stb.)* azonosítását követően kerülhet sor a *befektetési tranzakció lebonyolítására*.<sup>60</sup> A befektetés arányának nem szükséges elérni a *többségi részesedést*, mert kisebb tulajdonrész is minősülhet meghatározónak, kiváltképp, ha

<sup>58</sup> Lásd CUMMING DOUGLAS – JOHAN SOFIA: *Symposium Articles Hedge Fund Forum Shopping* 10 U. Pa. J. Bus. & Emp. L. 783 2007-2008. 799. p.

<sup>59</sup> A *Polgári Törvénykönyv* 3:112. § 2–3. bekezdése alapján a vezető tisztségviselő a társaság ügyvezetését a *gazdasági társaság érdekeinek elsődlegessége* alapján *önállóan* látja el. A vezető tisztségviselőt a társaság tagja nem utasíthatja, és hatáskörét a legfőbb szerv nem vonhatja el. Az *angolszász üzleti értéktétel elve (business judgement rule)* is utal arra, hogy amennyiben a vezető tisztségviselő jóhiszeműen végzi tevékenységét, üzleti döntéseit megfontoltan hozza és a tőle elvárható gondossággal jár akkor mentesül a felelősségre vonás alól.

<sup>60</sup> Lásd BRATTON, WILLIAM R.: *Hedge Funds and Governance Targets* 95 Geo. L.J. 1375 2006–2007. 1401–1409. pp.



a befektetési parkett kellőképpen plurális, azaz a kisoroszvényesek vannak túlnyomó többségben. A közvélekedéssel ellentétben ugyanis, az aktivista fedezeti alapoknak nem céljuk a társaság felett a teljes tulajdonosi kontroll megszerzése és a társaság működtetése. Ennél jóval kisebb arányú tulajdoni hányad birtokában is sikeres lehet stratégiájuk megvalósítása, ha hasonló megközelítést alkalmazó fedezeti alapokkal csoportosan – úgynevezett farkas farkában (wolf pack) –<sup>61</sup> lépnek fel, megosztva a költségeket és kockázatokat és csökkentve a befektetés forrásigényeit is. A szükséges részesedés plurális részvényesi struktúra esetén akár 1 %-nál is kevesebb lehet, melybe – akár nagyobb hányadban is – beszámítandó a származtatott (derivatív) ügyletek aránya az azonnali részvényvásárlásokkal szemben.

Az ilyen típusú aktivista befektetés a modern származtatott (derivatív) eszközökkel<sup>62</sup> kiegészítve már a tulajdonszerzés bejelentését követően is jelentős előnnyel járhat. Ugyanis a szabályozott piac felügyeleti szerveik irányába bejelentve a tulajdonszerzést, a tranzakció a többi befektető tudomására jut,<sup>63</sup> ami jelentősen hozzájárulhat az árfolyam növekedéséhez. Az aktivista fedezeti alapok esetében fentebb ismertetett farkas farka effektus megfigyelhető – nem a többi intézményi befektető és hagyományos befektetési alap (és nyugdíjalap) esetében –, ideértve a zártkörű tőkebefektető (private equity) társaságokat is. Ezek közül azonban csak a (nem aktivista) fedezeti alapok vállalják nyíltan csoportos piaci jelenlétüket, más intézményi befektetők a háttérben maradnak. Ezek az intézményi befektetők a fedezeti alapokkal ellentétben a részesedésük arányát a befolyásszerzési bejelentési kötelezettség küszöbértéke alatt maximálják.<sup>64</sup> Az Egyesült Államok 1934-es tőkepiaci törvénye (Securities & Exchange Act) alapján például az 5%-ot elérő részesedést be kell jelenteni a tőkepiaci felügyelet, vagyis a Securities & Exchange Commission (SEC) felé. Így az Egyesült Államok tőkepiacain tevékenykedő (nem fedezeti alapként működő) intézményi befektetők részesedése jellemzően nem éri el ezt az 5%-os küszöbértéket. Számukra ez azért fontos, mert így a bejelentési kötelezettség elmaradásával egyidejűleg mentesülhetnek más közzétételi kötelezettségek alól (13 G és 13 D típusú tőkepiaci jelentés a SEC irányában), melyekben nyilatkozniuk kellene további befektetési szándékaikról. Az ilyen beszámolási kötelezettség alóli mentesség lehetővé teszi a befektetési pozíciók gyors felülbírálatát – akár a pozíció irányának megváltoztatását is.

<sup>61</sup> Lásd BELLINI ELISABETTA: *Hedge Fund Activism in Italy*. 9 J. Corp. L. Stud. 201. 2009. 213. p.

<sup>62</sup> A legkézenfekvőbb megoldás az opciós ügylet ugyanis vételi jog jogosultjaként a szerződés időpontjában rögzített árfolyamon juthat az opciós szerződésben kikötött számú részvényhez. Az opció díja a részvény árfolyamának mindössze néhány százalékát teszi ki. A másik megoldás a teljes hozamú csereügylet (total return swap), melynek során a befektető egy származtatott ügylet keretében az adott részvényhez tartozó minden jogosultságot megszerez. Ezzel nemcsak osztalékra jogosult, de szavazati jogokat is szerez vele. Az ügylet lejártával mivel a szerződő fél az ügyletbe a részvényeket megvásárolta, ha nem volt tulajdonában azokat meg is vásárolhatja a piaci áron, ellentétben az opcióban, ahol egy előre rögzített áron történi a vétel, ha él az opciós joggal az opció jogosultja.

<sup>63</sup> Az Egyesült Államokban két fajta nyilatkozatot tehet a befektető, ha eléri az 5 %-os befolyásszerzési közzétételi határértéket, attól függően, hogy passzív befektetőként a 13 G jelentést adja le az Értékpapír és Tőzsd felügyelet SEC (Securities and Exchange Commission) felé vagy a 13 D jelentést nyújtja be, amely szerint aktív befektetőként ügyvezetési kérdésekbe is bele kíván szólni a továbbiakban.

<sup>64</sup> Lásd KATELOUZOU, DIONYSIA: *Worldwide Hedge Fund Activism: Dimensions and Legal Determinants*. 17 U. Pa. J. Bus. L. 789 2014–2015. 808–818 pp.

Abban az esetben, ha az *intézményi befektetők passzívabb köre* a fenti stratégiát aktivista *fedezeti alapokkal* karöltve valósítja meg, akkor mint *potyautasok (free rider)*<sup>65</sup> részesedhetnek az *aktivista fedezeti alap* által elért hozamból, bár alacsonyabb arányban. Ez a *potyautas hatás (free rider effect)*<sup>66</sup> azonban az *aktivista fedezeti alapot* nem zavarja, hiszen ez a befektetői kör is segíti az alapot céljai elérésében. A támogatás egyrészt a tőkeáttétel formájában történik, miután alacsonyabb tőke igénybevételét teszi szükségessé ahhoz képest mintha egyedül kellene fellépni az intézményi befektetők között. Másfelől a jogalkotó hosszú ideig nem vette észre azt a joghézagot, melynek során a származtatott eszközökkel megszerzett értékpapírok nem kerültek figyelembe vételre az egyes befolyásszerzési közzételi limitek számításakor<sup>67</sup>. Ezért a fedezeti alap egyrészt árfolyamnyereséget tud a közzétételig elérni egy jelentősebb részvénypaketten (a bejelentés ugyanis szinte automatikus árfolyamugrást eredményez), másrészt kisebb tőkét lekötve tudott nagyobb nyereséghez jutni.

### 7.3. A közvetlen megkeresés

Ekkor a befektető közvetlenül a nyilvánosság kizárásával megkeresi a felső vezetést. Ez egy felkérés egy találkozóra, ahol a fedezeti alap ismerteti álláspontját és javaslatot tesz a társaság felé a szükséges változásokra, melyek az aktivista befektető vélekedése szerint a teljes részvényesi kör érdekeit szolgálja. A felső vezetés a meghívást elfogadva megismeri az érveket és azokra ad válaszokat. A sikeres tárgyalás ritka ebben a korai szakaszban. A felsővezetés nyitottsága azonban célszerű ezzel is csökkenthető a média ösztűz ereje és hevessége.

### 7.4. A nyilvánosság bevonása

A nyilvánosság bevonása egyfelől a tőzsde felelősségi szervek felé történő jelentés-el valósul meg.<sup>68</sup> Ez az Egyesült Államokban a 13 D jelentés benyújtásával már a konkrét célok megjelölését is tartalmazza. Európában is az 5 % a közzételi szint maximuma bár gyorsabb (4 nap) és a tagországok jogszabályai ettől eltérhetnek így alacsonyabb küszöbérték<sup>69</sup> is tartozhat a közzétételhez (Egyesült Királyságban, Németországban, Spanyolországban és Franciaországban 3 %; Olaszországban 2 %<sup>70</sup>), de Európában

<sup>65</sup> Lásd MISHKIN, FREDERIC S.: *The Economics of Money, Banking, and Financial Markets*. Global Edition Tenth Edition 2013 Pearson Education Limited Columbia University. 211. p.

<sup>66</sup> A potya-utas probléma azt jelenti, hogy a befektető, egy olyan információ alapján jut előnyhöz, amiért ő nem fizet, de más valaki azonban igen.

<sup>67</sup> Az Európai Parlament és a Tanács 2013/50/EU Irányelve (2013. október 22.) a szabályozott piacra bevezetett értékpapírok kibocsátóival kapcsolatos információkra vonatkozó átláthatósági követelmények harmonizációjáról szóló 2004/109/EK európai parlamenti és tanácsi irányelv, az értékpapírok nyilvános kibocsátásakor vagy piaci bevezetésekor közzéteendő tájékoztatóról szóló 2003/71/EK európai parlamenti és tanácsi irányelv, valamint a 2004/109/EK irányelv egyes rendelkezéseinek végrehajtására irányadó részletes szabályok megállapításáról. 10. bek

<sup>68</sup> SHADAB, HOUMAN B.: *Hedge Fund Governance*. 19 Stan. J.L. Bus. & Fin. 141. 2013–2014. 160–162. pp.

<sup>69</sup> Lásd SERETAKIS ALEXANDROS: *Hedge Fund Activism Coming to Europe: Lessons from the American Experience*. 8 Brook. J. Corp. Fin. & Com. L. 438. 2013–2014. 461. p.

<sup>70</sup> Lásd BELLINI Elisabetta: *Hedge Fund Activism in Italy*. 9 J. Corp. L. Stud. 201 2009. 209. p.

nincs közzétételi kötelezettség a szándékot (aktív vagy passzív befektető) illetően. A nyilvánosság bevonása történhet részvényesek közvetlen írásos megkeresésével nyílt levél publikálásával, külön erre a célra létrehozott honlap elindításával és természetesen a médiában való aktív jelenléttel nyilatkozatok és riportok formájában.

#### 7.5. A végső eszköz az igazgatósági tagok cseréjére tett javaslat

Bár csak az esetek kevesebb mint 15 %-ban<sup>71</sup> kerül sor erre, de az aktivista befektető hajlandó a siker érdekében az igazgatótanács tagok visszahívására és baráti tagok jelölésére (proxy fight) is a cél érdekében. Erre már kevés esetben kerül valóban is sor, de az aktivista már e lépés kilátásba helyezésével is elérheti a célját.

#### 7.6. Az aktivista fedezeti alapok hatása a felelős társaságirányításra

A céltársaságok menedzsmentjének a siker érdekében célszerű az ellenséges felvásárlóktól eltérő magatartást folytatnia.<sup>72</sup> E stratégia keretében már a bejelentési kötelezettséggel terhelt kisebbségi tulajdoni hányadot el nem érő *aktivista befektetővel* is fontos érdemben tárgyalni és már az első írásbeli megkereséstől külső – jogi, pénzügyi és kommunikációs – tanácsadókat alkalmazni. Emellett a társaság *felső vezetését* és a médiában nyilatkozó külső feleket fontos felkészíteni az *aktivista fedezeti alapokkal* szemben kialakított kommunikációs stratégia közös és egységes arculatban történő végrehajtására. A legfontosabb szempont azonban a *fedezeti alap* javaslatainak mérlegelésekor a teljes részvényesi kör érdekeinek védelme.

## 8. A UK Stewardship Code

Nagy-Britanniában 2010-ben az intézményi befektetők magatartásának szabályozására<sup>73</sup> a *Pénzügyi Jelentéseket Tanácsa (Financial Reporting Council)*<sup>74</sup> egy a *UK Corporate Governance Code* tőzsdei ajánláshoz hasonló, *UK Stewardship Code* elnevezésű ajánlást alkotott. Amíg a *UK Corporate Governance Code* a tőzsdei társaságok számára a *felelős társaságirányítás (corporate governance)* elveit határozza meg, addig a *UK Stewardship Code* az *intézményi befektetők* számára határoz meg ajánlásokat. Az alapelv mindkét ajánlás esetében azonos, mégpedig a *comply or explain*, melynek alap-

---

<sup>71</sup> JP Morgan Corporate Finance Advisory and Mergers and Acquisition : *The activist revolution Understanding and navigating a new world of heightened investor scrutiny* Lásd [https://www.jpmorgan.com/cm/BlobServer/JPMorgan\\_CorporateFinanceAdvisory\\_MA\\_TheActivistRevolution.pdf?blobkey=id&blobwhere=1320693986586&blobheader=application/pdf&blobheadervalue1=Cache-Control&blobheadervalue1=private&blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs](https://www.jpmorgan.com/cm/BlobServer/JPMorgan_CorporateFinanceAdvisory_MA_TheActivistRevolution.pdf?blobkey=id&blobwhere=1320693986586&blobheader=application/pdf&blobheadervalue1=Cache-Control&blobheadervalue1=private&blobcol=urldata&blobtable=MungoBlobs). 10 p.

<sup>72</sup> Lásd SHARFMAN, BERNARD S.: *Activist Hedge Funds in a World of Board Independence: Creators or Destroyers of Long-term Value?* 2015 Colum. Bus. L. Rev. 813. 2015. 838–847. pp.

<sup>73</sup> Lásd CORREIA INÊS MAGALHÃES: *Shareholder Activism and Short-Termism Fostering Long-Term Engagement in the European Union*. Working Paper, No.04/2014. 2014. november. 7. p.

<sup>74</sup> Pénzügyi Jelentéseket Készítő Tanács (Financial Reporting Council – FRC) könyvvizsgálói, számviteli és aktuáriusi (biztosítás matematikai) szaktereket határoz meg a Nagy-Britanniában tőzsdén jegyzett nyilvános társaságok részére. A Tanács részben állami részben tagi finanszírozású önszabályozó szervezet.

ján a társaságok vagy betartják az ajánlásokat, vagy megindokolják és közlést tesznek miért folytatnak azoktól eltérő üzleti gyakorlatot.

A *UK Stewardship Code* hét elvet határoz meg, amelyek alapján az intézményi befektetők konstruktívan és a teljes részvényesi kör érdekében együttműködést vállalnak a társaság felső vezetésével. Működésük során betartják a fokozatosság elvét és szükség esetén a többi intézményi befektetővel konszenzust kialakítva lépnek csak fel a társaság menedzsmentjével szemben. Az ajánlást elfogadó *intézményi befektető* a tulajdonosi működését meghatározó irányelveket közlést teszi és egyben rendszeresen nyilvánosságra hozza az elfogadott legfőbb szervek ügyszabályzatát és szavazási gyakorlatát.

A *UK Stewardship Code* tartalma azért fontos az *aktivista fedezeti alapok* működése szempontjából, mert azokat az irányelveket is magában foglalja a fentiekén túl, melyek a *fedezeti alap* befektetői és tulajdonosai között érdekkonfliktusokat szabályozzák és feloldásukra is megoldásokat javasol. A kódex szabályozási körének további lényeges területe, hogy az *aktivista befektetők* oldaláról az *intézményi befektetők* és a *céltársaság* menedzsmentje közötti nézőpontkülönbségek megszüntetésére meghatároz egy *eszkálációs folyamatot*.<sup>75</sup> Az ajánlások tartalmának betartása elősegítheti az aktivista befektetők és céltársaságok jogszerű, transzparens, befektetőbarát együttműködését.

## 7. Konklúzió

Napjainkra a jogi szabályozási környezet meghatározó jelentőséget nyert a befektetői aktivitás tekintetében. A tanulmányban felvázolt befektetési formák arculata az *Egyesült Államokban* és *Európában* eltérő lehet bár, de minden esetben igaznak tűnik a megállapítás, hogy közvetlen hatással vannak az érintett társaságok irányítás rendszerére.

Tipikus probléma, hogy a jogszabályi környezet mind az *Egyesült Államokban*, mind pedig *Európában* adós marad azokkal a rendelkezésekkel, amelyek megfelelő transzparencia mellett írják elő<sup>76</sup>, hogy a menedzsment a rendelkezésére álló likvid források felhasználási módját – vagy ellenkező esetben hiányuk pótlását – rövid és hosszú távon egyaránt biztosítsa.

A probléma lényeges részterülete lehet az üzleti tevékenység gyakorlása során képeződött *likvid tartalékok* befektetésének mellőzése. Ezen belül is aggályokat vet fel a szóban forgó vagyoni elemek alacsony áron történő értékesítése vagy magas áron történő megvásárlása. Jelentős hatással lehet a vállalat értékére az elkülönülő működési profil önálló jogi személy útján történő működtetése (vagy annak elmaradása.) Utóbbi kérdés különösen érdekes formákban merülhet fel a tőzsdei regisztráció előtt álló ágazatok és tevékenységek vonatkozásában.

<sup>75</sup> Az eszkálációs folyamat az üzleti gyakorlatban azt jelenti, hogy a probléma megoldása egyre magasabb szintű döntési kompetenciával rendelkező személyek bevonásával történik, egészen addig, amíg a megoldás létrejön.

<sup>76</sup> A szabályozás elégtelen jellege *Kínában* megnyitotta az utat az első aktivista fedezeti alap működésének. Lásd XIE, JE – CAO BONNIE: *The Obscure Chinese Hedge Fund Making Big Enemies*. Bloomberg, 2016. április 26. Elérhető: <http://www.bloomberg.com/news/articles/2016-04-25/obscure-chinese-hedge-fund-makes-big-enemies-with-tough-approach>

A vállalati eszközök és tartalékok stratégiai célú felhasználásától külön, illetőleg azal összekapcsolódva is rendszeresen felmerül a vállalati vezető javadalmazási rendszernek kérdésköre. Ezt a terület globális viszonylatban elkerüli a jogalkotó figyelmét és csak ajánlási úton kerül szabályozásra. Kivételt képez ez alól a szabályozási tendencia alól Svájc, ahol népszavazás útján került sor az alkotmány módosítására és általa a vezetői javadalmazások mértékének visszaszorítására.

Az *aktivista fedezeti alapok* tevékenysége azonban jóval túlmutat a fent vázolt eseteken. Tevékenységük során ugyanis átfogó stratégiát megvalósításán keresztül igyekeznek elérni céljaikat. Ebben szövetségesekre találnak a részesedésszerzésükről tudomást szerző és hasonlóan stratégiákat alkalmazó intézményi befektetőtársaik személyében, függetlenül attól, hogy ez utóbbiak szűkebb értelemben aktivisták vagy passzív befektetési stratégiát követnek. Az aktivista fedezeti alapok egyik fő jellemzője, hogy keresik a közvetlen kapcsolatot a céltársaságok menedzsmentjével. Mivel az ilyen típusú megkeresések jelentősen része nem biztosít átütő sikert, az alapok a média és a nyilvánosság útján is igyekeznek nyomást gyakorolni a társaságokra. Ennek enyhébb változata a közgyűlési napirendi pontjainak tematizálása, mely részleges sikereket biztosíthat. Ennél közvetlenebb beavatkozási modellt a társaságok irányítási rendszerébe, ha az igazgatóság/ igazgatótanács tagjainak leváltására tesznek javaslatot. A személycsere már olyan igazgatósági/ igazgatótanács tagok megválasztását célozza, akik személyükben elkötelezettjei a fedezeti alap aktivista céljainak, elképzeléseinek.

Jelentős azoknak az eseteknek a száma, amikor az *aktivista fedezeti alapok* elérték a céljaikat. Ezek a célok árfolyamnyereség vagy rendkívüli osztalékfizetés formájában is testet ölthetnek, de nem ritka e két elem kombinációja sem. A dinamikus növekedés viszonylatában kérdéses viszont, hogy mennyiben tartható fent stratégiai távlatban a növekedés? Optimális eset, amennyiben a folyamat eredményeként a vállalati érték tartósan nő. A *javadalmazási rendszer* teljesítményalapú működtetése vagy a *hitelállomány* ésszerű növelése elősegítheti e célok elérését. Tipikus ellenpélda lehet azonban, ha a forráshiány állja az útját a hosszú távú stratégiai célok megvalósításának.

Lényeges kérdéseket vet fel a rövid és hosszú távú árfolyamnyereség relációja. A részvényárak növekedését a fenntarthatóság szempontjából egyébként is érdemes hosszabb idődimenzióban értékelni és az eseteket célszerű egyedi mérlegelés tárgyává tenni. Amennyiben a részvényárfolyam központi helyet foglal el a vezetői javadalmazás mértékének kialakításában, akkor a részvény és opció alapú javadalmazási elemeket érdemes *indexálni*, vagyis hosszabb időszak megfelelő árfolyameredményeihez kötni azok folyósítását.

Különösen lényeges szempont azonban, hogy a társaságok menedzsmentjei felkészültek legyenek az aktivista alapok kapcsolatfelvételére. A határozott és átgondolt kommunikációs stratégia és a média kapcsolatok célirányos használata nem csak az aktivista fedezeti alapok, de a céltársaságok számára is hatékony eszköznek bizonyulhat. Csökkent a támadási felületet a céltársaságok oldalán az is, ha a társaságirányítási rendszerük jogszerűen és hatékonyan működik és megfelelő etikai alapokon épül fel.

Európában a részvényesi koncentráció magasabb mint az Egyesült Államokban, a *kereszttulajdonlás* és a jelentős *blokkoló részvénytöredékekkel* rendelkező befektetők köre pedig megnehezíti az aktivista befektetők tevékenységét. Ugyanakkor az *Egyesült Államok* és az *Európai Unió* megközelítése között különbségek merülnek fel a közzététel jogi szabályozásának területén. Ezek közé tartozik, hogy az *Európai Unió* országai jel-

lemzően a céltársaságokban alacsonyabb részesedések megszerzésének esetére is kötelezővé teszik a közzététel kötelezettségét és az azt követően rövidebb jelentési határidőt írnak elő. A tőkepiacok működésének hatékonyságát fokozza a megbízható információk szabad áramlása, amely elősegíti az információk beépülését a tőzsdei árfolyamokba. Emiatt értékelődött fel oly nagymértékben a közzététel és a transzparencia szerepe, hogy napjainkra a tőkepiaci jog egyik legközpontibb szabályozási eszközének helyét foglalja el, akár az értékpapír kibocsátás és az ahhoz kapcsolódó tájékoztatási kötelezettség, akár a társaságokban történő részesedésszerzés területén. A közzététel és a transzparencia szempontjából azonban meghatározó kritérium a hitelesség, amely csak megfelelő jogi felelősségi rendszer implementációjával egyidejűleg garantálható. Ennek tükrében viszont kérdéses, hogy az aktivista fedezeti alapok – sokszor a bulvár média eszközeit használó – kommunikációs stratégiája mennyiben járulhat hozzá az árfolyamstabilitáshoz és a pontos árazás hosszú távú szempontjaihoz?

## ANDRÁS KECSKÉS

### ACTIVATED INVESTORS – ACTIVIST HEDGE FUNDS AND THEIR LEGAL REGULATION ON THE INTERNATIONAL MONEY AND CAPITAL MARKETS

(Summary)

This paper examines the activist investor's attitudes of hedge funds towards their investment targets (as a company) and the regulatory background of these activities.

In the 2000s 2010s hedge funds had begun to play an aggressive role towards their investment targets, but it was not for the purpose of a possible takeover rather a short-term capital gain. These actions by hedge funds are based on a well-orchestrated scenario and supported by the media frenzy of hedge fund managers. The paper describes step by step the emergence of the strategy and the possible reactions of the target company.

The emergence of new type of activist investors was a surprise not only for the listed companies' managements but for the regulators as well. The main reason behind these operations of hedge funds are deficiencies in capital allocation and inadequate remuneration system especially for executives.

Transparency and disclosure rules both play crucial role in stabilizing the market and orienting the management in the interest of the majority shareholders. Finally, it should be examined whether the actions of activist hedge funds are based on short-term interest only or include long-term aspects too. Notwithstanding, the question remains whether these actions serve the interests of the well-informed few or the majority of shareholders as well.