

A Bankárképző és a Budapest Corvinus Egyetem együttműködésében a megújult programban 2023 februártól újabb évfolyam indul. Mindössze két félév alatt sajátíthatja el azt a tudást, amivel sikeres bankmenedzser lehet.



Váljon banki vezetővé Bankmenedzser Diplomaprogramunk elvégzésével!



GAZDASÁG és PÉNZÜGY

FÖGLEIN GYULA - ZÉMAN ZOLTÁN - PATAKI LÁSZLÓ
Egy nagyvállalat devizaárfolyam-kockázatának fedezésére alkalmas stratégiák összehasonlító vizsgálata

HAJDU TIBOR ZOLTÁN
Bizalmi vagyonkezelés

SEREG PÉTER
A Magyar Nemzeti Bank piacfelügyeleti eljárása mint hatósági eljárás

LISÁK JUDIT
A hitelintézetek által végezhető kiszervezési tevékenység és a személyes adatok védelmének összefüggései

KÖNYVAJÁNLÓ
Halmi Péter: Európai gazdasági integráció
(Pásztor Szabolcs – Tamás Szintia)

Sladjana Sredojevic – Milan Brkovic:
Banking Associations
*Their Role and Impact
in a Time of Market Change*
(Kovács Levente)

A SZERKESZTŐBIZOTTSÁG ELNÖKE

Kovács Levente

A SZERKESZTŐBIZOTTSÁG TAGJAI

Benedek József

Magyar István

Savchenko, Taras

Berlinger Edina

Móra Mária

Sredojevic, Sladjana

Bod Péter Ákos

Mikolasek András

Száz János

Csaba László

Pan, Guangwei

Szovics, Peter

Győry Máté

Pandurics Anett

Vass Péter

Kocziszky György

Pásztor Szabolcs

Veresné Somosi Mariann

Lukács János

Pleschinger Gyula

Zéman Zoltán

FELELŐS SZERKESZTŐ

Marsi Erika

OLVASÓSZERKESZTŐ

Király Katalin

SZERKESZTŐSÉG

Alapítvány a Pénzügyi Kultúra Fejlesztéséért

1011 Budapest, Szalag utca 19.

tel: +36 1 224 0700

email: gp@apkf.eu

HU ISSN 2415-8909

ELŐFIZETÉS

magyar 2000 Ft/lapszám

angol 3500 Ft/lapszám

előfizetés: gp@apkf.eu

NYOMDAI MUNKÁLATOK

Europrinting Kft.

Felelős vezető: Endzsel Ernő

ALAPÍTÓ KIADÓ



TÁRSKIADÓ



Először Magyarországon!

Nemzetközileg elismert ESG Tanácsadó képzés a Bankárképző és a BIB együttműködésében

Mindannyiunk jövője attól függ, hogy mennyiben tudjuk biztosítani a környezetünket védő fenntartható növekedést. Mivel a gazdaság egyik motorja a finanszírozás, a fenntarthatósági követelmény fokozottan igaz a pénzügyi szektorra és a befektetésekre.

Az **ESG Tanácsadó** két napos képzésen Magyarország legjobb szakértőitől ismerheti meg a fenntartható pénzügyi befektetések jellemzőit, szabályozását és gyakorlatát. A képzésen résztvevők **gyakorlati esettanulmányokon** keresztül is megismerhetik az ESG szempontok jelentőségét.



TARTALOM

166 FÖGLEIN GYULA – ZÉMAN ZOLTÁN – PATAKI LÁSZLÓ

Egy nagyvállalat devizaárfolyam-kockázatának fedezésére
alkalmas stratégiák összehasonlító vizsgálata

197 HAJDU TIBOR ZOLTÁN

Bizalmi vagyonkezelés

Az alapítók generációkon átívelő öröklési stratégiájának eszköze

222 SEREG PÉTER

A Magyar Nemzeti Bank piacfelügyeleti eljárása mint hatósági eljárás

244 LISÁK JUDIT

A hitelintézetek által végezhető kiszervezési tevékenység
és a személyes adatok védelmének összefüggései

256 KÖNYVAJÁNLÓ

Halmai Péter: *Európai gazdasági integráció*

Budapest, Dialóg Campus Kiadó (*Pásztor Szabolcs – Tamás Szintia*)

Sladjana Sredojevic – Milan Brkovic: *Banking Associations*

Their Role and Impact in a Time of Market Change

The Moorad Choudhry Global Banking Series

Berlin/Boston, Walter de Gruyter GmbH (*Kovács Levente*)

EGY NAGYVÁLLALAT DEVIZAÁRFOLYAM-KOCKÁZATÁNAK FEDEZÉSÉRE ALKALMAS STRATÉGIÁK ÖSSZEHASONLÍTÓ VIZSGÁLATA

Főglein Gyula – Zéman Zoltán – Pataki László¹

ABSZTRAKT

A mindinkább nemzetközivé váló gazdaság hatására egyre több vállalkozás életében jelennek meg a devizaügyletek, s ezzel összefüggésben a devizaárfolyamok változásával kapcsolatos kockázatok. E kockázatok figyelmen kívül hagyása vagy nem megfelelő kezelése a vállalkozás jövedelemtermelő képességét is ronthatja, sőt komoly – esetenként megoldhatatlan – likviditási zavarokat is okozhat. Tanulmányunkban egy hazai nagyvállalat példájából kiindulva vizsgáltuk meg a devizaárfolyam-kitettségek fedezésére szolgáló különböző stratégiákat. A területi korlátok miatt az összes lehetséges stratégia bemutatására nem nyílt lehetőségünk, de az általunk vizsgált fedezési stratégiák vonatkozásában igyekeztünk feltárni azok lehetséges előnyeit, veszélyeit, valamint költségvonzatát. Tettük mindezt annak érdekében, hogy a vállalat számára optimális fedezeti stratégiát/stratégiákat megtaláljunk. Vizsgálatunk során 6 pénzintézettől kértünk be ajánlatokat. A védeni kívánt árfolyam szintjét EURHUF 410,00-ban határoztuk meg. Megállapítottuk, hogy a jelenlegi piaci viszonyok között a négy – általunk vizsgált – ügylet közül három ügylet (a határidős ügylet, a zero költségű gallérstratégia és a részleges határidős ügylet) lehet a vállalat szempontjából támogatható.

JEL-kódok: G32, G17

Kulcsszavak: devizaárfolyam-kockázat, határidős devizaügylet, plain vanilla ügylet, zero költségű gallérstratégia, részleges határidős ügylet, nyereség-veszteség függvény

¹ *Főglein Gyula* pénzügyi vezető, Wellis Magyarország Zrt. E-mail: gyfoglein@gmail.com.
Zéman Zoltán egyetemi tanár, Neumann János Egyetem. E-mail: Zeman.Zoltan@uni-neumann.hu.
Pataki László egyetemi docens, Magyar Agrár-és Élettudományi Egyetem, Befektetés, Pénzügy és Számvitel Tanszék. E-mail: lpataki63@gmail.com.

1. BEVEZETÉS

Az elmúlt évek a pandémia, majd a 2022 februárjában kirobbant háború miatt gazdasági sokkok sorozatát indították el, amelyek rendkívül volatilis piaci környezetet idéztek elő. Volatilis piaci környezetben a vállalkozások számára kiemelt jelentőségűvé válik a tervezhetőség, amelyet számos külső tényező befolyásolhat. A kockázatok közül az egyik legjelentősebb a devizakockázat. A devizakockázat magában foglalja:

- a tranzakciós kockázatot, vagyis az árfolyamváltozásoknak a külföldi követelésekre és kötelezettségekre gyakorolt áralapú hatását;
- az árfolyamváltozás hatásával kapcsolatos gazdasági vagy üzleti kockázatot; és
- az átértékelési vagy átváltási kockázatot, amely akkor merül fel, amikor a bank devizapozícióit átértékelik hazai pénznemben (*Van Greuning–Brajovic Bratanovic, 2020*).

E kockázatok közül – tanulmányunk szempontjából – az egyik legjelentősebb a devizaárfolyam-kockázat. Annak megértése, hogy a devizaárfolyam ingadozása milyen hatással lehet egy vállalat teljesítményére, összetett feladat.

Makrogazdasági megközelítésben az árfolyamok alakulásában elsősorban az a meghatározó, hogy az adott ország export-import egyenlege, illetve ennek a jövedelmekkel kiegészített egyenlege (azaz folyó fizetésimérleg-egyenlege) hogyan alakul. Negatív egyenleg esetén a hiányt egyfajta tőkeáramlásnak kell finanszíroznia, a gazdaság forrásbevonásra kényszerül (*Bélyácz, 2013*).

Tartósan negatív folyó fizetésimérleg-egyenleget jellemzően a működő tőke vagy adósság típusú befektetések finanszírozhatnak. Ahhoz, hogy a finanszírozás megvalósuljon, elsősorban arra van szükség, hogy az adott deviza tőkevonzó képessége magas legyen, ezt pedig azzal lehet elérni, ha a befektetők számára vonzóvá teszik az adott devizában történő befektetések eszközlését. Ezt elsősorban magasabb hozammal lehetséges elérni. Tehát egy deviza akkor válhat vonzóvá a befektetők számára, ha az meghaladja a más – hasonló kockázatú – devizák esetén elérhető hozamszintet, illetve az adott befektető számára az elérhető többlethozam kompenzálja a befektetés kapcsán felmerülő kockázatokat (*K&H Treasury piaci kockázatkezelési kézikönyv, 2015*).

Egy adott ország esetén a kockázat legfőbb mutatószámát az adott ország CDS (credit default swap) értéke képviseli. A CDS, azaz a credit default swap röviden, tömören megfogalmazva egy ország fizetési képessége elleni biztosításnak tekinthető. A nemzetközi befektetők számára bír nagy jelentőséggel, nekik segít eligazodni a kockázatos és kevésbé kockázatos országok tekintetében. Segítségével képet kaphatnak arról, mekkora a kockázata annak, hogy egy adott ország nem

tudja törleszteni az államadósságát. Minél magasabb ez az érték, annál kockázatosabb az adott ország (*Brealey-Myers, 2011*).

Mikroökönómiai szempontból vizsgálva az árfolyamok hatását, az árfolyam-ingadozás jelentős hatással van a vállalatok árbevételére, nyereségességére is. Ha nem védekezik a vállalat az árfolyamok volatilitása ellen, akkor ebben az esetben ki van téve ennek a kockázatnak, és adott esetben akár nemcsak a nyereségessége, hanem akár a vállalat jövője is múlhat ezen (*Collins, 1999*). A pénzügyi szakemberek számára jelentős kihívást jelent a vállalat eredményét torzító devizaárfolyammozgások kiszűrése (www.pwc.com).

Devizaárfolyam-kockázat azoknál a vállalkozásoknál jelentkezik, amelyeknek a bevételei vagy költségei a forinttól eltérő devizanemben realizálódnak, vagy a forintalapú bevételeinek/költségeinek mértékét egy másik devizanem függvényében határozzák meg, devizahitellel rendelkeznek, más pénznemekben fizetnek vagy kapnak osztalékot (*Bleuel, 2008*).

Nyitott devizapozícióról abban az esetben beszélhetünk, amennyiben egy adott vállalat olyan tevékenységet folytat, amellyel összefüggésben devizakitettsége keletkezik. Ez a devizakitettség attól függően, hogy van-e mögötte fedezet, lehet nyitott (ez esetben nincs mögötte fedezet) vagy fedezett. Fedezett devizakitettség esetén a kifizetés mögött van bevétel, illetve a bevétellel szemben találhatóunk a likviditási tervében kifizetést megközelítőleg ugyanazon időpontban, ugyanazon időszakban, hasonló összegben egyazon devizanemen belül, vagy a kitettség már fedezésre került egy ügylettel (*Reichardt, 1997*).

Az árfolyamkockázatnak való kitettség mérése és kezelése fontos a vállalatok jelentős árfolyammozgások miatti sebezhetőségének csökkentése érdekében, amelyek hátrányosan befolyásolhatják a haszonkulcsokat és az eszközök értékét (*Papaioannu, 2006*).

Olyan nyitott gazdaságban, mint amilyen Magyarországé is, előbb vagy utóbb minden vállalkozás szembesül az árfolyamkockázattal. Mivel az árfolyam-ingadozás jelentősen befolyásolhatja a cégértéket és a jövedelmezőséget, az árfolyamkockázat kezelésére a cég felső vezetésének fokozott figyelmet kell fordítania.

A vállalatok devizaügyleteihez kapcsolódó árfolyamkockázatot lehet szakszerűen és lehet szakszerűtlenül kezelni, de az árfolyamok felügyeletének figyelmen kívül hagyása súlyos következményekkel járhat. (*DeRosa, 2006*)

Az árfolyamkockázat szakszerűtlen kezelése évente 50–100 millió forint (mínusz 1-2 százalék) devizaveszteséget is okozhat egy ötmilliárd forint exportárbevétellel rendelkező cégnél, miközben az árfolyamkockázat-kezelést profi módon végző vállalat pénzügyese (treasurerje) a banki ügyleteken évről évre ötvenmillió forint árfolyamnyereséget realizál (plusz 1 százalék) (*Jenei, 2020*).

A devizakockázat-fedezeti stratégiák magukban foglalják ennek a kockázatnak a kiküszöbölését vagy csökkentését, és megkövetelik annak a megértését, hogy az árfolyamkockázat milyen módon befolyásolhatja a gazdasági szereplők működését, valamint a következményes kockázati hatások kezelésére szolgáló technikákat (Barton, Shenkir és Walker, 2002)

A vállalatok többsége konzervatív kockázatkezelési elvek mentén gondolkodik, célja az árfolyamkockázat megszüntetése. A legprudensebb hozzáállás az, ha a belső szabályozás azt mondja ki, hogy minden árfolyamkockázat a felmerülése pillanatában azonnal megszüntetendő. Ennél egy fokkal megengedőbb az a hozzáállás, amely tiltja ugyan új kockázat felvállalását, de a normál üzleti tevékenység során keletkező devizapozíció lezárásának időzítésében hagy rugalmasságot, nem írja elő az azonnali zárás kötelezettségét.

Milyen módon lehet egy adott devizakockázatot fedezni? Alapvetően két csoportba sorolhatóak a megoldások: az ún. **természetes fedezés (natural hedge)** vagy pedig a **pénzügyi instrumentumok** alkalmazása. Természetes fedezés lehet például az, amikor a vásárlásaim és eladásaim devizakockázat szempontjából párosítva vannak, ezáltal ugyanabban a devizanemben ugyanarra a periódusra két ellenirányú devizakockázatot teremtek, amelyek semlegesítik egymást. Ilyen esetben ugyan van a vállalkozásnak devizaforgalma, de még sincs nyitott pozíciója (Coyle, 2020; Henderson, 2006).

Derivatív instrumentumok esetén konzervatív árfolyamfedezési politikát folytató treasury kizárólag deviza spot és határidős ügyletet, vagy esetleg sztenderd deviza opciós ügyletet köthet. Minél komplexebb, egzotikusabb terméket kívánunk alkalmazni, annál több lesz a spekulatív elem a fedezésben, és annál inkább bizonytalanná válik a végkimenetel. Ezért is fontos definiálni az operatív kockázatkezelő mozgásterét (Szabó, 2022).

Azt, hogy egy vállalat fedezze-e nyitott devizapozícióját, illetve milyen instrumentumokkal fedezze és milyen mértékig, azt mindig az adott vállalat belső szabályzataiban kell lefektetni a vállalat kockázatvállalási hajlandóságát figyelembe véve. Ezen kockázatvállalási hajlandóság alapján a piaci szereplőket három csoportba lehet besorolni kockázatvállalási hajlandóságuk alapján:

- Kockázatkerülő: „A kockázatkerülő magatartást követő vállalkozások üzleti céljaik és intézkedéseik kapcsán a kockázatok és a veszélyek teljes kiküszöbölésére törekednek.”
- Kockázatsökkentő: „A kockázatsökkentő stratégia követése azt jelenti, hogy a vállalkozás szembenéz a felmerülő kockázatokkal, és a lehetséges károk enyhítése, illetve megelőzése érdekében megteszi a szükséges intézkedéseket.” (Szörös–Kresalek, 2010)

- Kockázatmegosztó vagy kockázatáthárító: kockázatsemleges magatartást akkor tanúsít egy cég, ha a cég életében ezek a kockázatok nem játszanak kiemelt szerepet, vagy amiatt, mert olyan erős pozíciót foglal el az adott piacon, vagy a kockázatok olyan kismértékűek, amelyek nem befolyásolják a vállalat számára érzékelhetően az eredményt (Szőrös–Kresalek, 2010).

2. ANYAG ÉS MÓDSZER

A devizaárfolyam-kockázatok kezelésének ismertetését egy nagyvállalati példán keresztül kívánjuk bemutatni, amellyel jól lehet szemléltetni a fedezeti stratégiák hatásait, kockázatait, előnyeit, értékét.

A példánkban szereplő nagyvállalat fő tevékenysége elsődlegesen árupiaci termék előállítás. Tevékenységéhez kapcsolódóan jelentős részben külföldről történik a termék-előállításához szükséges alapanyagok és segédanyagok beszerzése. Az előállított termékeket jellemzően nagyrészt itthon, Magyarországon, a magyar piacon értékesíti, így az értékesítésből fakadó árbevételének jelentős része forintban realizálódik. Tekintettel arra, hogy a vállalkozás esetében külföldi beszerzésről beszélünk (euróban meghatározva), így eurófizetési pozíciói (kifizetési) keletkeznek a javarészt forintbevételekkel szemben.

Megvizsgálva a vállalat likviditási terveit, látható, hogy a cég tevékenységéből fakadóan jelentős euró short pozíció keletkezik a forint long pozíciójával szemben (a beszerzések és a kifizetések euróban történnek, bevételei azonban forintban realizálódnak). Annak érdekében, hogy fedezze nyitott devizapozícióját, euróvételre van szüksége forintból, tehát forintot kell eladnia és eurót kell vennie, így EURHUF sell ügylettel képes hedge-elni (fedezni) kitettségét, ezzel tud védekezni az EURHUF árfolyamának kedvezőtlen elmozdulásai ellen.

Az ügyletek segítségével vállalatunk képes kiküszöbölni az egyes árfolyam-elmozdulások kapcsán elszenvedhető lehetséges árfolyamveszteségeket, illetve a fedezett pozíciók hozzájárulnak ahhoz, hogy nagy valószínűséggel jó előre megállapítható legyen az ügylet megvalósulásának árfolyamszintje, tehát a fedezeti ügylettel pontos támpontot kaphatunk a költségek tervezéséhez, illetve a költségek kalkulálásához.

A 2022 Q3 időszakára vonatkozó likviditási terv vizsgálata alapján euróoldalon elmondható, hogy 10 millió euró nagyságú short pozíció alakul ki a vállalat működése kapcsán.

Tekintettel arra a tényre, hogy vállalatunk nem rendelkezik semmilyen fajta rulírozó hitelkerettel, így beavatkozás nélkül a cég euróoldalon fedezethiánnyal kénytelen szembesülni.

Fontos további információként szolgál még az a tény, hogy a vállalat egy előre meghatározott árfolyamszint (az üzleti tervében szereplő tervárfolyam) megvédését tűzte ki célul annak érdekében, hogy a devizakitettségéből fakadóan a tervárfolyamhoz/célárfolyamhoz képest ne legyen kénytelen veszteséget elszenvedni, illetve ez a pénzügyi veszteség a tervei megvalósulását ne befolyásolja negatívan. A védeni kívánt árfolyam szintjét így EURHUF 410,00-ban állapították meg.

Tanulmányunk további részében a fentiekben megállapított nyitott devizapozíció, illetve a példában szereplő nagyvállalat devizakitettségei kapcsán tapasztalható – a devizaárfolyam-volatilitásból fakadó – kockázatok kezelésére alkalmazható banki instrumentumokat mutatjuk be, illetve részletezzük az ezen ügyletekkel kapcsolatos előnyöket, kockázatokat, kimeneteli lehetőségeket. A továbbiakban az alábbi ügylettípusokat vizsgáljuk: határidős devizaügylet, plain vanilla opció, participating forward ügylet, zéró költségű gallér.

A fedezési stratégia kialakításához szükséges adatkérés:

Vállalatunk a nyitott devizakittség fedezése érdekében a négy ügyletre vonatkozólag az alábbi ajánlatbekérő szerint kért ajánlatot bankjaitól. Annak érdekében, hogy pontos piaci képet kapjunk a fedezési lehetőségekről, az árfolyamokról, érdemes minél több, lehetőleg a vállalat összes bankjának az adatkérést megküldeni.

1. táblázat

Banki adatkérő

	Összeg (millió EUR- ban)	Ügylet típusa	Devizapár	Irány	Lejárat	Spot ref.	Swap	Árfolyam	
Bank neve	10,000	Határidős	EURHUF	vétel	2022.09.01				
	Összeg (millió EUR- ban)	Ügylet típusa	Devizapár	Referenciaszint	Típus	Lejárat	Elszámolás	Ár (%)	
Bank neve	10,000	Vételi jog vétele	EURHUF	ATMF @ 402,30	Európai	2022.08.30	2022.09.01		
	Összeg (millió EUR- ban)	Ügylet típusa	Devizapár	Irány	Lejárat	Elszámolás	Spot ref.	Swap	Rate
Bank neve	10,000	Részleges határidős	EURHUF	vétel	2022.08.30	2022.09.01			
	Összeg (millió EUR- ban)	Ügylet típusa	Devizapár	Lejárat	Elszámolás	SP	LC		
Bank neve	10,000	Zéró költségű gallér	EURHUF	2022.08.30	2022.09.01		410,00		

Forrás: saját szerkesztés a bekért banki adatok alapján

A fedezés bankok által történő árazásához meg kell adni a fedezeti ügyletek pontos paramétereit. A bankok által megadni kért információkat a szürke színnel jelölt cellák jelölik. A határidős (forward, továbbiakban: FWD) ügylet esetében az összeg, a devizapár, az ügyletkötés iránya és a lejárat napja elengedhetetlen adat a bankok számára. A FWD esetében fontos tudni a spot reference adatot mint a határidős devizaügylet kiinduló alapját, illetve a swappontokat, amelyek megmutatják az egyes bankok árazását. Az utóbbi két adat összegeként áll elő a határidős ár.

Opciós ügylettel történő fedezés során az FWD-ügyletnél alkalmazott adatokon túl az árazáshoz fontos megadni az ügylet fajtáját, esetünkben vételi jog vétele (long call – LC), amiből a bank képes beazonosítani a fedezés mivoltát, azaz hogy jelen esetben egy jogot szeretnénk venni (vételre) opciós prémiumért cserébe a határidős árfolyam szintjén (ezt ún. „at the money forward” – azaz ATMF-nek nevezzük). Az LC-opció árazásakor a bank számára további fontos információt hordoz, hogy egy európai opciót szeretnénk vásárolni (azaz az opciós ügyletben foglalt jog keletkezését csak a megadott lejáratkor vizsgálják).

A participating FWD stratégia esetén ugyanazon adatokból szükséges kiindulni, és a banktól ugyanazon adatokra vagyunk kíváncsiak, mint a FWD-ügylet esetében, azonban az ügylet jellege (esetünkben 50 százalékos jog) és az ebből fakadó árazási metodika miatt eltérő adatokat kell kapnunk.

A negyedik és egyben utolsó vizsgált ügylettípus – a zero költségű gallér (ZCC) – esetében egy összetett opciós ügyletről beszélhetünk, ahol két egymással ellentétes opciós ügyletet kötünk (egy jogot veszünk és egy jogot írunk ki vételre, tehát eladunk) úgy, hogy a két opció prémiuma megegyezzen egymással, így létrejön a nulla költségű opciós ügylet. Ebben az esetben keressük azt az általunk kiírt opciós jog szintet (short call – SC), ahol a prémium mértéke megegyezik az általunk venni kívánt jog (LC) opciós prémiumának mértékével. A vett opciós jog (LC) szintjét az általunk védeni kívánt szintnek (EURHUF 410,00) kell megfeleltetni.

A fedezeti stratégia kialakításakor minden egyes ügyletfajta esetén hat banktól kértünk ajánlatot. Ez a viszonylag nagyszámú ajánlat képes biztosítani azt, hogy vállalatunk pontos képet kapjon a piaci szintekről, árfolyamokról. Amennyiben kizárólag egy vagy maximum két banktól kérünk ajánlatot, abban az esetben akár torz képet is kaphatunk a piac aktuális szintjeihez, ajánlataihoz képest.

További indikációként szolgálhat a piaci szintek kapcsán a Bloomberg/Reuters felület is, amelyen jól követhetők és ellenőrizhetők a valós és aktuális spot piaci árfolyamok.

3. A FEDEZETI STRATÉGIA VIZSGÁLATAKOR AKTUÁLIS PIACI SZINTEK ELEMZÉSE

A devizaárfolyamok volatilitásából fakadó kockázati stratégia fedezésének kialakítása kapcsán első lépésként meg kell vizsgálni az éppen aktuális piaci árfolyamokat. A Bloomberg/Reuters felület segítségével lekértük az EURHUF árfolyamának változását megközelítőleg az elmúlt egy évre, ezt az 1. ábra mutatja be. Az elmúlt egy év devizaárfolyamai kapcsán elmondható, hogy az árfolyam szintjei EURHUF 347,00 és 398,50 között szóródtak, ami 51,50 forintos, 12,92 százalékos terjedelemben felelt meg a vizsgált időszakban. Egy év alatt ez az árfolyam-inga-

dozás igen jelentősnek nevezhető, a forint ez idő alatt összességében sokat gyengült. Az 1. ábrán jól beazonosítható az orosz-ukrán konfliktus okozta forint gyengülés február végétől.

A fedezeti stratégia lehetőségének vizsgálatakor lekért Bloomberg-riport alapján elmondható, hogy a piacon az átlagos spot árfolyam a lekérés időpontjában (2022.06.01-én) EURHUF 396,00 volt, ami 14,00 forinttal volt kedvezőbb eurónként a fedezéssel védeni kívánt EURHUF 410,00-es árfolyamszintnél.

1. ábra

EURHUF chart 2021.06.15 – 2022.06.10



Forrás: Bloomberg „EURHUF” chart

3.1. Devizaárfolyam-fedezeti stratégiák bemutatása, elemzése

A spot és azonnali ügyletek esetén a felek már T + 2 nappal, illetve az ügyletkötés napján kötelesek elszámolni egymással, azaz az ügyletben szereplő két devizát kötelező jelleggel már ekkor kicserélik (így a CF-hatás már ekkor felmerül) a felek között. Vállalatunk likviditási tervei alapján a szükséges fedezet nem áll rendelkezésre a fedezeti stratégia megalkotásakor, így ezen ügyletek segítségével nem tudja fedezni nyitott pozícióját, amire hivatkozva a fenti két stratégiával történő devizaárfolyam-kockázatkezelést elvetjük.

A nyitott pozíció lejáratkor (2022.09.01-én) történő hedge-elés lehetőségét spot vagy azonnali ügylettel szintén elvetettük, ugyanis a fedezeti stratégiával a védeni kívánt árfolyam biztosítása a cél, azaz az ügylet lezárása. A lejáratkor történő fedezés pedig az ügylet lejáratáig történő nyitva hagyásával jár.

3.2. Határidős devizaügylet

A korábbiakban részletezett prompt és spot ügyletekkel szemben egy határidős ügyletet pontosan a devizaigény felmerülésének napjához igazítva nyílik lehetőségünk kötni, így szemben a spot és azonnali ügyletekkel, a fedezetnek csak a megkötött forward ügylet lejáratakor kell rendelkezésre állnia a feleknél. Ellenőrizve a társaság likviditási tervét, határidős ügylet kötésére adott a lehetőség, hiszen a forintfedezet lejáratkor rendelkezésre áll a bevételek hatására.

Vállalatunk az alábbi forward EURHUF buy (a vállalat oldaláról vizsgálva a fedezés irányát) ajánlatokat kapta bankjaitól 2022.09.01-i lejáratra:

2. táblázat

A FWD ügylet kapcsán bekért banki ajánlatok

	Összeg (millió EUR-ban)	Típus	Devizapár	Irány	Lejárat	Spot ref.	Swap	Árfolyam
Bank 1	10,000	Határidős	EURHUF	Vétel	2022.09.01	396,00	635,00	402,35
Bank 2	10,000	Határidős	EURHUF	Vétel	2022.09.01	396,04	676,00	402,80
Bank 3	10,000	Határidős	EURHUF	Vétel	2022.09.01	396,00	630,00	402,30
Bank 4	10,000	Határidős	EURHUF	Vétel	2022.09.01	396,10	662,00	402,72
Bank 5	10,000	Határidős	EURHUF	Vétel	2022.09.01	396,15	797,00	404,12
Bank 6	10,000	Határidős	EURHUF	Vétel	2022.09.01	396,09	692,00	403,010

Forrás: saját szerkesztés a beérkezett banki ajánlatok alapján

A hat banktól beérkezett ajánlatokat megvizsgálva, a legkedvezőbb ajánlatot a Bank 3 adta EURHUF 402,30-as szinten a 10 millió eurós kitettség fedezésére. A legmagasabb ajánlat forintban kifejezve 18,2 millió forinttal magasabb szinten nyújt fedezettséget a legkedvezőbb, EURHUF 402,30-as szinthez képest. A Bank 3 és a Bank 1 jegyzése indult ki a legalacsonyabb spot referenciajegyzésből, míg a legmagasabb értéket ebben is a Bank 5 adta. A legalacsonyabb margedzsral a Bank 6 jegyzett, azonban az átlagos szintű spot referenciaszint miatt nem tudta a versenytársakat „megverni” az árával.

A Bank 3 által adott árfolyamszint azt jelenti, hogy vállalatunknak ügyletkötés esetén EURHUF 402,30-as szint mellett keletkezik védettsége, így a 10 millió eurós kitettség fedezésének forintban számolt költsége összesen 4,023 Mrd forintot tesz ki. Ez a szint a célárfolyamnál eurónként 7,70 forinttal alacsonyabb szinten biztosít védelmet (a teljes kitettség tekintetében ez 77 millió forinttal alacsonyabb szintnek felel meg).

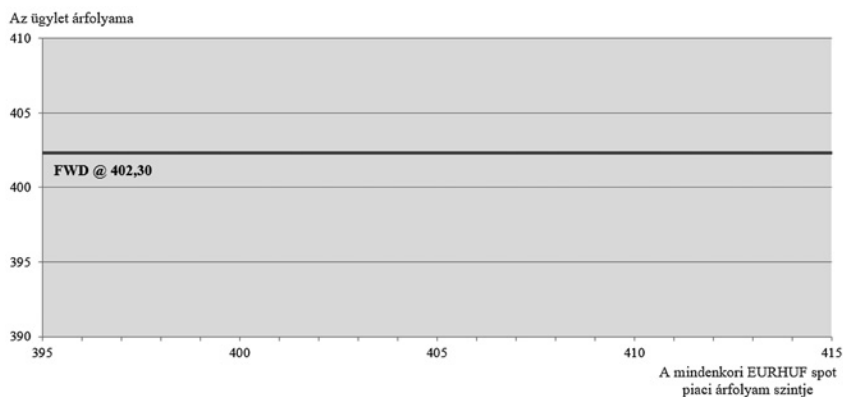
Hasonlóan a spot ügyletkez, a forward ügylet is kötelező jellegű ügylet, tehát mindkét félnek az ügyletkötés folyamán vállalt kötelezettségeit mindenképpen

teljesítenie kell. Ez azt jelenti, hogy attól függetlenül, hogy a piacon milyen árfolyamszintek alakulnak ki lejáratkor, mindkét félnek biztosítania kell a felek közötti devizacserék zökkenőmentes megvalósulását. Ebből kifolyólag bármilyen aktuális spot piaci szint mellett az ügylet a banki ajánlatban szerepeltetett EURHUF 402,30-as szinten fog megvalósulni, amit a 2. ábra mutat be.

2. ábra

Az FWD árfolyamértékei

a lejáratkor érvényes spot piaci árfolyamok tükrében



Forrás: saját szerkesztés

A 2. ábrán a függőleges tengely mutatja meg, hogy az egyes piaci spot árfolyamok esetében (vízszintes tengelyen haladva) az FWD-ügylet árfolyama milyen értéket vesz fel. Az ábra jól szemlélteti, hogy az ügylet kötelező jellegéből fakadóan a megkötött FWD-ügylet árfolyamára semmilyen hatással nem lehetnek a piaci folyamatok, azaz bármely spot EURHUF devizaárfolyam mellett 402,30-as szinten történik ügyletkötés lejáratkor, tehát igaz az az állítás, hogy az FWD-stratégia a kedvezőtlen irányú devizaárfolyam-elmozdulások ellenére is megvéd a lehetséges veszteségektől, a kedvező irányú piaci elmozdulásokból viszont nem enged részesedni.

A határidős devizaügylettel az ügyletkötés árfolyama előre tudott és biztosított tényező, így esetünkben a devizavétellel kapcsolatos összes költség előre ismert, a tervezés során a vállalat kalkulálni képes ezzel a tényezővel, illetve az árfolyamszint, amelyen a szükséges devizamennyiséget beszerezzük, előre biztosított számunkra EURHUF 402,30-as szinten.

A 3. ábrán mutatjuk be az FWD-ügylet P&L függvényét, amelynek a segítségével megállapítható bármely időpontban/időpontra az ügylet MtM (Marked to Market) értéke. A függőleges tengelyről leolvashatjuk az ügyleten elért nyereséget

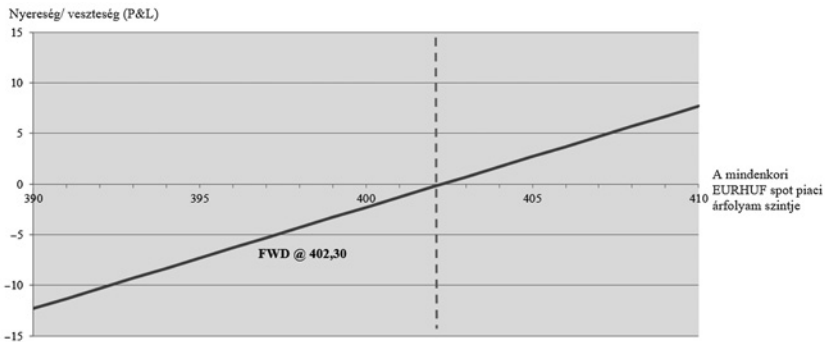
vagy veszteséget az adott spot piaci árfolyamértékhez tartozóan. Ez alapján megállapítható, hogy amennyiben az aktuális spot piaci árfolyam EURHUF 402,30, úgy az aktuális MtM értéke pontosan nulla, azaz sem veszteség, sem nyereség nem keletkezik az ügyleten a piaci szinthez képest.

Ha a spot ár a vizsgálat időpontjában alacsonyabb a 402,30-as szintnél, akkor a vállalatunk veszteséget kénytelen elkönyvelni, ugyanis ha nem fedezte volna a pozíciót FWD-ügylettel, úgy a piacon, az aktuális szinten olcsóbban tudná fedezni a nyitott kitettségét. EURHUF 400,30-es aktuális spot szintet feltételezve ez 2 forint veszteséget jelent eurónként, azaz a teljes kitettséget tekintve 20 millió forint veszteség keletkezhet a példa alapján. Az EURHUF 402,30-as szint alatti minden egyes 1 forintnyi csökkenés az árfolyamszintben eurónként 1 forint (a teljes kitettségre számítva 10 millió forint) további veszteséget okoz. Ha ez a scenárió valósul meg, abban az esetben vállalatunk devizaárfolyam-várakozásai nem voltak helytállóak, az árfolyam szintje számára kedvezőtlen irányba mozdult.

Az MtM értéke pozitív, tehát az ügylettel nyereséget ér el a vállalat, amennyiben a vizsgálat vagy lejárat időpontjában az aktuális árfolyam EURHUF 402,30 felett van. Ekkor a fedezés árfolyamszintjét minden egyes 1 forinttal meghaladó árfolyamérték (gyengülő forint vagy erősödő euró) esetén 10 millió forint nyereség keletkezik a kitettségen a piaci szinttel szemben. Ez azt jelenti, hogy az EURHUF árfolyama a vállalat várakozásainak megfelelően alakult, short devizapozícióját megfelelően fedezte, a fedezeti stratégiáját jól alakította ki, mert megvédte magát a kedvezőtlen elmozdulással szemben, és nyereséget realizált a piaccal szemben az ügyleten.

3. ábra

Az FWD-ügylet nyereség-veszteség függvénye a lejáratkor érvényes spot ár összefüggésében



Forrás: saját szerkesztés

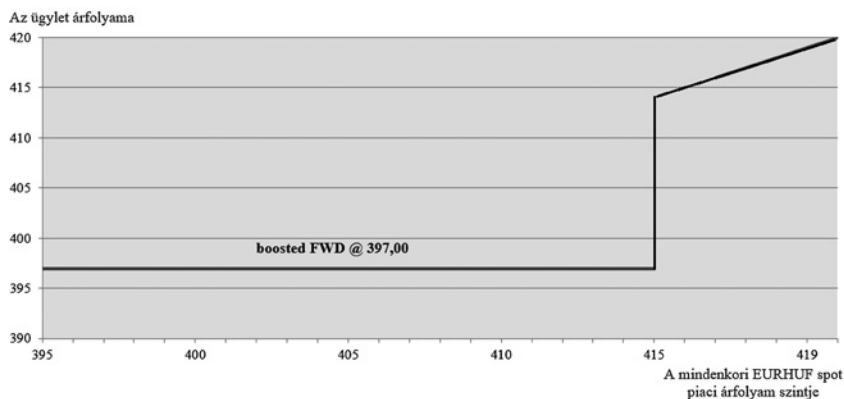
További lehetőségként megvizsgáltuk a határidős ügylet átalakításának lehetőségét is úgy, hogy az alap FWD-ügyletet kiegészítjük egy kiütési (knock out – KO) szinttel, aminek a hatására a határidős árat lehet kedvezőbbé tenni. A fenti ügylet esetében ekkor a védeni kívánt árfolyam feletti további árfolyamszintet (KO-szint) határozunk meg, így az ügylet kimenetele tekintetében kétféle szcenárióval szembeülhet cégünk: i) mindaddig, amíg lejáratkor a piaci spot árfolyam nem éri el a KO-szintet, addig a (boosted – kedvezőbb, javított) határidős áron számolják el a felek között a devizacserét, viszont ii) amennyiben a spot piaci szint eléri vagy meghaladja a KO-szintet, abban az esetben a határidős ügyletünk megszűnik (kiütődik), és a kitétettség újra nyitottá válik. Az ügylet fő kockázata szempontunkból, hogy utóbbi esetben újra a piaci szinten kényszerül cégünk eurót beszerezni, ami biztosan magasabb lesz, mint a kitűzött célárfolyam, viszont a KO-szint eléréséig számunkra kedvezőbb szinten fog megvalósulni a határidős ügylet.

EURHUF 415,00 KO-szint esetében az EURHUF 397,00 határidős ár volt a legjobb banki ajánlat. Ekkor EURHUF 415,00-ig cégünk 397,00-es határidős áron jut euróhoz, míg spot EURHUF 415,00 felett megszűnik az ügylet, és EURHUF 415,00 felett leszünk kénytelenek eurót beszerezni.

A 4. ábrán látható a KO-szint elérésének hatása: amennyiben a spot piaci szint eléri a KO (EURHUF 415,00) szintjét, az ügylet megszűnik, és újra a piaci szinteken lesz kénytelen cégünk eurót beszerezni.

4. ábra

A boosted FWD árfolyamértékei a lejáratkor érvényes spot piaci árfolyamok tükrében

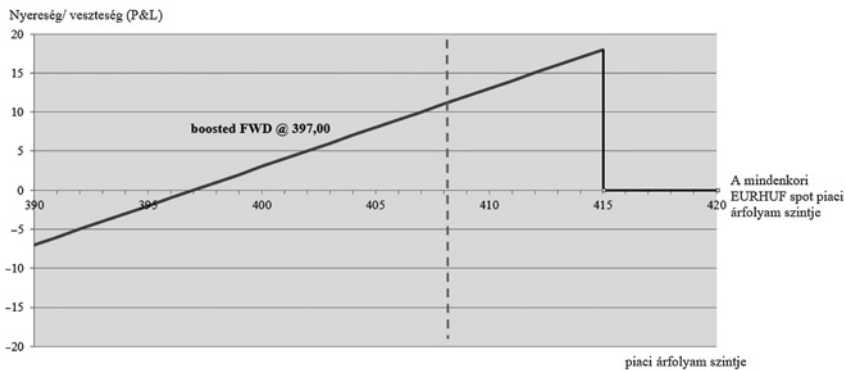


Forrás: saját szerkesztés

A javított FWD-ügylet nyereség-veszteség függvénye is tükrözi a fenti állításunkat, miszerint a KO-szint eléréséig folyamatosan növeli a piaccal szembeni nyereségünket EURHUF 397,00 felett, azonban az EURHUF 415,00 (KO-szint) elérésével visszaesik nullára az MtM-érték. Az MtM itt ugyan nulla lesz, de csak a piaci spot árfolyammal szemben, viszont ekkortól cégünk már a piacon lesz kénytelen beszerezni a szükséges eurót EURHUF 415,00 feletti szinteken, ami egyrészt az FWD-vel szemben veszteséget fog okozni, másrészt viszont a célárfolyam feletti árfolyamok fognak megvalósulni.

5. ábra

A boosted FWD-ügylet nyereség-veszteség függvénye a lejáratkor érvényes spot ár összefüggésében



Forrás: saját szerkesztés

Második eshetőségként megvizsgáltuk, mi történik akkor, ha a cégünk EURHUF 435,00 KO-szint beiktatásával szeretne határidős ügyletet kötni. Ekkor a (boosted) FWD-ügyletet EURHUF 401,00 szinten köthették volna meg. Utóbbi konstrukcióban a stratégia kialakításakor a célárfolyam felett 25 forint (6,31 százalék) és az aktuális spot árfolyam felett 39 forintos (9,85 százalékos) volatilitást (forintgyengülés oldalon) engedett meg a stratégia a knock out szintjének eléréséig. A stratégia a célárfolyamnál 9 forinttal (a teljes ügyletre vetítve 90 millió Ft-tal) és a normál határidős árfolyamnál 1,30 forinttal (teljes fedezeti költség 13 millió Ft-tal) alacsonyabb szinten biztosít lehetőséget euróvételre.

3.3. Plain vanilla opció

Egy plain vanilla opciós ügylet megkötése során az egyik fél opciós kötelezettséget értékesít a másik félnek (vagy vesz a másik féltől), míg az ügyletben szereplő

másik fél egy opciós jogot vesz (vagy elad) a másik féllel szemben. Ekkor az opciót kiíró fél opciós díjat (prémiumot) kap, míg az opció vevője opciós prémiumot fizet a kiíró félnek függetlenül attól, hogy az opciós jogot birtokló fél él-e (a jövőben) opciós jogával, tehát az ügyletet lehívják-e vagy sem. Az opciós prémiumot minden esetben az ügylet megkötésekor kell megfizetni. Amennyiben az opciós jog vevője érvényesíti jogát – tehát él opciós jogával –, úgy a másik fél számára minden esetben egy, az opcióban kiírt kötelezettség keletkezik.

Mivel az opciós jog keletkezését minden esetben úgy határozzák meg, hogy az annál kedvezőtlenebb szintektől szeretné magát megvédeni vele az opció vevője, biztosan kijelenthető, hogy ha nincs joga lehívni az opciót, abban az esetben az ügylet árfolyama nettó módon mindig kedvezőbb lesz, mint a célárfolyam.

Tekintettel arra, hogy esetünkben vállalatunk nyitott devizapozíciója short, azaz devizavételre van szükség, így a továbbiakban csak a vételi jog vétele (LC) ügylettípust vizsgáljuk tovább, mivel vállalatunk kizárólag ezen ügylettípussal képes fedezni pozícióját (jogot szerezni arra, hogy egy bizonyos szint feletti piaci árfolyamok esetében a kötési árfolyamon vehesse meg a szükséges devizamennyiséget, függetlenül a piaci szintektől).

Európai típusú opció esetén a kötési árfolyamot csak a lejáratkor vizsgáljuk a lejáratkor érvényes spot piaci szintekkel szemben, míg amerikai típusú opció esetén az árfolyamot a teljes futamidő alatt, vagyis az opció megkötésétől a lejáratig terjedő időszakban vizsgáljuk. Mivel a második esetben a banknak lényegesen nagyobb a kockázata, így az drágább, azaz magasabb az opciós prémiuma.

Mivel vállalatunk esetében fontos tényező a lehető legköltséghatékonyabb stratégia, így az általánosságban alacsonyabb költséggel járó európai típusú opciós stratégia további vizsgálata mellett döntöttünk.

Az opciós stratégia adatbekerőjében foglaltaknak megfelelően vállalatunk keresi azt az opciós prémiummértéket, ami az adott lejáratra (2022.08.30) és összegre (10 millió euró) biztosít számára európai típusú vételi jog vétele jogot (LC) az ATMF (azaz a határidős árfolyam) szintjén.

A vételi jog vétele (LC) adatbekerő kapcsán a bankok a 3. táblázatban összefoglaltak szerint adtak ajánlatot. A legkedvezőtlenebb ajánlatot a Bank 3 adta 2,82 százalékos szinten, míg a legkedvezőbb ajánlat a Bank 1-től érkezett 2,73 százalékos szinten. A 2,73 százalékos opciós prémiumot a teljes ügyletértékre kell érteni és számolni, azaz a 10 millió euró kötelezettségre kötni kívánt ATMF LC prémium szintje 0,273 millió euró (~110 millió forint) költséget jelent. A legjobb és a legrosszabb ajánlat prémiuma között összesen 90 ezer euró különbség van (ez ~36 millió forintot tesz ki). A több mint 110 millió forintos prémiumdíj vállalatunk esetében azt jelenti, hogy e költség az 1 euróra jutó EURHUF árfolyamot 11,00 forinttal növeli meg, azaz a tényleges védettség – beleértve a kötési árfolyam szint-

jét (402,30) és a prémium 1 euróra vetített költségét (11,00) – összesen EURHUF 413,30-os szinten képes megvalósulni, ami 110 millió forinttal magasabb a határ-idős devizavétel lehetőségétől.

3. táblázat

Az LC-ügylet kapcsán bekért banki ajánlatok

	Összeg (millió EUR-ban)	Ügylet típus	Devizapár	Ref.	Típus	Lejárat	Elszámolás	Ár (%)
Bank 1	10,000	Vételi jog vétele	EURHUF	ATMF @ 402,30	European	2022.08.30	2022.09.01	2,73
Bank 2	10,000	Vételi jog vétele	EURHUF	ATMF @ 402,30	European	2022.08.30	2022.09.01	2,79
Bank 3	10,000	Vételi jog vétele	EURHUF	ATMF @ 402,30	European	2022.08.30	2022.09.01	2,82
Bank 4	10,000	Vételi jog vétele	EURHUF	ATMF @ 402,30	European	2022.08.30	2022.09.01	2,735
Bank 5	10,000	Vételi jog vétele	EURHUF	ATMF @ 402,30	European	2022.08.30	2022.09.01	2,75
Bank 6	10,000	Vételi jog vétele	EURHUF	ATMF @ 402,30	European	2022.08.30	2022.09.01	2,80

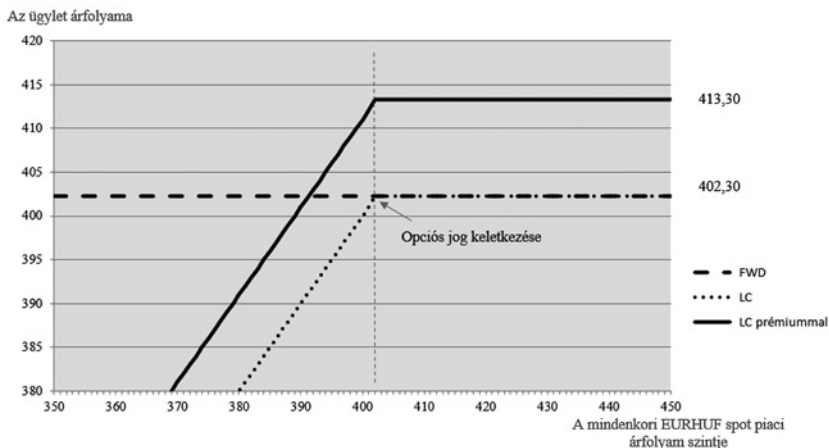
Forrás: saját szerkesztés

A bekért legjobb banki ajánlat alapján ábrázoltuk a 6. ábrán a plain vanilla ügylet árfolyamértékeit a lejáratkor esedékes spot piaci árfolyamok tükrében. A függőleges tengely mutatja meg, hogy az egyes piaci spot árfolyamok esetében (vízszintes tengelyen haladva) az egyszerű opciós ügylet árfolyama milyen értékeket vehet fel.

Az LC-ügylet jellemzője, hogy mindaddig a piacon történik ügyletkötés (esetünkben euróvétel), ameddig az opciós joggal rendelkező fél nem él, nem élhet az opciós jogában foglaltakkal. Azaz amíg a piaci árfolyam nem éri el az EURHUF 402,30-as szintet, addig vállalatunk az éppen aktuális piaci szinten tud fedezni. Ha az árfolyamfigyelés napján (expiry date) a piaci szint eléri vagy meghaladja az EURHUF 402,30-as szintet, az opcióban foglalt jogokkal élhetünk, azaz bármilyen 402,30-as árfolyamszint feletti piaci árfolyam esetén vállalatunknak 402,30-as szinten nyílik lehetősége euróvételre forint ellenében. Amennyiben az opciós jog vételekor kifizetett 1 euróra jutó prémiumot is figyelembe vesszük és bruttó módon (a teljes, 1 euróért fizetett árfolyamot vizsgálva) értelmezzük, abban az esetben a tényleges védettség EURHUF 413,30-on (a célárfolyam felett!) valósul meg az ábrán feltüntetetteknek megfelelően.

6. ábra

**A plain vanilla ügylet árfolyamértékei
a lejáratkor esedékes spot piaci árfolyam tükrében**

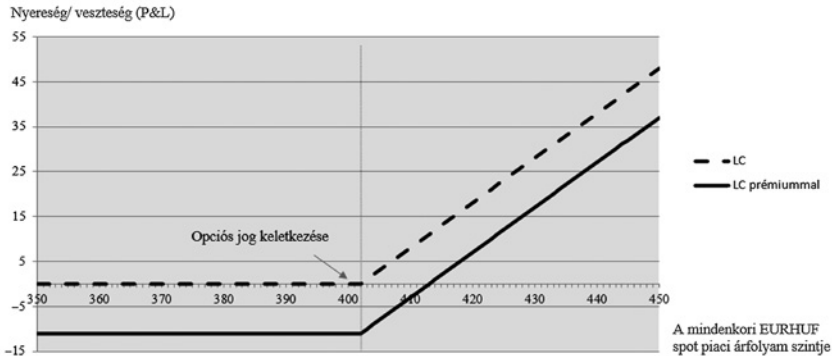


Forrás: saját szerkesztés

A 7. ábrán tüntettük fel a plain vanilla ügylet P&L függvényét (függőleges tengely) a vízszintes tengelyen ábrázolt mindenkori piaci árfolyamok esetében, ennek a segítségével megállapítható bármely időpontban/időpontra az ügylet MtM-értéke. Az egyszerű opciós ügylet nyereség-veszteség függvénye alapján elmondható, hogy mindaddig, amíg cégünk nem él opciós jogával, addig nincs az ügyleten sem nyeresége, sem vesztesége a piaci szintekkel szemben (nem is lehet, hiszen a piacon történik az euró beszerzése). Amennyiben lejáratkor a vállalat érvényesíteni tudja az opcióban szereplő jogát (abban az esetben, ha az árfolyam lejáratkor meghaladja az EURHUF 402,30-as szintet), a fedezeti ügylet nyereségbe fordul. A lejáratkori spot árfolyamban bekövetkező minden egyes 1 forintra történő emelkedés eurónként 1 forint, azaz a teljes ügylet 10 millió eurós összegére vetítve 10 millió forint nyereséget jelent. Az opciós prémium hatása vállalatunk szempontjából a veszteség irányába tolja a nyereség-veszteség függvényt 11 forintra eurónként, azaz valójában EURHUF 413,30 felett fordul nyereségbe a stratégia.

7. ábra

A plain vanilla ügylet nyereség-veszteség függvénye a lejáratkor érvényes spot ár összefüggésében



Forrás: saját szerkesztés

A fentiekre tekintettel megvizsgáltuk azon lehetőséget is, hogy létezik-e olyan LC-szint, ahol a lehívás árfolyamának és a prémiumnak az 1 euróra eső összértéke nem haladja meg az EURHUF 410,00-es szintet. Mivel az EURHF 402,30-as kötési árfolyam és a fedezeti stratégia kialakításakor aktuális spot piaci árfolyam (EURHUF 396,00) igen közel helyezkedik el (1,6 százalékon belül), így gyakorlatilag nem volt a piacon elérhető olyan árfolyamszint, amellyel el lehetett volna érni a fenti összefüggést, ugyanis ehhez in the money (ITM), azaz már a kötési időpontban belső értékkel rendelkező (nyereséges) opciót kellett volna kötni. Az ATMF-nél kapott 1 euróra eső prémium hatással (11 forint eurónként) számolva, EURHUF 399,00 kötési árfolyamon lehetett volna megvédeni az EURHUF 410,00-es célárfolyamot. Figyelembe véve, hogy minél inkább ITM egy opció, annál magasabb lesz a prémium mértéke, tehát minél inkább vinnénk lejjebb a kötési árfolyamunkat, annál több opciós prémium fog ráakódni, így a summa forint árfolyam nem fog tudni EURHUF 410,00-es szint alá erősödni, ezért kijelenthetjük, hogy opciós joggal nem fedezhető a kijelölt célárfolyam.

Mind a 6., mind a 7. ábrán megfigyelhetjük az opciós ügyletekkel kapcsolatos, korábban említett paradoxont, amely szerint a vállalat – annak ellenére, hogy az opciós prémiumot már ügyletkötéskor kifizette – akkor van kedvező helyzetben, ha nem kell lehívnia az opciót bankjától, mert így még a kötési árfolyamnál is alacsonyabb szinten tud euróhoz jutni.

Amennyiben EURHUF 410,00-es szintre tennénk a vett opciónk kötési árfolyamszintjét, abban az esetben csak az opciós ügyletet önmagában vizsgálva tudnánk a célárfolyam szintjén fedezni, ugyanis egy EURHUF 410,00 LC-opciónak

2,09 százalék (8,56 forint) értékű prémiuma keletkezik, tehát összességében EURHUF 418,56-on jön létre védettség, amivel a célárfolyam összességében nem védhető meg.

3.4. Zéró költségű opció

A zéró költségű opció esetén két opció kerül egy ügyleten belül értelmezésre ugyanazon irányra (eladásra vagy vételre). Az ügylet egyik „lába” esetében egy jogot veszünk, míg az ügylet másik „lába” esetében egy kötelezettségünk fog keletkezni (jogot adunk el). Tekintettel arra, hogy e stratégia esetében ugyanazon lejáratra, ugyanazon összegre és irányra két opciós ügyletet határozunk meg, már összetett opciós stratégiáról kell beszélnünk.

A két opció kapcsán megállapítható, hogy mivel mind a két „láb” esetében valamely félnek joga fog keletkezni eladásra vagy vételre, az opcióval megkötött ügylet árfolyama e két szélsőértéken nem nyúlhat túl, azaz e két árfolyamérték lesz az ügylet maximális vagy minimális (árfolyam)kimenetele. Ebből kifolyólag a zéró költségű opciós stratégiát gallér-, azaz collar ügyletnek is szokták nevezni, innen az angol zero cost collar (ZCC) elnevezés.

A zéró költségű gallér opciós fedezési stratégia egy költségmentes stratégia az ügyletet megkötő mindkét fél (bank és ügyfél) szempontjából, mert két ellentétes irányú opciós (plain vanilla) ügyletből tevődik össze úgy, hogy az egyes opciós ügyletek prémiumai megegyeznek. Tehát a zéró költségű gallérügylet költségmentessége abból adódik, hogy az árazás során az általunk meghatározott (kiírt) joghoz (jelen esetben fix árfolyamlábhöz) tartozik egy, az ehhez a joghoz (árfolyamszinthez) tartozó ellentétes irányú opciós kötelezettség (eladott jog), ahol a fizetett és a kapott opciós prémiumok megegyeznek.

Mivel cégünk meg szeretné védeni magát attól, hogy a célárfolyam (EURHUF 410,00) feletti szinteken legyen kénytelen eurót venni, ezért – a célárfolyamot védve – a vételi jogot (LC) 410,00-es szinten határoztuk meg. Az adatbekérőben e szint került feltüntetésre a LC árfolyamaként (felső küszöbszint), amelyhez tartozóan a banknak azt az alsó küszöbszintet (SP) kellett meghatároznia, ahol a két opció prémiuma megegyezik az adott (ugyanazon) lejáratra.

A 4. táblázatban mutatjuk be a bankok által adott ajánlatokat a ZCC-ügyletre vonatkozólag. Az EURHUF 410,00-es LC-hez tartozó legjobb SP-ajánlatot (ahol a sáv a legszélesebb – így nyílik lehetőségünk a legnagyobb mozgástér kialakítására a célárfolyam megvédése mellett) EURHUF 398,00-as szinttel a Bank 2 adta. A legszűkebb mozgástér a Bank 6 esetében tapasztalható, ahol eurónként mindössze 10,00 forint volatilitástól véd meg a stratégia.

4. táblázat

A ZCC-ügylet kapcsán bekért banki ajánlatok

	Összeg (millió EUR-ban)	Ügylet típus	Devizapár	Lejárat	Elszámolás	Vételi jog vétele	Eladási jog eladása
Bank 1	10,000	Zéró költségű gallér	EURHUF	2022.08.30	2022.09.01	410,00	398,12
Bank 2	10,000	Zéró költségű gallér	EURHUF	2022.08.30	2022.09.01	410,00	398,00
Bank 3	10,000	Zéró költségű gallér	EURHUF	2022.08.30	2022.09.01	410,00	398,355
Bank 4	10,000	Zéró költségű gallér	EURHUF	2022.08.30	2022.09.01	410,00	398,58
Bank 5	10,000	Zéró költségű gallér	EURHUF	2022.08.30	2022.09.01	410,00	399,10
Bank 6	10,000	Zéró költségű gallér	EURHUF	2022.08.30	2022.09.01	410,00	400,00

Forrás: saját szerkesztés

A 8. ábrán szemléltetjük a ZCC-ügylet lehetséges kimeneteleit:

- Amennyiben a lejáratkori spot árfolyam EURHUF 410,00 felett van, abban az esetben vállalatunknak vételi joga keletkezik az LC-árfolyamon (EURHUF 410,00 szinten). A LC feletti spot szintek esetében a tervárfolyam védett, nem keletkezik árfolyamvesztés a célárfolyammal szemben. A forint gyengülésével minden egyes 1 forintnyi EURHUF árfolyam-elmozdulással a spot árfolyamhoz képest eurónként 1 forint árfolyamnyereséget termel.
- Amennyiben a lejáratkori spot árfolyam EURHUF 398,00 (SP) és 410,00 (LC) között helyezkedik el, abban az esetben társaságunknak nem keletkezik sem vételi joga, sem kötelezettsége, az euróvételi ügylet a piacon, spot árfolyamon történik. Mivel a spot árfolyam ebben az esetben egészen biztosan kisebb-egyenlő, mint a célárfolyam, így sem a célárfolyamhoz, sem a piaci szintekhez képest nem képződhet árfolyamvesztés, mivel magán a spot árfolyamon történik az elszámolás/ügyletkötés.
- Amennyiben a lejáratkori spot árfolyam EURHUF 398,00 alatt van, abban az esetben vállalatunknak vételi kötelezettsége keletkezik az SP-árfolyamon (EURHUF 398,00 szinten). A short put szint alatt a tervárfolyam védett, nem keletkezik árfolyamvesztés a célárfolyammal szemben, azonban a HUF erősödésével minden egyes 1 forintnyi EURHUF árfolyam-elmozdulással a spot árfolyamhoz képest eurónként 1 forint árfolyamvesztés keletkezik eurónként.

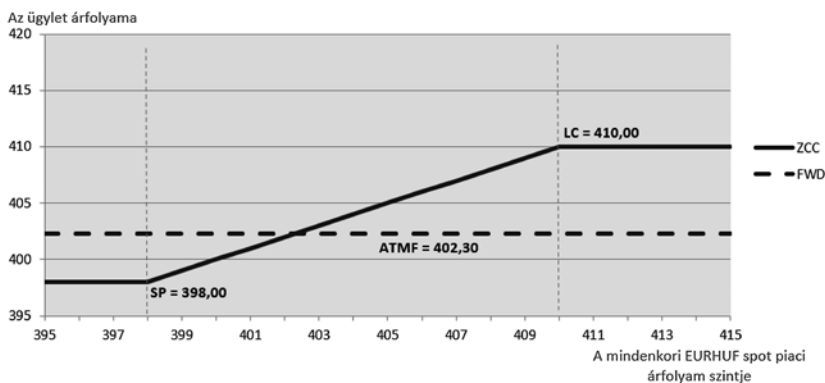
A 8. ábrán látható, mi az oka annak, hogy ezt a stratégiát collar (gallér) stratégiának hívják: az ügylet árfolyama nem lehet nagyobb, mint az LC árfolyama, illetve bármilyen, az SP árfolyama alatti spot piaci árfolyamok esetében is legalább az SP árfolyamán fog teljesülni a devizacsere. A call feletti árfolyamok esetében válla-

latunk él a vételi jogával, míg a putnál alacsonyabb árfolyamok esetén a bank él eladási jogával, ami cégünk esetében vételi kötelezettséget fog jelenteni.

A vállalat számára a legkedvezőbb kimenetel az (annak ellenére, hogy az ügylet MtM-je ekkor nulla lesz), ha az EURHUF piaci spot árfolyam lejáratkor 398,00, mert ebben az esetben valósul meg az euró beszerzése a legalacsonyabb árfolyamon anélkül, hogy a piaci szintekhez képest veszteséget lenne kénytelen elszenvedni.

8. ábra

A ZCC-ügylet árfolyamértékei a lejáratkor érvényes spot piaci árfolyamok tükrében

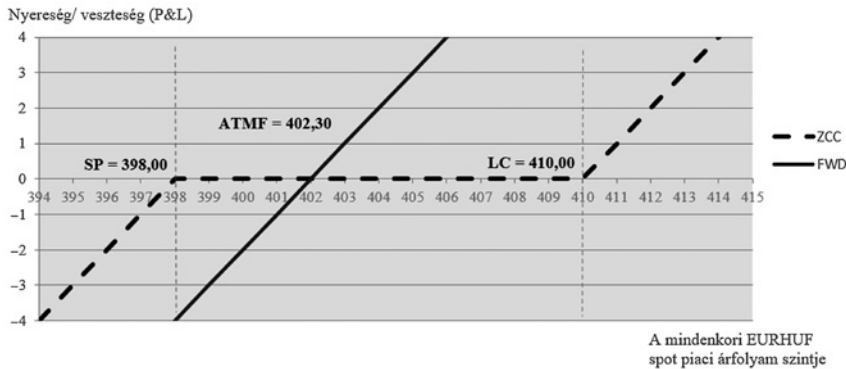


Forrás: saját szerkesztés

A ZCC-ügylet nyereség-veszteség függvénye (9. ábra) alapján megállapítható, hogy az SP- és az LC-árfolyamok közötti spot piaci szintek esetében nem keletkezik sem veszteség, sem nyereség, ugyanis e két árfolyamérték között egyik félnek sem keletkezik joga, amit érvényesíthet a másikkal szemben. Az SP-értéknél alacsonyabb árfolyamok esetén a társaság számára veszteség keletkezik az ügyleten a lejáratkori spot piaci árfolyamhoz viszonyítva, míg az LC feletti értékek esetén nyeresége keletkezik.

9. ábra

A ZCC-ügylet nyereség-veszteség függvénye a lejáratkor érvényes spot ár összefüggésében



Forrás: saját szerkesztés

A ZCC-ügylet jellemzője, hogy a ZCC lehetséges árfolyamértékei a lejáratkori spot árfolyamhoz képest, illetve az ügylet P&L függvényének képe megegyezik az SP és az LC egyszerű opciós ügylet külön-külön felrajzolt képeivel. A ZCC esetében bemutatott két ábra első fele az SP-opció egyes grafikonjaival, míg a másik fele az LC azonos grafikonjaival egyezik meg pontosan úgy, hogy a két opció prémiumának hatása ellentétes oldalon helyezkedik el. Külön-külön vizsgálva az SP esetében javítja (kapott prémium), míg az LC esetében (fizetett prémium) rontja az ügylet 1 euróra eső kimenetelét. Ez is megerősíti azt az állítást, miszerint a ZCC összeállítható két ellentétes egyszerű opciós ügylettel úgy, hogy azok prémiumai kioltják egymást.

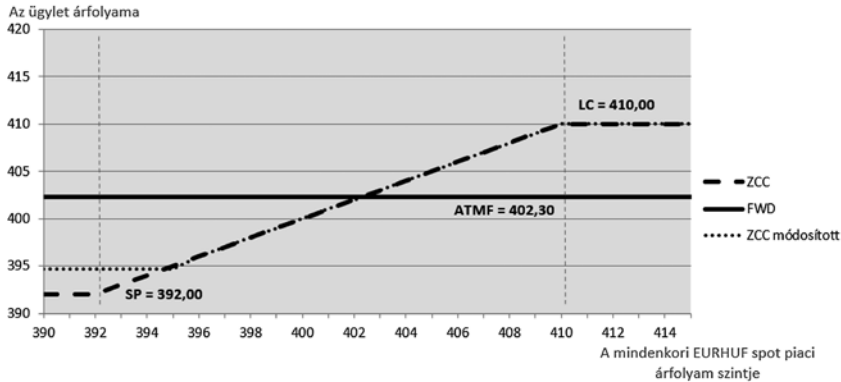
A fedezés, a fedezni kívánt árfolyam szempontjából vizsgálva, a fedezeti stratégia megalkotásakor az ATMF árfolyama igen közel helyezkedett el a védeni kívánt árfolyamhoz. Az LC EURHUF 410,00-hez tartozó SP árfolyama mindösszesen 4,30 forint távolságra helyezkedett el (ez mindösszesen 1,10 százalékos volatilitást enged meg), ami igen szűk sávba szorítja be az ügylet lehetséges kimenetelének árfolyamát. Ez azt jelenti, hogy az ATMF árfolyama és a vállalat szempontjából a vételi kötelezettség árfolyama között 4,30 forint a távolság (398,00 vs. 402,30), azaz 4,30 forint forinterősödést enged meg a stratégia vételi kötelezettség keletkezése nélkül az FWD-stratégiához képest. Ez kedvezőnek mondható abból a szempontból, hogy cégünk az FWD-hez képest 4,30 forinttal, azaz 43 millió forinttal kedvezőbb szinten szerezheti be a szükséges eurót a legkedvezőbb kimenetel esetén. EURHUF 398,00 alatti spot piaci árfolyamok esetén azonban veszteséget lesz kénytelen elkönyvelni a piaccal szemben.

Az, hogy a gallér sávját szélesebbre húzzuk (a kötelezettség keletkezésének szintjét távolabb vigyük az ATMF szinttől), a fent részletezett logika alapján csak abban az esetben lehetséges (akkor lesz a két opció prémiuma egyenlő), ha az LC árfolyamát feljebb, az EURHUF 410,00-es szint fölé emelnénk. Ez azonban azzal járna, hogy a kitűzött célárfolyamot nem lehetne megvédeni, ezáltal a fedezeti stratégia értelmét vesztené.

A fentiek miatt a fedezeti stratégia kialakítása során további lehetőségként megvizsgáltuk a ZCC-stratégia átalakítását annak érdekében, hogy szélesebb sávban nyújtson lehetőséget a kedvező árfolyam-elmozdulásokra. Tekintettel arra, hogy az LC szintje a célárfolyam miatt nem határozható meg magasabb árfolyamértéken, így felmerült annak a lehetősége, hogy a nulla költségű opciót egy hasonló összetételű, de opciós prémiummal rendelkező, összetett stratégiává akaitsuk át. Ezzel az SP árfolyama lejjebb vihető (EURHUF 398,00-ról 392,00-re), azonban ekkor – mivel a két opció prémiuma már többé nem fog megegyezni – vállalatunk opciós prémium fizetésére lesz kötelezett. Ezen opciós prémium ugyan nem fog megegyezni a plain vanilla opció prémiumának mértékével (mert van vele szemben egy kapott prémium is, amely bizonyos mértékig fedezi a költségeket, kompenzációt jelent a fizetendő prémiummal szemben), a bankok ajánlata alapján mégis jelentős költséget vont volna maga után. A legkedvezőbb banki ajánlat LC 410,00 és SP 392,00 collarra 0,68 százalék volt. Ez az ajánlat amellet, hogy még mindig egy – a jelenlegi volatilitás mellett – igen szűk sávban (mindösszesen 18 forintos, azaz 4,55 százalékos sávban) nyújtott volna védelmet, igen jelentős költségvonzattal rendelkezett. A stratégia (prémium) várható teljes költsége 68 ezer euróra, 27,2 millió forintra rúg ekkor.

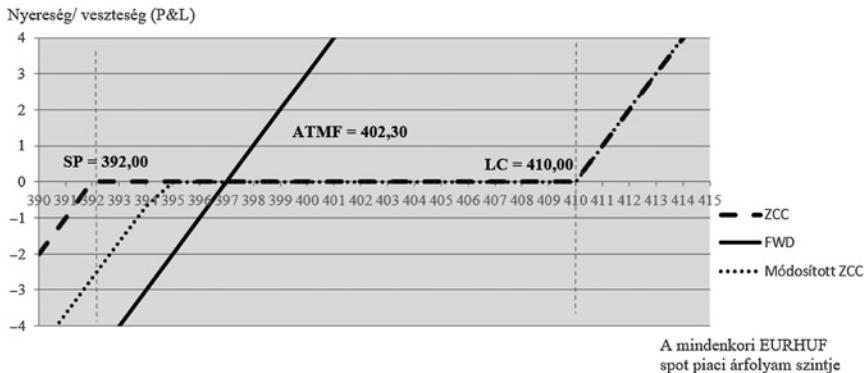
A fentieknek megfelelően a ZCC fedezeti ügylet képe a mindenkori spot piaci árfolyamhoz a 10. ábra szerint fog kinézni: EURHUF 392,00 alatti szintek esetében vállalatunknak keletkezik vételi kötelezettsége EURHUF 392,00 szinten, EURHUF 410,00 feletti szintek esetében pedig cégünk élhet vételi jogával EURHUF 410,00-es szinten. Az LC és SP közötti spot piaci árfolyamok esetén, mivel egyik félnek sem keletkezik sem joga, sem kötelezettsége, így a mindenkori piaci szinteken történik az elszámolás.

A prémium hatását is figyelembe véve, a gallérstratégia EURHUF 394,67 SP- és EURHUF 412,67 LC-opciókkal valósulhat meg, azaz EURHUF 410,00 spot piaci árnál történő lehívás esetén 2,67 forinttal a célárfolyam felett nyújt védelmet.

10. ábra**A módosított ZCC-ügylet árfolyamértékei a lejáratkor érvényes spot piaci árfolyamok tükrében**

Forrás: saját szerkesztés

A módosított ZCC-ügylet esetében a 11. ábra szerint EURHUF 392,00 alatti spot árfolyamok esetében veszteség keletkezik társaságunknál, míg EURHUF 410,00 feletti piaci szintek esetén nyereség jön létre a vételi jog érvényesítéséből fakadóan. A ZCC két kötési árfolyamszintje között egyik félnek sem keletkezik sem vesztesége, sem nyeresége a piaci szintekhez képest.

11. ábra**A ZCC-ügylet nyereség-veszteség függvénye a lejáratkor érvényes spot ár összefüggésében**

Forrás: saját szerkesztés

3.5. Részleges határidős ügylet

Egy részleges határidős ügylet egy opció és egy forward ügylet tulajdonságainak keveréke. Általánosságban elmondhatjuk, hogy a részleges határidős ügylet (participating forward ügylet) egy olyan határidős ügylet jellegű, összetett opciós termék, amely esetében jogot szerzünk arra, hogy egy későbbi időpontban egy devizát egy adott árfolyamon másik devizanemre cseréljünk. Amennyiben a későbbi időpontban a piaci árfolyam a participating forward árfolyamánál kedvezőtlenebb, úgy a teljes megállapodott devizaösszeg konverziója megtörténik, míg ha a piaci árfolyam kedvezőbb a participating forward kötési árfolyamánál, akkor csak az előre megállapodott összeg felét kell kötelező jelleggel átváltani a kötési árfolyamon. A fennmaradó devizamennyiség az adott piaci árfolyamon konvertálható, azaz az ügylet a teljes összeg fennmaradó hányadával részesedni enged a kedvező piaci hatásokból.

A participating FWD-ügylet nagyon hasonlít egy ZCC-ügyletre. A participating FWD esetében annyi különbséget vehetünk észre egy ZCC-ügylethez képest, hogy nem más-más árfolyamra határozzák meg az ügylet két árfolyam-szélőértékét (a put és a call árfolyamértékét), hanem ugyanazon árfolyamértékre. Ekkor azonban joggal felmerülhet bennünk az a kérdés, mégis hogyan lehet a participating FWD-ügylet is költségmentes ügylet, ha az ügyletben foglalt jog és a kötelezettség szintje nem válik el egymástól úgy, hogy ráadásul vállalatunk esetében a jog a teljes összegre, míg a kötelezettség csak legfeljebb a teljes kitettségek 50 százalékára vonatkozik. A válasz egészen egyszerű: a bank az ajánlat készítésekor beárazza azt a kockázatot, ami az ügyletet terheli (a lehívás kockázatát), és azt cégünkkel mint ügyféllel nem az opció prémiumán keresztül fizetteti meg, hanem a kötési árfolyamot fogja a bank úgy meghatározni, hogy az számára az ügyletben rejlő kockázatokat/kockázatosságot és az ezzel kapcsolatos költségeket (a fedezet költségén, az operációs költségeken és a nyereségen felül) fedezze egy FWD-ügylettel szemben. Ez a többlet az ügyfél számára a határidős árhoz képest kedvezőtlenebb kötési árfolyamban jelenik meg.

Az 5. táblázat is igazolja a fenti állításunkat. A hat bank közül a legkedvezőbb ajánlatot a Bank 3 adta EURHUF 409,70-es ajánlattal. A participating FWD-ügylet árfolyama jól tükrözi az árazás eltérését a FWD-hoz képest. Határidőre EURHUF 402,30-as szinten nyílik lehetőségünk ügyletkötésre, míg részleges határidős ügylettel EURHUF 409,70-es szinten köthet ügyletet vállalatunk. Az eltérés 7,40 forint eurónként, ami azt jelenti, hogy a stratégia 74 millió forinttal magasabb szinten (a teljes fedezés költsége: 4,097 milliárd forint) nyújt teljes védelmet. A bekért banki ajánlatok esetén megállapíthatjuk, hogy a participating FWD legjobb árfolyama is igen közel helyezkedik el az EURHUF 410,00 célárfolyamunk-

hoz. A Bank 5 által adott ajánlattal már veszélybe kerül a célárfolyamunk fedezhetősége.

5. táblázat

A participating FWD-ügylet kapcsán bekért banki ajánlatok

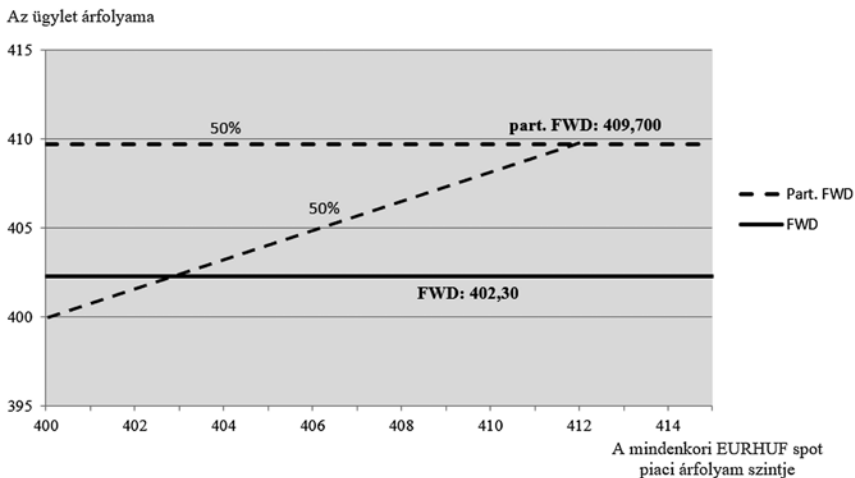
	Összeg (millió EUR-ban)	Típus	Devizapár	Irány	Lejárát	Elszámolás	Spot ref.	SWAP	Árfolyam
Bank 1	10,000	Part. FWD	EURHUF	buy	2022.08.30	2022.09.01	396,00	1 395,00	409,95
Bank 2	10,000	Part. FWD	EURHUF	buy	2022.08.30	2022.09.01	396,04	1 376,00	409,80
Bank 3	10,000	Part. FWD	EURHUF	buy	2022.08.30	2022.09.01	396,00	1 370,00	409,70
Bank4	10,000	Part. FWD	EURHUF	buy	2022.08.30	2022.09.01	396,10	1 375,50	409,855
Bank 5	10,000	Part. FWD	EURHUF	buy	2022.08.30	2022.09.01	396,15	1 404,00	410,19
Bank 6	10,000	Part. FWD	EURHUF	buy	2022.08.30	2022.09.01	396,09	1 383,00	409,92

Forrás: saját szerkesztés

Tekintettel arra, hogy – ahogy a részleges határidős termék nevében is szerepel – bizonyos szintig határidős fedezésről beszélhetünk, azaz az ügylet megvalósulási árfolyama független az éppen aktuális piaci spot árfolyamoktól (lásd 12. ábra). Függetlenül attól, hogy a piacon milyen árfolyamok alakulnak ki, vállalatunk EURHUF 409,70-es szinten fog tudni eurót vásárolni. Az ügylet árfolyamait azonban itt tovább kell vizsgálni. Amennyiben a piaci árfolyam a lejáratkor EURHUF 409,70 felett van, abban az esetben cégünknek joga van (LC) 409,70-es szinten vásárolni 10 millió eurót, viszont amennyiben az árfolyam ezen szint alatt található, abban az esetben csak a teljes összeg felét (kötelezettség) kell ezen a szinten átváltani euróra (SP), míg a maradék 5 millió eurót a piacon (azaz a kedvezőbb szinten) van lehetősége beszerezni.

12. ábra

A participating FWD-ügylet árfolyamértékei a lejáratkor érvényes spot piaci árfolyamok tükrében

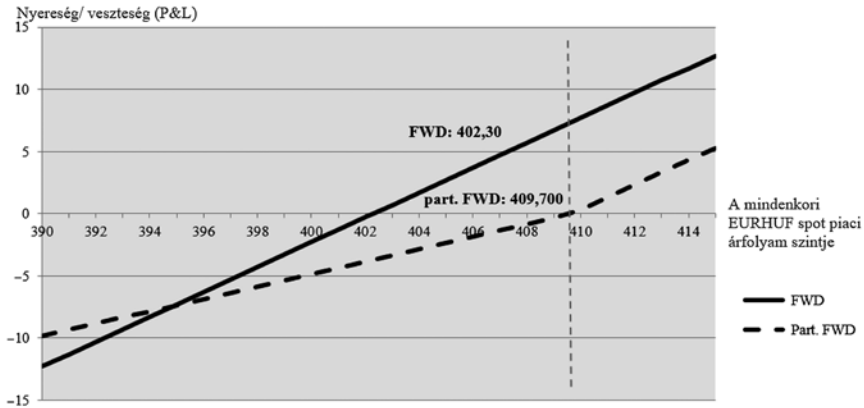


Forrás: saját szerkesztés

A 13. ábrán bemutatott nyereség-veszteség függvény segítségével is jól érzékelhető a jog és kötelezettség érvényesülése az ügylet kapcsán. EURHUF 409,70-es szint feletti szintek esetében vállalatunknak EURHUF 409,70-es szinten keletkezik joga vételre a teljes összegre, így minden egyes, a kötési árfolyamnál 1 forintra magasabb EURHUF árfolyamszint 1 forint nyereséget termel eurónként a piaccal szemben. EURHUF 409,70 alatt a függvény meredeksége csak a fele a sima FWD-hez képest, ugyanis 409,70 alatti szintek esetében csak a teljes összeg felére van vállalatunknak kötelezettsége euróvételre 409,70-en, míg a maradék 5 millió euró esetében a piacon történik a beszerzés. Ebből kifolyólag az EURHUF 409,70 alatti 1 forintos forint erősödése 50 fillér veszteséget (teljes kitettségre számolva 5 millió forintot) okoz ahhoz képest, mint ha nem fedezné nyitott pozícióját, és lejáratkor venné meg a szükséges devizát.

13. ábra

A participating FWD-ügylet nyereség-veszteség függvénye a lejáratkor érvényes spot ár összefüggésében



Forrás: saját szerkesztés

A 13. ábra alapján beláthatjuk, hogy a stratégia ugyan magasabb szinten nyújt védelmet az FWD-hez képest (de a célárfolyam még mindig így is védett marad), viszont EURHUF 409,70-es szint alatti további forintérsődés esetén részben (a teljes ügylettérték felével) profitálhatunk a kedvező árfolyamszintekből, azaz 5 millió eurót 409,70-es, további 5 millió eurót pedig az aktuális piaci árfolyamon lesz lehetőségünk megvásárolni. Esetünkben, amennyiben a forint árfolyama EURHUF 395,00 alá erősödik az euróval szemben, úgy már kedvezőbb helyzetben van a cég, mint az FWD esetében, ugyanis a két ügylet veszteségfüggvényének viszonya ekkor fordul meg a participating FWD javára (az ügyleten elszenvedett veszteség már alacsonyabb). EURHUF 395,00 felett viszont a FWD-ügylettel járunk jobban.

4. KÖVETKEZTETÉSEK

A nagyvállalati példán keresztül megvizsgáltuk a nyitott devizaárfolyam-kitettségeknek fedezése kapcsán azon lehetőségeket, amelyekkel a vállalat hatékonyan képes kezelni a 2022 Q3 időszakban kialakuló 10 millió eurós nyitott pozíciója kapcsán felmerülő árfolyamkockázatát. Az egyes fedezeti ügyletek esetében a felmerült költségeket, előnyöket és veszélyeket elemeztük és vizsgáltuk meg annak érdekében, hogy a legnagyobb biztonságot nyújtó és a legkisebb költséggel járó, tehát az optimális fedezeti stratégiával fedezzük a kitettséget. Ehhez az elemzés-

hez elsősorban az egyes ügyletekhez kapcsolódó, ún. „profit and loss” értékeket feltüntető és a lejáratkor érvényes megvalósulási árfolyamokat bemutató grafikonokat hívtuk segítségül, illetve elemeztük azokat. Az elemzések során az egyes stratégiák esetében az alábbi következtetéseket vontuk le:

Azonnali és spot ügyletek

Az azonnali és a spot ügyletekkel vállalatunk a célárfolyamhoz képest jelentősen kedvezőbb árfolyamszintek mellett lenne képes kivédeni árfolyamkockázatát, így a vizsgált ügyletek esetében összességében a legkedvezőbbnek mondható költségoldalról.

A fentiek ellenére mind az azonnali, mind a spot ügylettel történő fedezés lehetőségét elvetettük, mivel azok a vállalatra a teljes ügylet értékére vonatkozólag fizetési kötelezettséget rónak az ügylet megkötésekor (azonnali ügylet), vagy az ügylet megkötését követő 2 munkanappal (spot ügylet). A vállalat likviditási terve alapján a forintfedezet nem állt rendelkezésre az értéknapon, így a vállalat nem lett volna képes eleget tenni az ügylettel kapcsolatos fizetési kötelezettségének.

Határidőre történő fedezés (forward ügylet)

A határidős árfolyam-megállapodással történő fedezés mind költségoldalról, mind fedezeti oldalról kedvező a vállalat számára. A célárfolyamhoz képest 7,70 forinttal alacsonyabb szinten nyújt védelmet a kedvezőtlen árfolyam-elmozdulásokkal szemben, ami 77 millió forint költségelőnyt jelent, így a határidős ügylettel történő fedezést jelen piaci környezetben támogathatónak ítéltük meg.

A knock out szinttel javított FWD-ügylet esetén EURHUF 415,00 knock out szint esetén a határidős árfolyam EURHUF 397,00-ra, EURHUF 435,00 knock out szint esetén EURHUF 401,00-ra javul, amik szintén jó alternatívának bizonyulnak a fedezeti stratégia kialakítása során.

Plain vanilla opció

A plain vanilla opcióval történő fedezés esetén az opciós prémium hatását figyelembe véve a stratégia nem teszi lehetővé, hogy a célárfolyamot megvédhessük, mivel a prémium hatása az ügylet teljes árfolyamát a célárfolyam fölé emeli 3,30 forinttal, ami a teljes 10 millió eurós kitétségre számítva 33 millió Ft többletköltséget jelent a tervezetthez képest. A fentiek miatt a plain vanilla ügylettel történő fedezés lehetőségét jelen piaci viszonyok között és a célárfolyam összefüggésében elvetettük.

Zéró költségű gallér (zero cost collar)

A zéró költségű gallérstratégia esetünkben kismértékű mozgásteret biztosít, ugyanis a fedezni kívánt árfolyam szempontjából vizsgálva, a fedezeti stratégia megalkotásakor az ATMF árfolyama igen közel helyezkedett el a védeni kívánt árfolyamhoz. A vételi jog EURHUF 410,00-hoz tartozó vételi kötelezettség árfolyama 7,70 forint távolságra helyezkedett el (ez mindösszesen 1,94 százalékos volatilitást enged meg), ami igen szűk sávba szorítja be az ügylet lehetséges kimenetelét.

Mindennek ellenére az ügylettel történő fedezést támogathatónak ítéljük, ugyanis a legkedvezőtlenebb kimenetel megegyezik a célárfolyammal, azaz veszteség nem éri a céget a célárfolyamhoz képest, viszont eurónként 4,30 fillérrel alacsonyabb szinten ró kötelezettséget a vállalatra az FWD-hez képest, ami 43 millió forintos előnyt jelent a legkedvezőbb kimenetel esetében.

A 0,68 százalékos prémiumért cserébe a stratégia kialakításakor érvényben lévő piaci viszonyok esetén a put árfolyama EURHUF 392,00-ra vihető le.

Részleges határidős ügylet

A participating forward ügylet ötvözi az opciós ügyletek és a határidős árfolyam-megállapodás nyújtotta előnyöket 409,70-es EURHUF szinten (és a célárfolyam alatt), tehát magas fokú védelmet nyújt az EURHUF emelkedése esetén, és a teljes összeg 50 százalékában enged részesedni az EURHUF árfolyamának csökkenése esetén a kedvező piaci elmozdulásokból, tehát meglátásunk szerint a stratégia korlátozottan ugyan, de támogatható, azzal, hogy az FWD-stratégiával szemben csak az EURHUF 395,00 alatti szintek esetén tapasztalható előny.

Összefoglalva elmondható, hogy a négy vizsgált ügylet közül három ügyletet (a határidős ügyletet, a zéró költségű gallérstratégiát és a részleges határidős ügyletet) sikerült beazonosítanunk olyannak, amely megfelel a társaság által állított követelményeknek, illetve ezen ügyletek nyújtanak nagyfokú biztonságot a bankközi devizapiacra tapasztalható, esetleges árfolyamváltozás esetén a költségek figyelembevétele mellett.

6. táblázat**A vizsgált ügyletek összehasonlító táblázata**

Ügylettípus	Árfolyam	Fedezés költsége	Célárfolyam	Különbség (Ft/EUR)
Határidős ügylet	402,30	4 023 000 000	410,00	7,70
Boosted FWD (KO @ 415)	397	3 970 000 000	410,00	13,00
Boosted FWD (KO @ 415)	401	4 010 000 000	410,00	9,00
Plain vanilla opció LC @ 410,00	413,30 *	4 133 000 000	410,00	-3,30
Zéró költségű gallér max	410	4 100 000 000	410,00	0,00
Zéró költségű gallér min	398	3 980 000 000	410,00	12,00
Gallér max	412,67 *	4 126 700 000	410,00	-2,67
Gallér min	394,67 *	3 946 700 000	410,00	15,33
Részleges határidős	409,7	4 097 000 000	410,00	0,30

Megjegyzés: *a prémium hatását is figyelembe véve

Forrás: saját szerkesztés

HIVATKOZÁSOK

- BARTON, T. L. – SHENKIR, W.G. – WALKER, P. L. (2002): *Making Enterprise Risk Management Pay Off: How Leading Companies Implement Risk Management*. Brookfield, Connecticut: Fei Research Foundation.
- BÉLYÁZ I. (2013): *A befektetések és a tőkepiac*. Budapest: Akadémiai Kiadó.
- BLEUEL, H. H. (2008): *Ein Analyseraster zur Bestimmung langfristiger Wechselkursrisiken von Unternehmen dargestellt am Beispiel der US-Dollar-Abwertung*. Forschungsberichte des Fachbereichs Wirtschaft der Fachhochschule, Düsseldorf Ausgabe.
- BREALEY, R. A. – MYERS, S. C.: (2011): *Modern vállalati pénzügyek*. Budapest: Panem Könyvkiadó.
- COLLINS, M. J. (1999): *Cashflow- és likviditásmenedzsment*. Budapest: Co-Nex Könyvkiadó Kft.
- COYLE, B. (2000): *Currency Risk Management: Hedging Currency Exposures*. Financial Risk Management, revised ed. London: Financial World Publishing.
- DEROSA, D. F. (1998): *Currency Derivatives: Pricing Theory, Exotic Options, and Hedging Applications*. Financial Engineering. Hoboken (New Jersey): Wiley.
- HENDERSON, C. (2006): *Currency Strategy: The Practitioner's Guide to Currency Investing, Hedging and Forecasting*. 2nd ed.: Wiley Finance.
- JENEI Zs. (2020): Hajózni muszáj. Devizaárfolyam-kockázatot kezelni kötelező! <https://www.vg.hu/velemeny/2020/03/hajozni-muszaj-devizaarfolyam-kockazatot-kezelni-kotelezo-2> (letöltve: 2022.06.06.).
- K&H (2015): *Treasury piaci kockázatkezelési kézikönyv*. Budapest: K&H Bank.
- MURPHY, J. J. (2015): *Technical Analysis of the Financial Markets: A Comprehensive Guide to Trading Methods and Applications*. New York Institute of Finance.
- PAPAIÖANNU M. G. (2006): Exchange Rate Risk Measurement and Management: Issues and Approaches for Firms. IMF Working Papers. <https://doi.org/10.5089/9781451865158.001>.
- REICHARDT I. (1997): *Devizaügyletek*. Budapest: Nemzetközi Bankárképző Központ.
- SZABÓ F. (2022): Árfolyamkockázat-kezelés. <https://www.horvath-partners.com/hu/media-center/cikkek/arfolyamkockazat-kezeles> (letöltve: 2022.05.24.).
- PwC (é. n.): Devizakockázat-kezelés, https://www.pwc.com/hu/hu/szolgalattasok/konyvvizsgalat/treasury_tanacsadas/devizakockazat_kezeles.html (letöltve: 2022.05.18.).
- SZŐRŐS K. – KRESALEK P. (2010): *Üzleti tervezés*. Budapest: Budapesti Gazdasági Főiskola.
- VAN GREUNING, H. – BRAJOVIC BRATANOVIC, S. (2020): *Analyzing Banking Risk: A Framework for Assessing Corporate Governance and Risk Management*. <https://elibrary.worldbank.org/doi/abs/10.1596/978-1-4648-1446-4>.

BIZALMI VAGYONKEZELÉS

Az alapítók generációkon átívelő öröklési stratégiájának eszköze

Hajdu Tibor Zoltán¹

ABSZTRAKT

Az 1990-es évek rendszerváltó nemzedéke napjainkra elérte a nyugdíjas kort, aktuálissá vált a generációváltás. A családi vállalkozások utódlásával foglalkozó kutatások a vállalati belső faktorok – professzionalizálódás, külső menedzser bevonása, utódok szocializációja, a vagyonérték problémája – vizsgálatára fókuszálnak elsősorban. Azonban az utódlási lehetőségeket meghatározó intézményi környezetnek – az öröklési szabályoknak, a formális közvetítőrendszernek, az utódláshoz kapcsolódó adózási szabályoknak – is jelentős hatása van a családi vállalkozások hosszú távú fennmaradására és a generációk közötti vagyonátadásra. Jelen tanulmány célja, hogy rávilágítson a hazai családi vállalkozások sajátosságaira, az utódlási alternatívákat meghatározó belső vállalati tényezőkre. Bemutatja a formális intézményrendszert, valamint az intézményrendszer és a tranzsgenerációs vagyonátadás, az öröklési stratégia kapcsolatát. A vegyes kilépési alternatívák esetében a családi vállalkozás tulajdonosai és a menedzserei közé ékelődő „vagyonkezelői ékek” közül a bizalmi vagyonkezelés alkalmazásának a lehetőségeit, előnyeit és kockázatait elemezzük.

JEL-kódok: D64, K36

Kulcsszavak: bizalmi vagyonkezelés, családi vállalkozás, utódlási alternatívák, utódlási stratégia, vagyontranszfer

¹ *Hajdu Tibor Zoltán* közgazdász-jogász, mesteroktató, Budapesti Corvinus Egyetem. Email: tiborzoltan.hajdu@uni-corvinus.hu.

1. BEVEZETÉS

A családi vállalkozások halmaza rendkívül változatos elemekből álló, végtelen sokaság. Elemei idővel változnak, és geográfiaileg is jelentős eltérések jellemzik. Eltérő a család és a vállalkozás kapcsolata az alapító, a testvérek és az unokatestvérek tulajdonosi közössége esetében (*Gersick–Davis–McCollom–Hampton–Lansberg*, 1997). A tényleges családtartalom és az egyes jogrendszerekben meghatározott jogi fogalma között is eltérés lehet (*Zellweger*, 2017). A családi vállalkozások elhatárolása a nem családi vállalkozásoktól a család, tulajdon, menedzsment hármán (*Tagiuri–Davis*, 1996) túli további ismérvek (*Astrachan–Klein–Smyrniotis*, 2002) szerint vizsgálva még összetettebb. Földrajzi régiók és országok szerint is különbség van a társadalmi rendszerek eltérése, a vállalkozások mérete és az eltérő jog (öröklési) rendszerek miatt. Bármilyen megközelítésből is vizsgáljuk, a családi vállalkozás elhatárolásának a nem családi vállalkozásoktól egyik sarokpontja a családi és a generációkon átívelő transzgenerációs jelleg.

A transzgenerációs vagyontáadás azonban nem csak a materiális vagyon – a családi vállalkozás, az üzleti portfólió – átadására korlátozódik. Az anyagi vagyon átadásán túl a nem anyagi vagyon – a szociális-érzelmi vagyon (socioemotional wealth, SEW) – továbbadása is hangsúlyossá válik. A családi vállalkozásoknál idővel felhalmozódik egy olyan immateriális vagyon (kapcsolati tőke, know-how, ismeretek halmaza, érzelmi kötődés), amelynek az átadása legalább olyan fontos és jelentős, mint az anyagi javak átadása (*Carr–Chrisman–Chua–Steier*, 2016; *Chirico–Gómez-Mejía–Hellerstedt–Withers–Nordqvist*, 2020).

A szociális-érzelmi értékrend a családi vállalkozások között eltérő, de különbség van aszerint is, hogy a vállalkozás az életpályája melyik szakaszában tartózkodik. Az alapító tulajdonosnak az érzelmi kötődése a vállalkozásához és az öröklési stratégiája más, mint egy második vagy harmadik generációs családi vállalkozás családtag tulajdonosainak, ahol már kialakul a többes tulajdonlás és a heterogén családi tulajdonosi szerkezet. Az öröklési stratégia kialakítását – és a családi vállalkozások hosszú távú fennmaradását – meghatározza az is, hogy a vállalkozás milyen külső intézményi környezetben működik. Milyen, a jogrendszer által biztosított, formális közvetítő rendszer áll rendelkezésre? Az egyes joghatóságoknak eltérő öröklési rendszereik vannak, amelyek a családi vállalkozásokban eltérő átalakulási mintákat generálnak. Az öröklési szabályoknak közvetlen hatása van a családi vállalkozások élettartamára és a családi vállalkozás értékére is (*Carney–Gedajlovic–Strike*, 2014).

A családi vállalkozásnak az életpályán elfoglalt helye, valamint a formálisan rendelkezésre álló intézmények együttesen határozzák meg a lehetséges utódlási alternatívákat és adják meg az öröklési stratégia keretrendszerét.

A tanulmány célja, hogy a transzgenerációs vagyónátadás belső faktorainak és külső intézményi feltételeinek áttekintését követően bemutassa a családi vállalkozások utódlási lehetőségeit és a kialakítható öröklési stratégiákat. Elemzi a hazai kkv-k és a családi vállalkozások sajátosságait. Részletesen ismerteti a tulajdonosi rendelkezési jogosultságokat időlegesen átengedő, vegyes kilépési alternatívák közül a bizalmi vagyonkezelés intézményét, alkalmazásának lehetőségeit és eseteit az utódlási helyzetek függvényében. Vizsgálja a bizalmi vagyonkezelés alkalmazásának előnyeit és kockázatait a vagyonrendelő, a kedvezményezett és a kezelt vagyon – a családi vállalkozás – szempontjából.

2. A TRANZGENERÁCIÓS VAGYONÁTADÁS DILEMMÁI

A családi vállalkozások – és tágabb értelemben a kkv-szektor – hosszú távú fennmaradásának rátáját az utódlással foglalkozó kutatások elsősorban a vállalati belső faktorokkal összefüggésben vizsgálják. A vagyon és a családi vállalkozások transzgenerációs átadásával és élettartamával kapcsolatban elsősorban a családi cégből a professzionális cégbe való átmenetet (*Rutherford–Kuratko–Holt*, 2011; *Gersick–Lansberg–Desjardins–Dunn*, 1999; *Stewart–Hitt*, 2012), a cég utódlástervezését (*Murray*, 2003; *Eddleston–Kellermenns–Floyd–Crittenden–Crittenden*, 2013), a külső vezető-menedzseri réteg vezetésbe való integrálását és az utódok szocializációját (*Klein–Bell*, 2007; *Chittoor–Das*, 2007; *Steier*, 2001) vagy a vállalkozás vagyonértékének a problémáját (*Bennedsen–Nielsen–Perez–Gonzalez–Wolfenzon*, 2007; *Zellweger–Kellermanns–Chrisman–Chua*, 2012) vizsgálják.

A családi vállalkozások utódlásával és professzionalizálódásával foglalkozó kutatások rendszerint figyelmen kívül hagyják a vagyónátadás külső tényezőit (*Carney–Gedajlovic–Strike*, 2014). A külső tényezők – az adott gazdaság jogrendszerének öröklési jogából levezethető – három dimenzióhoz kapcsolódnak, mert a generációk közötti vagyónátadás formáját meghatározza (i) a végrendekezés szabadsága, (ii) a „közvetítők” vagy „helyettesítők” intézményének megléte, fejlettsége és szabályozottsága, (iii) a vagyon- és örökösödési adók rendszere.

A *végrendekezés szabadsága* az egyénnek a megszerzett javai fölötti, a jövőre vonatkozó rendelkezési szabadságfoka. Azon jogrendszerekben, ahol a szokásjog (common law, jellemzően az angolszász országokban) a meghatározó, a rendelkezési szabadságfoka magasabb, mint a kontinentális joggal rendelkező országokban (*Ellul–Pagano–Panunzi*, 2010). A végrendekezés szabadságának korlátozása az öröklésre vonatkozó törvényi előírásokban jelentkeznek. Az alaki kellékeken – a formai előírásokon – túlmenően ezeket a minimum anyagi szabályokat határozzák meg a jogszabályok, mint például a köteles rész, haszonélvezeti jog stb. A végrendekezési szabadság túlzott korlátozásának azonban kontraproduktív

hatása lehet, mert a túlzott szabályozása negatívan hathat a gazdasági fejlődésére, és alacsonyabb beruházási-befektetési rátát eredményezhet a családi vállalkozásokba (Carney–Gedajlovic–Strike, 2014).

A „közvetítők” vagy „helyettesítők” olyan a családon (vagy a tulajdonoson) kívüli „bizalmi ügynökök”, akiket a családi vállalkozás tulajdonosai (alapítói) felruháznak a kedvezményezett (örökösök vagy örökössé tett személyek) ügyeinek kezelésére úgy, hogy közben felügyelik a vállalkozást irányító menedzsereket is. Az alapítók (tulajdonosok) egy olyan kettős ügynöki kapcsolatot hoznak létre (Zellweger–Kammerlander, 2015; Child–Rodrigues, 2003), amelyben a „helyettesítők” (második ügynöki szint) a többi ügynököt – a menedzsereket, az első ügynöki szintet – a tulajdon és az ellenőrzés kettős szétválasztásának függőleges sorrendjében figyelik. Miután létrejöttek, ezek a jogi „helyettesítők” önálló életre kelnek, és önálló vállalati-szervezeti formává válnak. A „helyettesítési formák” számosságát – mint az alapítók generációkon átívelő öröklési stratégiájának eszközeit – a gazdasági-társadalmi fejlődés, a vagyonkezelésre, a vagyona és az értékpapírokra vonatkozó szabályok fejlődése folyamatosan bővíti.

Az *ingatlan- (vagyon) és örökösödési adók (illetékek)* olyan ösztönzőket és korlátozásokat jelenthetnek, amelyek gátolják vagy megkönnyítik a generációk közötti tőke (vagyon) átadását és átcsoportosítását. A vagyon- és örökösödési adók hiánya megőrzi és egyben tartja a generációk közötti „átcsoportosításra” szánt tőkét. Ezzel szemben az örökösödési adók erősen megosztják és csökkentik a következő (örökös) generációk rendelkezésére álló vagyon értékét, nehéz lesz fenntartani a családi cégek életképességét (vitalitását) és hosszú élettartamát. A vagyontárgy öröklésére és megosztására vonatkozó bármilyen korlátozások (vagyoadók) kivonják az eszközt a piacról, mivel a vagyontárgy mozgását nem a piaci erők, hanem a jogszabályok határozzák meg.

A hosszú távú vagyonkezelés formájában történő transzgenerációs vagyonátadás több generációra megőrzi a tőke kohézióját (egységét), de paradox módon a tőke kezelésének súlypontja a vagyonmegőrzés irányába tolódik el a vagyon felhalmozásával, az értéknövekedéssel szemben (Carney–Gedajlovic–Strike, 2014).

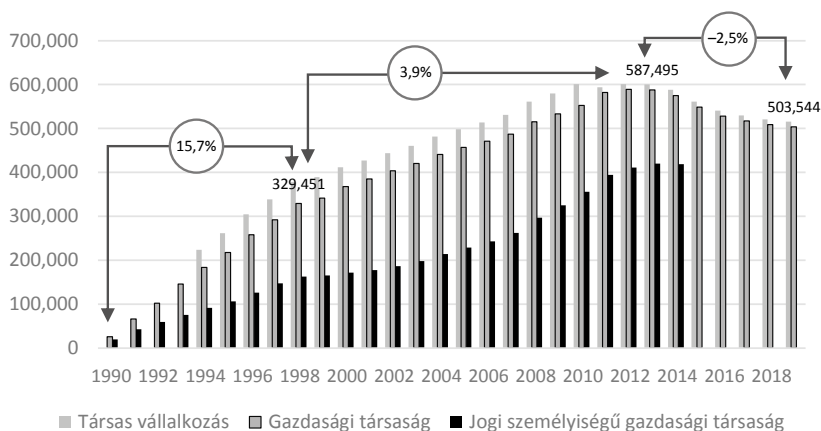
3. A KKV-K ÉS A CSALÁDI VÁLLALKOZÁSOK HAZAI FEJLŐDÉSI SAJÁTOSSÁGAI

A rendszerváltást követően gyorsuló ütemben több ezer magánvállalkozás jön létre „fölülről lefelé”, az állami tulajdon lebontása, a spontán privatizáció eredményeként, vagy „alulról felfelé”, a saját ötlet és üzleti elképzelés alapján felépített vállalkozási formában. A növekedés egészen a tízes évekig tart, majd ezután tartós csökkenésbe fordul. A nemzedékváltás ekkorra tömegesen még nem követke-

zik be – még mindig jellemzően az alapítók a vállalkozások irányítói –, pedig az akkor harmincas, negyvenes korosztály, a 90-es évek rendszerváltó nemzedéke napjainkra elérte a nyugdíjas kort.

1. ábra

A társas vállalkozások, a gazdasági társaságok és a jogi személyiségű gazdasági társaságok számának alakulása és a gazdasági társaságok időszaki átlagos növekedési üteme (1990–2019)



Forrás: <http://KSH> Társas vállalkozások száma² (saját szerkesztés)

A szűkösen rendelkezésre álló statisztikák alapján észlelhető, hogy számosságát tekintve is jelentős azon vállalkozások száma, ahol a tulajdonos életkorából következően „kilépési kényszerhelyzet” közelít. A tulajdonosi életkor alapján „a legalább 100 millió forint éves árbevétel feletti vállalkozásoknak több mint a felét – kb. 12 ezer vállalkozást – fogja hamarosan a generációváltás valamilyen formában érinteni. Számítások szerint kb. 850 magántulajdonban lévő középvállalat van, amelynek az árbevétele meghaladja az 1 milliárd eurót (350–360 M Ft), és a cégtulajdonosok átlagéletkora 62 év”³. A 60 év feletti tulajdonossal rendelkező vállalkozások száma 53 ezer.⁴

² Letöltve: 2020.11.22.

³ ITM (2019): A magyar mikro-, kis- és középvállalkozások megerősítésének stratégiája (2019–2030). Budapest, Innovációs és Technológiai Minisztérium.

⁴ MNB (2019): Pénzügyi stabilitási jelentés, 2019. május. Budapest, Magyar Nemzeti Bank.

Az alapító nemzedék kilépését, az utódlási stratégiák felépítését és a transzgenerációs vagyonátadás tényleges lebonyolítását nehezíti (i) a tapasztalat hiánya és a tulajdonosi felkészületlenség, (ii) a vállalatok felkészítetlensége, (iii) a gazdasági környezet gyors változása és (iv) a „bejáratott” intézményrendszer hiánya.

- (i) A hazai kkv-k és családi vállalkozások rendkívül heterogén halmaz, megtalálható benne a munkaviszonyt takaró kényszervállalkozás, a család egzisztenciáját biztosító, a spontán privatizáció keretében megszerzett és szervezetében megörökölt, de a multinacionális cégeknek beszállító vagy a piaci növekedési lehetőségeket kihasználó, modern vállalati működést kiépítő vállalkozás is. A kockázatot azonban nem a vállalkozások sokfélesége jelenti, hanem az alapító tulajdonosok kilépési stratégiájának a hiánya és a tulajdonosi generációváltásra való teljes vagy részleges *felkészületlensége* jelenti. Nem állnak rendelkezésre a környezetben többéves tapasztalatok vagy a más vállalkozásoktól „elleshető” modellek és átalakulási sémák sem.
- (ii) A vállalatok növekedése és fejlődése idővel a munkavállalói létszám és a szervezet növekedését, a belső működési folyamatok bonyolultabbá válását eredményezi, ami magával hozza a vállalkozás fejlettségi fokának megfelelő professzionalizáció szükségességét (Stewart–Hitt, 2012). A vállalati professzionalizálódásnak, az alapítótól független, „önjáró” vállalati működési mechanizmusnak több dimenziója – hatékony vállalatirányítási rendszerek, formális pénzügyi és kontrollingrendszerek (Giovannoni–Maraghini–Riccaboni, 2011), formális humánerőforrás-rendszer – van. A hazai kkv-k és családi vállalatok szervezeti felépítése és működése jellemzően *nem felkészített* az alapítótól független létezésre, az irányítási és működtetési „know-how” tudással és képességgel általában csak a tulajdonos-menedzser rendelkezik, sem a belső vállalati körből, sem a vállalaton kívülről még nem választottak ki utódmenedzsert. A döntési folyamatok egy kézben koncentrálnak, a professzionalizálódás még nem, vagy csak kezdetlegesen indult meg.
- (iii) A *gazdasági környezet* is jelentős átalakuláson megy át. A negyedik ipari forradalom, a digitalizáció a hagyományos, egymásra épülő értékláncokat szétszakítja, és körkörös „platform” gazdaságot alakít ki (Kenney–Zysman, 2016). A nagy mennyiségű adatok, a piac és az információk gyors elérhetősége, a technológiai fejlesztések egyszerűsítik és lerövidítik a piacra lépési csatornákat és időket. A finanszírozók és befektetők irányából érkező nyomás a környezeti, szociális és irányítási (environmental, social and governance, ESG) tényezők figyelembevételére jelentős hatással van a vállalati pénzáramokra, és jelentősen megváltozó működési-finanszírozási környezetet eredményez. (Friede–Busch–Bassen, 2015).

(iv) Nehézséget okoz az *eltérő értelmezés, az egységes definíció és a vállalati utódlást támogató, „bejáratott” intézményrendszer hiánya*. A családi vállalkozások hazai meghatározásában a kutatók a nemzetközileg legelfogadottabb definíciókból (Chua–Chrisman–Sharma, 1999; Astrachan–Klein–Smyrnios, 2002; Chrisman–Chua–Pearson–Barnett, 2012) indulnak ki és a család, a vállalat és a tulajdon hármását is figyelembe veszik, de eltérő szempontból és mértékben (Wieszt–Drótos, 2018; Kása–Radácsi–Csákné, 2017). Egységes definíciót azért is nehéz meghatározni, mert a tömeges nemzedékváltásnak – a rendszerváltó generáció utódlásának – még csak a küszöbén vagyunk, a második generáció még csak most kezdett ’beszívárogni’ és szerepet vállalni a magánvállalkozások vezetésében. Kevés a hazai tapasztalat a családi vállalkozások utódlását támogató intézményrendszerek – a bizalmi vagyonkezelés, vagyonkezelő alapítványok, magántőke és befektetési alapok, holdingok – generációváltásban betöltött szerepéről. A bizalmi vagyonkezelés⁵, a vagyonkezelő alapítványok⁶ relatíve új jogintézmények, kevés még a rendelkezésre álló esetek száma.

4. UTÓDLÁSI STRATÉGIÁK ÉS ALTERNATÍVÁK

A családi vállalkozásnak a családi tulajdonlás és a családi irányítás mellett szükséges ismérve a *jövőkép* – a vállalkozás jövőjére vonatkozó szándék, magatartás és elhatározás arra, hogy a vállalkozás generációkon keresztül fenntartható legyen (Chua–Chrisman–Sharma, 1999). Az utódlás kritikus sikertényezője az „átvevő” (a következő) generáció adaptációs képessége és hajlandósága, valamint az „átadó” (az előző) generáció átadási stratégiájának, a „kilépési stratégiának” a megléte és milyensége.⁷ A *kilépési stratégia* az átadónak – Magyarországon jellemzően még az első generációs alapító nemzedéknek – a családi vállalat vezetésére és a tulajdonlására vonatkozó jövőbeli elképzelése és szándéka. A tulajdon és az irányítás átadása történhet a családtagon (családon belül) vagy a rokonsági körön kívül eső személynek, de történhet együttesen is (vegyes átadás). A két tényező – a tulajdonlás és az irányítás – átadásának elméletileg lehetséges kombinációi

5 Polgári Törvénykönyvről szóló 2013. évi V. törvény, Hatodik könyv (Kötelmi jog), Harmadik rész (Egyes szerződések), XVI. cím (A megbízási típusú szerződések), XLIII. fejezet (A bizalmi vagyonkezelési szerződés).

6 2019. évi XIII. törvény a vagyonkezelő alapítványokról.


7 Természetes utódlás a nem tervezett, külső körülmények (időmúlás) miatt bekövetkező utódlás (elhalálozás esetén). „Kilépési utódlásról” akkor beszélünk, amikor a vállalkozás tulajdonosa önkéntesen, saját elhatározásából és szándékai szerint hajtja végre az utódlást.

határozzák meg az átadó rendelkezésére álló „utódlási kilépési” alternatíváit és elvi lehetőségeit (opcióit).

2. ábra

Utódlási alternatívák a tulajdon és a menedzsment jellegének függvényében

Menedzsment	Családon „belül” (kizárólagos)	Családon belüli utódlás Családi tulajdon és családi menedzsment	„Vegyes” tulajdon és családi vezetés	Családi vezetés fennmarad az utódlás után
	Vegyes	Családi tulajdon és „vegyes” menedzsment	„Vegyes” tulajdon és „vegyes” menedzsment	„Vegyes” menedzsment fennmarad / vagy kialakítják az utódlás után
	Családon „kívül”	Családi tulajdon és „nem családi” (külső) menedzsment	„Vegyes” tulajdon és „nem családi” (külső) menedzsment	Családon kívüli utódlás MBO / IPO Külső befektető Végelszámolás
		Családon „belül”	Vegyes	Családon „kívül”
		Tulajdon		

 A családi jelleg intenzitása

Forrás: Zellweger (2017) és saját szerkesztés

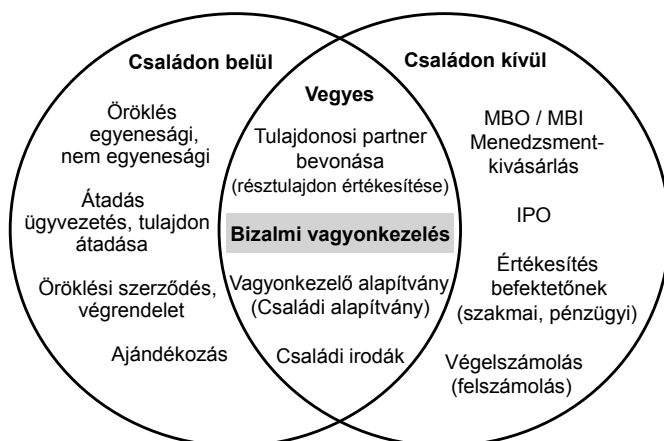
A reális és ténylegesen megvalósítható *kilépési alternatívákat* azonban a konkrét családi vállalkozások belső működési jellemzői és a külső környezeti tényezők együttese határozza meg.

A *belső jellemzők* az utódok képessége (Lee–Lim–Lim, 2003) a családtagok és a családi kapcsolatok heterogenitása (Chandler, 2015; Zellweger–Kammerlander, 2015), a vállalkozás mérete és a vagyon összetettsége (Chandler, 2015; Westhead–Wright, 1998), a családi vállalkozás életpályáján elfoglalt helyéhez (Le Bretton–Miller–Miller, 2013; Gersick–Lansberg–Desjardins–Dunn, 1999), a vállalkozás fejlettségéhez és professzionalizációjához (Stewart–Hitt, 2012; Dekker–Lybaert–Steijvers–Depaire–Mercken, 2013; Dekker–Lybaert–Steijvers–Depaire, 2015) kapcsolható tényezők, melyek a vállalkozásnak az átadó tulajdonos személyétől való függetlenség szabadságfokát, az elszakadás „mértékét” (távolságát) határozzák meg. A *külső tényezők* az utódlás kilépési alternatíváit meghatározó intézményi

környezet, (i) az öröklési szabályok, (ii) a rendelkezésre álló formális *intézményrendszer* és (iii) az utódláshoz kapcsolódó *adózási* kérdések. Ezek határozzák meg a vagyontranszfer jellegét – a családon belüli, a családon kívüli vagy vegyes (átmeneti) jellegű vagyonátadást –, a családi cégek átadásának (a családi vagyonok felosztásának) a mikéntjét és lehetőségeit.

3. ábra

Utódlási alternatívák a formális intézményrendszerek függvényében



Forrás: Zellweger (2017) és saját szerkesztés

- A *családon belüli utódlás* a vállalkozás tulajdonosi és irányítási (menedzsment) pozíciójának a családtagok közötti – az utódgenerációnak történő – *közvetlen átadása*. Törvényes öröklés esetén a vagyontárgy családi vállalkozás az átadó akaratától függetlenül, a törvényben meghatározott felosztás-szétoosztás szerint (egyenlő arányban) kerül az örökösökhöz. A Ptk. (2013. évi V. tv.) felsorolásszerűen adja meg az öröklésre jogosultak körét, az öröklés vérségi alapon (egyetlen kivétel az örökbefogadott gyermek), a törvényben meghatározott szigorú sorrend szerint történik. Végintézkedés esetében az örökhagyó a vagyonról halála esetére szabadon – egyetlen, de jelentős korláttal (köteles rész) – rendelkezik, amelynek a formája lehet végrendelet, öröklési szerződés vagy halál esetére szóló ajándékozás.
- A *családon kívüli utódlás* esetén a vállalkozás tulajdonosi és irányítási pozíciója *kikerül a családi körből* – a leszármazók és a rokonok sem veszik át egyik pozíciót sem, az családon kívüli személyhez kerül –, és a vállalkozás elveszti családi jellegét. Ennek az utódlásnak a megvalósulási alternatívái a vállalat

értékesítésének esetei (azonnali, opciós, határidős eladás), a menedzsment ki- és bevásárlás, a nyilvános ajánlattétel, a szakmai vagy pénzügyi befektetőknek történő zártkörű eladás. Speciális esete a családi vállalkozás jogutód nélküli megszűnése, a végelszámolás és a felszámolás.

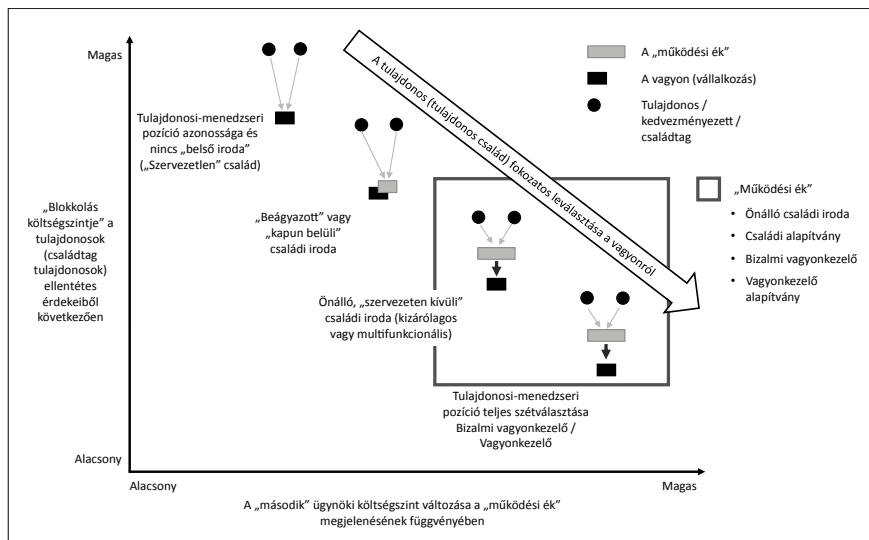
- c) A „vegyes” jellegű kilépési alternatívák olyan konstrukciók, ahol a tulajdon kezelése vagy átadása időszakosan történik. A vállalatfejlődési életpálya első, a családi vállalkozás alapítói szakaszában a vállalatot monolitikus kultúra – konvergáló érdekek, az alapító tulajdonos-menedzser kizárólagos preferenciái – jellemzi. A vállalkozás utódgenerációknak történő átadásaival a tulajdonosi kör többszereplőssé válhat (öröklés, bevonás, értékesítés) – a tulajdonosi érdekközösség a vállalkozás értékének a növelésében ugyan fennmarad, de eltérő preferenciák alakulnak ki a kockázatvállalás, az osztalékpolitika, a növekedési időhorizont, befektetési stratégiák, szociális preferenciák vonatkozásában –, a monolit kultúra felbomlik. Kialakulhatnak a tulajdonosi csoporton belül ellentétek. A tulajdonosi csoport tagjainak számossága és ellentétes érdekeik is jelentős költségeket – a döntéshozatal bonyolulttá válása, nem hatékony működés, nem racionális preferenciák, eltérő kockázatvállalás – jelenthetnek („blokkolás” költsége) (Zellweger–Kammerlander, 2015).

A tulajdonosi és az irányítási (menedzseri) pozíció eltávolodásával szükségszerűen megjelennek azok az intézményformák, amelyek a tulajdonosok és a vállalkozás (a vállalkozást irányító menedzser) közé ékelődve biztosítják a vagyon hatékony működtetését. Ezek az intézmények „vagyonkezelői ék” funkciót töltenek be, mert a tulajdonosok egymás közötti konfliktusait feloldják, érdekeiket azonos platformra helyezik, ugyanakkor képesek biztosítani a vállalkozás növekedését, működését, jövedelemtermelő képességét és értékének fenntartását, a vagyon dinamikáját. Ilyen intézményforma lehet az önálló családi iroda, a családi alapítvány, a bizalmi vagyonkezelés és a vagyonkezelő alapítvány is.

A külső menedzser alkalmazása a vállalkozásnál ügynöki költséget (prémium, bónusz, juttatás) jelent, amelyet azért kell fizetni, hogy a menedzser érdekei ne térjenek el a tulajdonosi érdekektől (Jensen–Meckling, 1976). Ha a vagyon és a család szétválasztásra kerül, a vagyon kezelője – a vagyonkezelői ék intézménye – lesz a közvetítő a vagyon tulajdonosa (a család) és a vagyon operatív menedzsere (a vagyon működtetője) között. Zellweger szerint ekkor kialakul a „kettős ügynök” jelensége (Zellweger, 2017), mert a vagyon kezelője megbízást kap a vagyon kezelésére, és ügynöki pozícióba kerül a tulajdonossal (család) szemben. Másrésztől tulajdonosként kezd el viselkedni a vállalkozás operatív menedzsereivel (ügynökeivel) szemben.

4. ábra

A „vagyonkezelői ék” formái és elhelyezkedése az ügynöki/blokkolási költségek függvényében



Forrás: Zellweger–Kammerlander (2015) és saját szerkesztés

A vagyon és a család szétválasztására sor kerülhet a családi vállalkozás utódlási stratégiájának kialakítása keretében is. Az alkalmazott intézményi forma – a vagyonkezelői ék típusa – attól függ, hogy az átadó (rendelkező), a családi vállalkozás tulajdonosa milyen mértékben kívánja a vagyont és az utód személyét elválasztani egymástól, másrésztől a választás lehetőségét a *helyettesítő intézményi formáknak* – a *vagyonkezelői ék fajtáinak* – a rendelkezésre állása korlátozza. A lehetséges alternatívákat a gazdasági-társadalmi fejlődés, a magánjogi kódexek, az öröklésre, a vagyonra és az értékpapírokra vonatkozó szabályok vagy a szokásjog határozza meg. Magyarországon a bizalmi vagyonkezelést (2013. évi V. tv., Hatodik könyv, Második rész, XVI. cím, XLIII. fejezet) és a vagyonkezelő alapítványt (2019. évi XIII. tv. a vagyonkezelő alapítványokról) szabályozták, ugyanakkor más helyettesítési formák – mint a családi iroda – is megvalósíthatóak.

Az utódlási stratégia kiválasztását azonban a gazdasági-pénzügyi megfontolásokon kívül befolyásolja a cégben felhalmozott szociális-érzelmi vagyonról való gondoskodás (Chirico–Gómez-Mejía–Hellerstedt–Withers–Nordqvist, 2020), az utód alkalmassága, az átadó bizalma és aggodalma arra, hogy mennyire lesz képes és kész elfogadni az utód a családi vagyon valós materiális – vagyon, pénz, eszközök – és az immateriális – a családi értékrend, hit, hagyomány, szociális érzékenység – jellegét is (Carr–Chrisman–Chua–Steier, 2016).

5. A BIZALMI VAGYONKEZELÉS

A tulajdonosi pozíció és a tulajdon tárgyának, a vagyon menedzsmentjének – a vagyonnal való rendelkezésnek – a szétválasztására többféle jogintézmény áll rendelkezésre: (i) a tagoktól elkülönített jogalanyisággal rendelkező gazdasági társaság és (ii) a szerződéseken alapuló kötelmi jellegű jogviszonyok, amelyben egy jogalany megkapja a tulajdonosi döntések meghozatalához szükséges jogi pozíciót úgy, hogy a rendelkezés során előállított haszon egy másik jogalany vagyonát gyarapítja (*Menyhárd, Békés B. et al.*, 2020, I. fejezet). A gazdasági társaság, az alapítvány, a vagyonkezelő alapítvány önálló jogi személyek, a bizalmi vagyonkezelés egy szerződéses jogviszony. Az, hogy a vagyonkezelési célnak melyik forma felel meg, a vagyonrendelő szándékának és céljának, az üzleti-működési és a gazdasági-társadalmi környezetnek, a jogszabályi és adózási környezetnek és a tranzakciós költségeknek a függvénye.

A bizalmi vagyonkezelés a gazdaság szereplői számára rendelkezésre álló, relatíve új közgazdasági-jogi formáció, a jogintézményt a 2014. március 15. napján hatályba lépett Polgári Törvénykönyv vezette be a magyar jogrendszerbe (Polgári Törvénykönyv, 2013. évi V. törvény Hatodik könyv, Kötelmi jog, XVI. cím – A megbízási típusú szerződések, XLIII. fejezet – A bizalmi vagyonkezelési szerződés)⁸.

„A bizalmi vagyonkezelés során a jogalany a saját tulajdonát képező vagyon felett a rendelkezési jogosultságot egy másik jogalany részére átengedi, aki az ily módon megkapott döntési jogosultság gyakorlásával kell, hogy a rábízott vagyont az átruházó vagy harmadik személy érdekében hasznosítsa” (*Menyhárd, Békés B. et al.*, 2020, I. fejezet).

A bizalmi vagyonkezelés egy háromszereplős jogviszony, szereplői a vagyonrendelő, a vagyonkezelő és a kedvezményezett. Tartalma, hogy a tulajdonos vagyonrendelő személyétől független vagyonkezelő megkapja a tulajdonosi – a rendelkezési – jogosultságokat azzal a feltétellel, hogy a vagyon kezelésével és hasznosításával kapcsolatos döntéseit úgy kell meghoznia, hogy a vagyonon keletkezett jövedelem a kedvezményezett vagyonát gyarapítsa. Olyan jogügylet, ahol „az egyik jogalany (a vagyonrendelő) vagyonát képező meghatározott dolgok, jogok és követelések tulajdonjogát egy másik jogalany (a vagyonkezelő) részére átengedi, aki az ily módon megkapott döntési jogosultság gyakorlásával kell, hogy a rábízott vagyont egy harmadik személy (a kedvezményezett) javára hasznosítsa” (*Vékás et al.*, 2018, XLIII. fejezet).

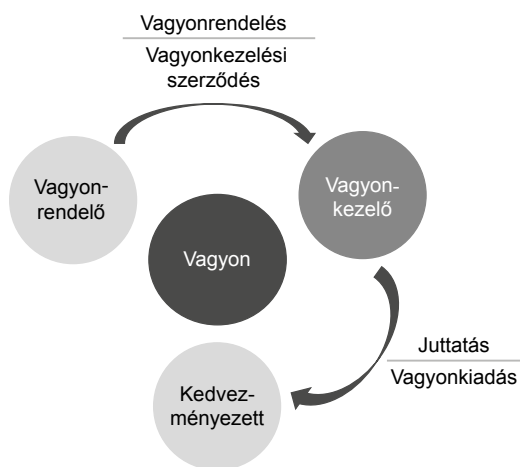
8 A jogintézmény alkalmazását kisegítő szabályok - a 2014. évi XV. törvény „a bizalmi vagyonkezelőkről és tevékenységük szabályairól” (Bvktv) és a 87/2014. (III. 20.) Korm. rendelet „a bizalmi vagyonkezelő vállalkozások pénzügyi biztosítékainak egyes szabályairól” – segítik.

A bizalmi vagyonkezelés háromféle jogüggyel – szerződéssel, végrendelettel, egyoldalú jognyilatkozattal – hozható létre, és két időben egymást követő, ellenkező irányú tulajdonátruházási mozzanatból, a vagyonrendelésből és a vagyonkiadásból tevődik össze. A vagyonrendelés a szerződés megkötésekor történik, a vagyonkiadás keretében pedig a szerződés lejáratakor a vagyonkezelő kiadja a vagyont a szerződésben meghatározott kedvezményezett részére. A vagyonkezelő dologi jogilag ugyan korlátlan tulajdonjogot szerez a kezelt vagyon felett, de kötelmi jogilag korlátot jelentenek számára a vagyonkezelési szerződésbe foglalt vagyonkezelési feltételek és a kedvezményezettek érdekei (Sándor et al., 2018). A vagyon átadásával a vagyonrendelő „elveszti” a vagyontárgyat, megszűnik a tulajdona (uralma a vagyontárgy felett) és a tulajdonból fakadó összes jogosultsága – a rendelkezés, a birtoklás, a használat és a hasznok szedésének a joga.

Gazdasági tartalmát tekintve a bizalmi vagyonkezelés a *vagyon körforgása*: a vagyontárgy rendelése, a vagyontárgy kezelése és a vagyontárgy kiadása. A határidős ügyletekhez hasonlóan, két ellenkező irányú tranzakció együtteseként is leírható, a vagyonrendelésből és a szerződés lejáratkor a kijelölt személynek történő vagyonkezelői vagyonkiadásból (visszaháramlás) áll. A rendelés és a kiadás közötti köztes időszakban a rendelkezési jog átadásából következően a vagyonkezelőnek az átranzferált vagyonton *gazdálkodási kötelezettsége* keletkezik. Ez a gazdálkodási kötelezettség – mivel a vagyon állaga folyamatos változik, és a vagyonnak dinamikája van – a vagyon értékének megőrzésére, növekedésére és a kedvezményezettek számára a szerződésben meghatározott juttatások biztosítására vonatkozik.

5. ábra

A bizalmi vagyonkezelés rendszere



Forrás: saját szerkesztés

A bizalmi vagyonkezelés központi eleme a *kezelt vagyon*, amelyet a vagyonrendelő tulajdonos ad át a vagyonkezelőnek. A vagyonrendelő nem a jogi értelemben vett teljes vagyonát, hanem az általa kijelölt egyes vagyontárgyait vagy vagyontárgyainak összességét⁹ adja át, amelyet a vagyonkezelő már külön egységként – a saját vagyonától elkülönítetten – kezel. A vagyonkezelő csak „aktív” vagyonelemek (aktívumok, eszközök), dolgok, jószágok és követelések kezelésére vállalkozik a saját nevében, de a kedvezményezett javára, a vagyonrendelő által fizetett díj ellenében. A bizalmi vagyonkezelési szerződés egy ellenkező előjelű, visszerthes jogügylet, mert a tulajdonjogot megszerző fél, a vagyonkezelő lesz jogosult a díjazásra, és nem az átruházó vagyonrendelő.

A bizalmi vagyonkezelés a vagyont egy önálló egészként kezeli, mert a kezelt vagyontárgy helyébe lépő vagyontárgy vagy más érték (biztosítási összeg, kártérítés stb.), továbbá mindezek hasznai is a kezelt vagyon részei akkor is, ha azok nem szerepelnek eredetileg a kezelésre átadott vagyon nyilvántartásában (Ptk. 6:312. § (3) bek.).

5.1. Bizalmi vagyonkezelés, az utódlási helyzetek és öröklési stratégia eszköze

A családi vállalkozás tulajdonosi struktúrájának a transzgenerációs vagyonátadások – az utódlások és a többes öröklések – miatti heterogénné válása (Kellermanns–Eddleston–Barnett–Pearson, 2008), az utódok alkalmasságának és képességének, vagy készségének és akaratának hiánya kockázatot jelent a vállalkozás folytatására vagy hatékony működésére (Chirico–Gómez-Mejia–Hellerstedt–Withers–Nordqvist, 2020). Minél nagyobb az átfedés a menedzsment (vállalatvezetés), a család és a tulajdonosi kör személyeiben – minél erősebb a családi beágyazottság mértéke –, annál erőteljesebben érvényesülnek a természetes személy élethelyzetéből eredő és a vállalkozás folytatásával kapcsolatosan felmerülő problémák és kihívások. Mindegyik eset – a tulajdonosi kör heterogenitása, az utód alkalmassága és képessége, a természetes személy élethelyzetei – kockázatot jelenthet a vállalkozás folyamatos működésére, a növekedési, fenntartható üzleti stratégiájának megvalósítására. Bármelyik helyzetben a bizalmi vagyonke-

9 A Ptk. az értelmző rendelkezései között a vagyontárgy fogalmát határozza meg (Ptk. 8:1. § (1) bekezdés 5.: „vagyontárgy: a dolog, a jog, a követelés”), de a vagyonra, mint „valamilyen jogalany személyéhez kapcsolódó vagyoni érdekű jogainak és kötelezettségeinek az összessége” (LÁBADY TAMÁS [2017]: *A magánjog általános tana*. Budapest: Szent István Társulat, 213. o.) meghatározást nem ad. A bizalmi vagyonkezelés esetében a Ptk. kifejezetten meghatározza a „kezelt vagyon” tartalmát, amennyiben a bizalmi vagyonkezelésbe adott vagyon a vagyonkezelő tulajdonába adott dolgok, ráruházott jogok és követelések együttese (Ptk. 6:310. § (1) bekezdés).

zelés a vállalkozás működtetésének tartós vagy átmenetileg hatékony és alkalmas eszköze lehet a vagyon – a családi vállalkozás – jövőjére vonatkozó tudatos és szándékos (akarati) utódlási stratégia megvalósításának. Ilyen helyzetet lehetnek a következők:

- (i) *A vállalkozás folytatásának szándéka.* A bizalmi vagyonkezelés alkalmas eszköz a vállalkozás folytatásának a biztosítására, mert a tulajdonos vagyonrendelőként a teljes vállalkozást mint kezelt vagyont – a vállalkozás feletti összes rendelkezési és tulajdonosi jogosultságot – átadja a szakértelemmel rendelkező vagyonkezelőnek, és felhatalmazza azt annak működtetésére, irányítására. A vagyonkezelő a vagyonrendelő által a vagyonkezelési szerződésben meghatározottak szerint – a szerződésben meghatározott korlátokkal – a vállalkozást aktívan kezeli, szervezi és irányítja. Ilyen helyzet alakulhat ki, amikor a kilépési szándékai ellenére a tulajdonos nem tudja vállalkozását harmadik félnek értékesíteni, vagy megfelelő utód sincs a folytatásra.
- (ii) *Képességek hiánya.* Kialakulhat olyan helyzet, amikor a vállalkozás folytatására van utód vagy családtag, de ők a képességeiket tekintve egyáltalán nem alkalmasak a vállalkozás átvételére. A bizalmi vagyonkezelés lehetőséget teremt arra, hogy a tulajdonos olyan jogi és működési konstrukciót alakítson ki, amely szerint a vállalkozást egy hozzáértő vagyonkezelőnek adja át. Az utódok mint kedvezményezettek csak a tőkejövedelemből vagy csak meghatározott juttatásokban részesüljenek.
- (iii) *Felkészültség hiánya.* Ebben az esetben a családi vállalkozás folytatására van ugyan utód vagy családtag, de a tulajdonos vagyonrendelő szerint ők még nem rendelkeznek a megfelelő tapasztalattal és képzettséggel. A bizalmi vagyonkezeléssel átmenetileg (maximálisan 50 évre) átadható a vállalkozás a vagyonkezelő részére, aki azt működteti és kezeli mindaddig, amíg a kijelölt utódok a közvetlen irányítás átvételére fel nem készülnek. A vagyonrendelő kifejezetten meghatározhatja azokat a feltételeket, amelyek beállta esetében az utódok alkalmassá válnak a vállalkozás vezetésére.
- (iv) *Cselekvőképtelenség esete.* Előfordulhat, hogy a vállalkozás folytatására még nincsen vagy egyáltalán nincsen cselekvőképes utód, mert az kiskorú, belátási képessége korlátozott vagy tartósan cselekvőképtelenné vált. A vagyonrendelő a bizalmi vagyonkezelésbe adással biztosíthatja, hogy a vállalkozását kellő gondossággal és felkészültséggel irányítsák mindaddig, amíg a kiskorú személy cselekvőképessé és felkészültté nem válik. Az utód tartós cselekvőképtelensége esetében a bizalmi vagyonkezelés biztosíthatja a vagyonrendelőnek, hogy a kezelésre átadott vagyont – a családi vállalkozást – az általa meghatározott irányelvek szerint kezeljék, és a megjelölt kedvezményezett ellátását juttatásokon keresztül tudja folyamatosan élete végéig biztosítani.

- (v) *Felkészülés a jövőre.* A bizalmi vagyonkezelés alkalmas eszköze a vállalkozás folytatásának akként is, amikor a tulajdonos még életében átadja a vállalkozást a vagyonkezelőnek úgy, hogy az átadáskor meghatározza a vállalkozására – az átadott vállalatának csoportjára – vonatkozó vagyonkezelési irányelveket és szabályokat. Ezzel még aktív korában képes lesz „kontrollálni a jövőt”, és meggyőződni a vállalkozás folytatásának mikéntjéről. Meghatározhatja azokat a vagyon értékmegőrzésére és értéknövekedésére vonatkozó elveket (vagyonkezelési elvek) és elképzeléseket – befektetési és osztalékfizetési politika, megtérülési és hozamelvárás – amelyek mentén a vállalatot a vagyonkezelőnek működtetnie kell. Az elszakadás történhet lépésenként is, mert a vagyonrendelő a vagyonkezelőben átmenetileg pozíciót is betölthet (ő lesz átmenetileg a vagyonkezelő, vagy annak testületében is vállalhat funkciót).
- (vi) *Felaprózódás elkerülése.* A vagyonrendelő tulajdonos a bizalmi vagyonkezelésbe adással megakadályozhatja, hogy az öröklés során a vállalkozásának feldarabolása megtörténjen, és tulajdonosi ellenérdekek alakuljanak ki. Ha a tulajdonosnak potenciálisan több örököse lehet (többes öröklés), akkor fennáll a veszélye, hogy halála után az örökösöknek eltérő lesz a preferenciájuk az örökségbe kapott tulajdonrészeikkel. Ellentétek alakulhatnak ki a vállalat működésével, növekedésével, az osztalékfizetéssel, befektetésekkel és a tulajdonhányad értékesítésével kapcsolatban, ami a vállalkozás egyben tartásának esélyeit, az értékmegőrzést és növekedést veszélyeztetheti. A bizalmi vagyonkezeléssel a vagyonrendelő képes „függetleníteni” a vagyont – azt a vagyonkezelőre bízva – úgy, hogy a szerződésben meghatározza: a kedvezményezettek mikor és milyen juttatásban részesüljenek. Az örökösök nem tulajdonhányadot, hanem kedvezményezettként a vagyonból származó, „annuitás jellegű hozamot” kapnak.

A bizalmi vagyonkezelés alkalmas eszköz utódlási helyzetek megoldására, mert képes a vállalkozás folyamatos működésének, a kontinuitásnak a biztosítására. Olyan átmenetileg vagy tartósan hiányzó képességeket és készségeket is képes közvetíteni, amelyek nincsenek meg, vagy amelyeket még nem szereztek meg az utódgenerációk. Képes olyan változásokat – professzionalizálódás, szervezeti, működési és irányítási struktúrák megváltoztatása – kikényszeríteni, amelyek a vállalkozás hosszú távú fennmaradását, az értékmegőrzést és az értéknövekedést szolgálják. A bizalmi vagyonkezelés a tulajdonosi utódlási stratégia megvalósításának is alkalmas eszköze, mert képes a vállalkozás és a család kapcsolatát a jövőben hosszú távon, zökkenőmentesen fenntartani.

5.2. Alkalmazásának előnyei és kockázatai

A vagyon – a családi vállalkozás – bizalmi vagyonkezelésbe adásával – azaz a tulajdonosi pozíció „meghatározott idejű (határidős)” átadásával – a vagyonrendelő képes lesz az örökléshez kapcsolható, heterogén tulajdonosi pozíció kialakulásának megelőzésére. Ezen túlmenően a saját maga és a kezelésbe adott vagyon – a vállalkozás – számára is olyan képességeket tud megszerezni, amelyekkel azelőtt nem rendelkezett, vagy amelyekhez az erőforrások addig hiányosan álltak rendelkezésre.

Jövőbeni kontrollt képes gyakorolni a vagyonrendelő a kezelésbe adott vagyonán. A családi vállalkozás bizalmi vagyonkezelésbe helyezésével az alapító tulajdonos még életében meg tudja határozni a vállalkozásnak az ő halála utáni, jövőbeni sorsát. A vagyonkezelési szerződésben megszabhatja a vagyonkezelési irányelveket, lefektetheti azon értékrendet, amely szerint a vállalkozást a jövőben a vagyonkezelőnek kezelnie kell. Meghatározhatja a vagyonkezelési alapelveket – értékmegőrzés elve, hozamelvárás elve, kockázatkerülés elve stb. – és a kezelt vagyonra vonatkozó befektetési irányelveket – értékállóság, hosszú távú befektetési szemlélet, hozammaximalizálás, diverzifikált portfóliókezelés elve stb. Kontrollálni lesz képes a bizalmi vagyonkezeléssel azt is, hogy a vállalkozás működtetése arra alkalmas személy (vagyonkezelő) kezelésébe kerüljön az alkalmatlan vagy nem felkészült örökös helyett.

Folyamatos működtetést képes biztosítani a vagyonkezelő személye, mert az átadott vagyon menedzselésének folyamatosságát akkor is garantálja, amikor a vagyonrendelő élethelyzetében változás vagy váratlan fordulat következik be. Az alapító tulajdonos a bizalmi vagyonkezeléssel biztosítani tudja vállalkozásának folyamatos működését a saját halála, betegsége vagy alkalmatlanná válása esetére. A vállalkozás tulajdonosi jogainak és a működtetés átadásával a tulajdonosi pozícióhoz kapcsolódó döntések – taggyűlési vagy közgyűlési jogkörök, az alaptőke felemelése, leszállítása, a vállalkozás eladása, osztalékfizetés, vállalati összeolvadás elhatározása stb. – a vagyonrendelő személyétől függetlenül fenntarthatóak lesznek a jövőben, biztosítva ezzel a vállalkozás folyamatos működőképességét.

Diszkréciót biztosít, mert a nem nyilvános vagyonkezelési szerződés lehetővé teszi, hogy a vagyonrendelő „láthatatlanná” váljon. A bizalmi vagyonkezeléssel a vagyontárgyat a vagyonrendelő meghatározott ideig a vagyonkezelő tulajdonába adja, aki azt a „külvilág” felé is sajátjaként kezeli, és ő jelenik meg tulajdonosként. A vagyonkezelő kerül bejegyzésre tulajdonosként a részvénykönyvbe, harmadik személyek felé ő jelenik meg közvetlenül szerződő félként.

Adózási előnyt és hozamot is biztosíthat a vagyonrendelő számára. Az adófizetési terheit optimalizálni tudja, mert a vállalkozás bizalmi vagyonkezelésbe adásával a tulajdonosi pozíció utáni jövedelmek – az osztalékjövedelem, az alaptőke le-

szállításából és egyéb tőketranzakciókból származó bevételek – a vagyonkezelőt illetik, és a vagyon rendelőjét az ezekből a mozgásokból származó jövedelmek utáni adófizetési kötelezettségek nem terhelik. A bizalmi vagyonkezeléssel a vagyonrendelő az általa kiválasztott vagyontárgyakat, valamint azok „hozamait és jövedelmeit” átadja a vagyon kezelője részére, és ezzel csökkentheti a saját adófizetési terheit.

A vagyon egyben tartását teszi lehetővé a vagyonrendelő számára, mert az örökösök közvetlen joga a kezelt vagyonon megszűnik. A bizalmi vagyonkezelésbe adással a tulajdonos elérheti, hogy a vállalkozása a halála után ne osztdjjon, többes öröklési vagy ellentétes érdekű örökösödési helyzetek kialakulása ne tudja a vállalkozás működését akadályozni. A tulajdonosi döntési mechanizmusok és a vállalkozás működésére vonatkozó döntések egységesek maradnak – a taggyűléseken vagy közgyűléseken nem alakulnak ki ellentétes álláspontok és helyzetek –, mert azt a vagyonkezelő személye és a vagyongazdálkodásért való kizárólagos felelőssége garantálja. Az örökösök csak a kedvezményezett juttatásokban részesülnek.

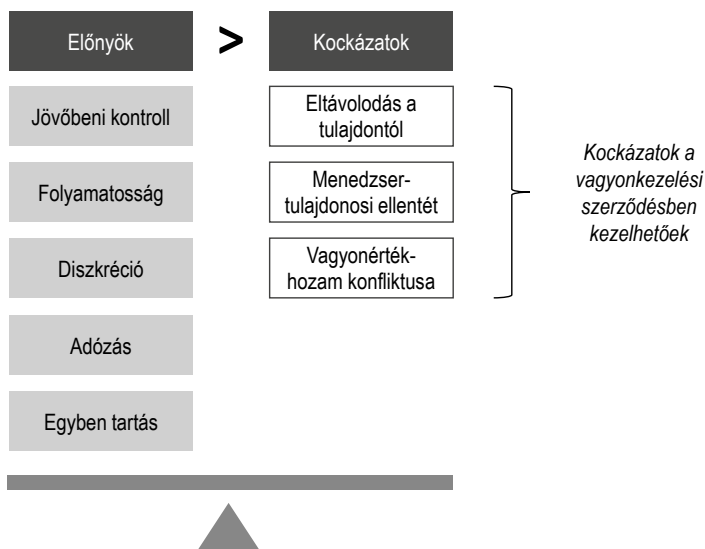
A bizalmi vagyonkezelésbe adás utat nyit a vállalkozás *professzionizálódása* előtt. A vagyonrendelőnek lehetősége nyílik arra, hogy a vagyonkezelőtől a vagyon kezelésére olyan képességeket szerezzen és olyan szakmai, iparági és technikai tudást rendeljen („tudástranszfer”), amellyel a vállalkozása azelőtt nem rendelkezett, vagy önmagától nem lenne képes felhalmozni. A vagyonrendelő így az átadott vállalkozásához – a vezetéshez és folyamatos működtetéshez, az üzleti kapcsolatainak fejlesztéséhez, a piaci növekedéséhez szükséges – szakmai ismereteket és kompetenciákat képes rendelni.

A vagyonkezelésbe adás lehetőséget ad a vállalkozás *üzemgazdasági optimalizálására*. A bizalmi vagyonkezelés keretében lehetőség nyílik arra, hogy a vállalkozás irányítása és működtetése szervezettebb keretekben történjen, intézményesüljenek a gazdálkodási, működési és döntési folyamatok. Mindez növeli a vállalati hatékonyságot, és optimálisabb működésiköltség-struktúrák kialakulásához vezet. A vállalkozás bizalmi vagyonkezelésbe adásával a vagyonrendelő tulajdonos „elszakad” a vállalkozásától. A vagyonkezelőnek lehetősége nyílik a vállalkozás belső átszervezésére, a különböző vállalati funkciók racionalizálására, a reorganizációra. A pénzügyi és informatikai folyamatokat átszervezheti, kontrollált folyamatokat vezethet be. Megjelennek a strukturált döntési mechanizmusok. Létrejöhhetnek a vezetői és döntési szintek, eljárási folyamatok, protokollok. A belső vállalati struktúra kialakulása pedig csökkenti a működésből eredő kockázatokat, és optimalizálja a költséget. A hatékony vezetői információs rendszer (kontrolling, üzleti intelligencia) kiépítése a döntések gyorsaságát és hatékonyságát növeli. A vállalkozás vagyonkezelésbe adásával a vállalkozás operatív működtetésének a joga – a rendelkezési jog – átkerül a vagyonrendelőtől a vagyonkezelőhöz.

A működés-működtetés kontrollja ezzel kikerül a vagyonrendelő hatásköréből. Ez adott esetben hátrányos is lehet, de a bizalmi vagyonkezelési szerződésben és a kiegészítő szabályrendszerekben korlátok között tarthatóak ezek a kockázatok.

6. ábra

A bizalmi vagyonkezelés előnyei és kockázatai



Forrás: saját szerkesztés

Eltávolodás a tulajdontól. A vagyonrendelő a vagyontárgy átadásával megszűnik tulajdonosként, csak szerződéses jogviszonyban marad a vagyon kezelőjével. A vagyonrendelő a vagyonkezelési szerződésben a tulajdonról való „lemondását” ellensúlyozhatja úgy, hogy meghatározza a vagyonra – a vagyonkezelésbe adott vállalkozásra – vonatkozó vagyonkezelési alapelveket és irányelveket. A bizalmi vagyonkezelési szerződésben a vagyonrendelő kijelölheti az általa fontosnak tartott, a kezelt vagyonra (átadott vállalkozásra) vonatkozó vagyonkezelési alapelveket – ilyen lehet az értékmegőrzés elve, a hozamelvárás elve, a kockázatkerülés elve, a likviditás elve – és a vagyonhoz kapcsolódó befektetési irányelveket – ilyen lehet a hosszú távú befektetési szemlélet fenntartása, a megfelelő szintű és mértékű kockázatkezelés, az üzleti tervezés alkalmazása, a megfelelő szakértelem és kompetencia biztosításának elve. A vagyonkezelőnek a vagyonkezelési szerződés betartására és az abban meghatározott elvekre vonatkozóan így kötelezettsége keletkezik.

A menedzser-tulajdonos ellentét kialakulása. A vállalkozás vagyonkezelőhöz transzferálása a vagyonrendelő részéről nemcsak a tulajdonjog „ elvesztését”, hanem gazdaságilag az operatív irányítási és menedzsmentjogok feladását is jelentheti. A menedzser-tulajdonos ellentét kialakulhat a vagyonkezelő érdekkörében is, ha a vagyonkezelő a vállalkozás irányítására magától különböző menedzsmentet alkalmaz. A vagyonrendelő a vagyonkezelési szerződésben és az annak alapján készülő további szerződésekben felkészülhet erre, és meghatározhat olyan elveket és irányokat, vagyonkezelési alapelveket – például az értékmegőrzés elve, a hozamelvárás elve, a kockázatkerülés elve, a likviditás elve – és befektetési irányelveket – például a célhoz kötöttség, a hosszú távú befektetési szemlélet, a megfelelően diverzifikált portfólió vagy a hozam maximalizálásának elve –, amelyek betartása kötelező, és emiatt szükségszerűen feloldják vagy enyhítik a menedzser-tulajdonos ellentétet és hatását.

Vagyonérték és hozam konfliktusa. A bizalmi vagyonkezelés során ellentmondás keletkezik a vagyon értékének megőrzése (értékmegőrzés), a vagyon értékének növekedése (értéknövekedés) és a vagynon elért hozam maximalizálása, a vagyomból biztosított kedvezményezetti juttatás között. A túlzott juttatások a működéshez és a vállalkozás növekedéséhez szükséges pénzeszközöket vonhatnak ki a vállalkozásból, csökkentve ezzel a vállalkozás jövedelemtermelő képességét és hátrányosan érintve, csökkentve a vagyon értékét. A vagyonkezelési szerződésben a megfelelő rendelkezésekkel fenntartható az egyensúly. A vagyonkezelési szerződésben a vagyonrendelő kifejezetten meghatározhatja az átadott vagyonnal – az átadott vállalkozással – kapcsolatos céljait (például a kezelt vagyon egységének a fenntartása, a vállalkozásnak a piaci és gazdasági folyamatokhoz való mindenkori alkalmazkodása, a vállalkozás profitabilitása, a tőkearányos nyereségtermelő képesség fenntartása stb.) és a kedvezményezetti juttatások elveit is (a kedvezményezettek mikor és milyen körülmények között részesülnek juttatásokban).

6. ÖSSZEGZÉS

Az utódlás kérdése a családi vállalkozások (és a kkv-k) kritikus eleme. Nemcsak azért, mert a vállalkozás növekedési és életpályáján adott időpontban megtörténő – a tulajdonosi pozíció változásához kapcsolódó –, a jövőt meghatározó esemény, hanem mert az aktus sikere több vállalati belső és külső tényezőnek a függvénye és többfajta, a természetes személyhez köthető kompetencia együttes meglétét feltételezi. Nincs két egyforma utódlási helyzet, de az utódlás kihat minden vállalati érintettre (stakeholder): a munkavállalókra, ügyfelekre, hitelezőkre, üzleti partnerekre.

A gazdasági-társadalmi helyzet, a családi (kkv) vállalkozások utódlási (exit) kényszere adott, a tulajdonosváltást és a tulajdonos-menedzsment szerepek (körök) szétválasztását vagy átadását a generációváltás időszakában meg kell oldani. A megvalósításnak az egyik alternatívája, amikor a tulajdonos nem kívánja, hogy érdekkörén kívül kerüljön a vállalkozása, és olyan formációt keres, amely biztosítja a vállalkozás családi érdekkörön belül tartását (maradását) generációkon átívelően, hosszabb távon. Ekkor egy közvetítő – a „helyettesítő” vagy „vagyonkezelői ék” – is beléphet, aki átmenetileg a tulajdont, a vállalkozást a tulajdonos vagy az általa meghatározott személyek érdekében (kedvezményezetttek részére) kezeli. Ez a vagyonkezelés időben vagy „térben” átmeneti. Időben átmeneti, amikor az új generáció még nem felkészült az átvételre – a tudást nem szerezte meg –, vagy az új generáció még vagy egyáltalán nem képes az átvételre – nem alkalmas, nincs meg a képessége az átvételre. „Térben” átmeneti, mert a vagyon tulajdonosai – a rendelkezési joggal rendelkezők – a jogviszony alatt változnak, miközben maga a vagyon is változik. A vagyonkezelőnek vissza kell adnia a megjelölt időpontban a kijelölt személynek. A harmadik személynek – a közvetítőnek – a megjelenése azonban felveti az ügynökelmélet problémáját, mivel ez a személy már a saját érdekeit is figyelembe fogja venni döntései meghozatalakor (principál-agent probléma).

Egy adott ország jogrendszere határozza meg azt, hogy milyen formális jogi intézmények állnak rendelkezésre ezen közvetítő funkció – a „helyettesítők”, a „vagyonkezelői ék” – szerepének a betöltésére. A szabályai befolyásolják a családi vállalkozások hosszú távú fennmaradását és életképességét, meghatározzák az „átadó” vagyonával való rendelkezésének szabadságfokát. Ha a rendelkezési szabadságot túlzottan korlátozza a jogi intézményrendszer, akkor a vagyon „halott pénzzé” válik (Carney–Gedajlovic–Strike, 2014), mert az utódlások során szétapródodik, vagy elvesztik felette a rendelkezési szabadságot.

Azt, hogy a gazdasági szereplők – a családi vállalkozás utódlási helyzetében és az öröklési stratégia kialakításakor a tulajdonos (alapító) – ténylegesen milyen szervezeti-formális konstrukciókat, jogi formákat vesznek igénybe a vagyonkezelői ékre, alapvetően három tényező határozza meg: 1) a végrendelkezés szabadságának mértéke – azaz, hogy a végrendelő halála után mennyire rendelkezhet szabadon vagyontárgyaival, 2) a közvetítő intézmények jelenléte – azaz, hogy létezik-e ténylegesen olyan jogi formáció, amely a vagyonnal való szabad rendelkezést biztosítja és a vagyon generációk közötti áramlását valamilyen formában nem korlátozza-e, és 3) a vagyonadó és öröklési adó (illeték) – azaz, hogy milyen adózási keretrendszer van az adott országban az örökhagyó halála esetén.

Létezik tehát egy gazdasági alap vagy üzleti helyzet. Ez objektív, mert a vállalkozást folytatni kell és fenn kell tartani – avagy legalábbis az a racionális szándék – a következő generációkra. A jogi felépítmény pedig meghatározza, hogy az

utódlást, a generációk közötti vagyontranszfer, az átadást milyen formációval, miként és milyen módon lehet megvalósítani.

Mind a gazdasági alapnak, mind a jogi felépítménynek vannak jellemzői. A gazdasági alap jellemzői a bemeneti változók. Ilyen bemeneti változók az adott vállalkozás fejlettsége, a tulajdonosi és menedzsment hatáskörök szétválasztásának mértéke, a vezetés és a szervezet professzionalizálódása, a digitalizáció mértéke és befogadottsága, a vállalati-szervezeti kultúra stb. A jogi felépítmény jellemzői a kimeneti változók, azaz, hogy milyen időtávra, milyen hatáskörökkel, milyen szabadságfokkal, milyen jogkörökkel képes és lehet az átadást megvalósítani. Ennek a közvetítő rendszernek – a vagyonkezelési éknek – az egyik formája a bizalmi vagyonkezelés, amelynek gazdasági tartalma a vagyonkezelés és a családi vállalkozás gazdálkodásának jellemzői. Jogi felépítménye a bizalmi vagyonkezelési szerződés, amely meghatározza a működtetésének a keretrendszerét és a felek egymás közötti viszonyát.

HIVATKOZÁSOK

Cikkek, könyvek

- ALDRICH, H. E. – CLIFF, J. E. (2003): The pervasive effects of family on entrepreneurship: toward a family embeddedness perspective. *Journal of Business Venturing*, 18(5), September, 573–596. [https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(03\)00011-9](https://doi.org/10.1016/S0883-9026(03)00011-9).
- ASTRACHAN, J. H. – KLEIN, S. B. – SMYRNIOS, K. X. (2002): The F-PEC Scale of Family Influence: A Proposal for Solving the Family Business Definition Problem. *Family Business Review*, XV(1), 45–58. <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2002.00045.x>.
- B. SZABÓ G. – ILLÉS I. – KOLOZS B. – MENYHEI Á. – SÁNDOR I. (2018): *A bizalmi vagyonkezelés (2., bővített és aktualizált kiadás)*. Budapest: HVG-ORAC Lap- és Könyvkiadó Kft.
- BARACH, J. A. – GANTISKY, J. – CARSON, J. A. – DOOCHIN, B. A. (1988): Entry of the Next Generation: Strategic Challenge for Family Business. *Journal of Small Business Management*, 26(2), 49–56.
- BENNETSEN, M. – NIELSEN, K. M. – PEREZ-GONZALEZ, F. – WOLFENZON, D. (2007): Inside the Family Firm: The Role of Families in Succession Decision and Performance. *Quarterly Journal of Economics*, 122(2), 647–691. <https://doi.org/10.1162/qjec.122.2.647>.
- BÉKÉS ÁDÁM – BÉKÉS BALÁZS (szerk.) – DRÓTOS GYÖRGY – HAJDU TIBOR – MENYHÁRD ATTILA – SIPOS PÉTER – SOMSSICH RÉKA – AJAY WILTSHIRE – CHRISTOPHER MCKENZIE – CIAN O’ROURKE – CLAUDIA SHAN – EVA STADLER – JOHANNES GASSER – NIKLAS SCHMIDT – PATRICIA WOO (2020): *A bizalmi vagyonkezelés kézikönyve*. Budapest: Wolters Kluwer Hungary. ISBN 978 963 295 968 9.
- CARNEY, M. – GEDAJLOVIC, E. – STRIKE, V. M. (2014): Dead Money: Inheritance Law and the Longevity of Family Firms. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 38(6), 1261–1283. DOI: <https://doi.org/10.1111/etap.12123>.
- CARR, J. C. – CHRISMAN, J. J. – CHUA, J. H. – STEIER, L. P. (2016): Family Firm Challenges in Intergenerational Wealth Transfer. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 40(6), 1197–1208. DOI: <https://doi.org/10.1111/etap.12240>.

- CHANDLER, G. (2015): Control Structures Used in Family Business to Manage Wealth: Operationalization of Antecedent and Outcome Variables. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 39(6), 1305–1312. DOI: <https://doi.org/10.1111/etap.12175>.
- CHILD, J. – RODRIGUES, S. B. (2003): Corporate Governance and New Organizational Forms: Issues of Double and Multiple Agency. *Journal of Management and Governance*, 7(4), 337–360. DOI: <https://doi.org/10.1023/A:1026210608769>.
- CHIRICO, F. – GÓMEZ-MEJIA, L. R. – HELLERSTEDT, K. – WITHERS, M. – NORDQVIST, M. (2020): To Merge, Sell, or Liquidate? Socioemotional Wealth, Family Control, and the Choice of Business Exit. *Journal of Management*, 46(8), 1342–1379. DOI: <https://doi.org/10.1177/0149206318818723>.
- CHITTOOR, R. – DAS, R. (2007): Professionalization of Management and Succession Performance: A Vital Linkage. *Family Business Review*, 20(1), 65–79. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2007.00084.x>.
- CHRISMAN, J. J. – CHUA, J. H. – PEARSON, A. W. – BARNETT, T. (2012): Family Involvement, Family Influence, and Family-Centered Non-Economic Goals in Small Firms. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 36(2), 267–293. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2010.00407.x>.
- CHUA, J. H. – CHRISMAN, J. J. – SHARMA, P. (1999): Defining the Family Business by Behavior. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 23(4), 19–39. DOI: <https://doi.org/10.1177/104225879902300402>.
- DEKKER, J. C. – LYBAERT, N. – STEIJVERS, T. – DEPAIRE, B. – MERCKEN, R. (2013): Family Firm Types Based on the Professionalization Construct: Exploratory Research. *Family Business Review*, 26(1), 81–99. DOI: <https://doi.org/10.1177/0894486512445614>.
- DEKKER, J. C. – LYBAERT, N. – STEIJVERS, T. – DEPAIRE, B. (2015): The Effect of Family Business Professionalization as a Multidimensional Construct on Firm Performance. *Journal of Small Business Management*, 53(2), 516–538. DOI: <https://doi.org/10.1111/jsbm.12082>.
- DETIENNE, D. R. – CHIRICO, F. (2013): Exit Strategies in Family Firms: How Socioemotional Wealth Drives the Threshold of Performance. *Entrepreneurship: Theory & Practice*, 37(6), 1297–1318. DOI: <https://doi.org/10.1111/etap.12067>.
- DYER, W. G. (1989): Integrating Professional Management into a Family Owned Business. *Family Business Review*, 2(3), 221–235. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.1989.00221.x>.
- EDDLESTON, K. A. – KELLERMANN, F. W. (2007): Destructive and productive family relationships: A stewardship theory perspective. *Journal of Business Venturing*, 22(4), 545–565. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2006.06.004>.
- EDDLESTON, K. A. – KELLERMANN, F. W. – FLOYD, S. W. – CRITTENDEN, V. L. – CRITTENDEN, W. F. (2013): Planning for growth: Life stage differences in family firms. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 37(5), 1177–1202. DOI: <https://doi.org/10.1111/etap.12002>.
- ELLUL, A. – PAGANO, M. – PANUNZI, F. (2010): Inheritance Law and Investment in Family Firms. *The American Economic Review*, 100(5), 2414–2450.
- FRIEDE, G. – BUSCH, T. – BASSEN, A. (2015): ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(4), 210–233. DOI: <https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917>.
- GERSICK, K. E. – LANSBERG, I. – DESJARDINS, M. – DUNN, B. (1999): Stages and Transitions: Managing Change in the Family Business. *Family Business Review*, 12(4), 287–297. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.1999.00287.x>.
- GERSICK, K. E. – DAVIS, J. A. – MCCOLLOM HAMPTON, M. – LANSBERG, I. (1997): *Generation to Generation: Life Cycles of the Family Business*. Boston: Harvard Business Review Press.
- GIMENO, J. – FOLTA, T. B. – COOPER, A. C. – WOO, C. Y. (1997): Survival of the Fittest? Entrepreneurial Human Capital and the Persistence of Underperforming Firms. *Administrative Science Quarterly*, 42(4), 750–783. DOI: <https://doi.org/10.2307/2393656>.

- GIOVANNONI, E. – MARAGHINI, M. P. – RICCABONI, A. (2011): Transmitting Knowledge Across Generations: The Role of Management Accounting Practices. *Family Business Review*, 24(2), 126–150. DOI: <https://doi.org/10.1177/0894486511406722>.
- JENSEN, M. C. – MECKLING, W. H. (1976): Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. *Journal of Financial Economics*, 3(4), 305–360.
- KÁSA R. – RADÁCSI L. – CSÁKNÉ FILEP J. (2017): Családi vállalkozások Magyarországon. *BGE Budapest Lab Working Paper Series*, 4.
- KELLERMANNNS, F. W. (2005): Family Firm Resource Management: Commentary and Extensions. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 29(3), 313–319. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2005.00085.x>.
- KELLERMANNNS, F. W. – EDDLESTON, K. A. – BARNETT, T. – PEARSON, A. (2008): An Exploratory Study of Family Member Characteristics and Involvement: Effects on Entrepreneurial Behavior in the Family Firm. *Family Business Review*, 21(1), 1–14. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2007.00107.x>.
- KENNEY, M. – ZYSMAN, J. (2016): The Rise of the Platform Economy. *Issues in Science & Technology*, 32(3), 61–69.
- KLEIN, S. B. – BELL, F.-A. (2007): Non-Family Executives in Family Businesses: A Literature Review. *Electronic Journal of Family Business Studies*, 1(1), 19–37.
- LÁBÁDY T. (2017): *A magánjog általános tana*. 4. kiadás (változatlan utánnomás), Budapest: Szent István Társulat. ISBN 978 963 277 458 9.
- LE BRETON-MILLER, I. – MILLER, D. (2013): Socioemotional Wealth across the Family Firm Life Cycle: A Commentary on “Family Business Survival and the Role of Boards”. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 37(6), 1391–1397. DOI: <https://doi.org/10.1111/etap.12072>.
- LEE, K. S. – LIM, G. H. – LIM, W. S. (2003): Family Business Succession: Appropriation Risk and Choice of Successor. *The Academy Management Review*, 28(4), 657–666. DOI: <https://doi.org/10.5465/amr.2003.10899446>.
- MEHROTRA, V. – MORCK, R. – SHIM, J. – WIWATTANAKANTANG, Y. (2011): Must love kill the family firm? Some exploratory evidence. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 35(6), 1121–1148. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2011.00494.x>.
- MURRAY, B. (2003): The Succession Transition Process: A Longitudinal Perspective. *Family Business Review*, 16(1), 17–33. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2003.00017.x>.
- RUTHERFORD, M. W. – KURATKO, D. F. – HOLT, D. T. (2008): Examining the Link Between ‘Familiness’ and Performance: Can the F-PEC Untangle the Family Business Theory Jungle? *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 32(6), 1089–1109. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-6520.2008.00275.x>.
- STEIER, L. (2001): Next-generation entrepreneurs and succession: An exploratory study of modes and means of managing social capital. *Family Business Review*, 14(3), 259–276. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.2001.00259.x>.
- STEWART, A. – HITT, M. A. (2012): Why Can’t a Family Business Be More Like a Nonfamily Business? Modes of Professionalization in Family Firms. *Family Business Review*, 25(1), 58–86. DOI: <https://doi.org/10.1177/0894486511421665>.
- TAGIURI, R. – DAVIS, J. (1996): Bivalent Attributes of the Family Firm. *Family Business Review*, 9(2), 199–208. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1741-6248.1996.00199.x>.
- VÉKÁS L. – GÁRDOS P. (szerk.) (2018): *Kommentár a Polgári Törvénykönyvhöz*. Budapest: Wolters Kluwer Kft.
- WARD, J. L. (2004): *Perpetuating the family business: 50 lessons learned from long-lasting success*. New York: Palgrave Macmillan. ISBN 1–4039–3397–9.

- WESTHEAD, P. – WRIGHT, M. (1998): Novice, portfolio, and serial founders: are they different? *Journal of Business Venturing*, 13(3), 173–204. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0883-9026\(97\)90002-1](https://doi.org/10.1016/S0883-9026(97)90002-1).
- WIESZT, A. – DRÓTOS, Gy. (2018): Családi vállalkozások Magyarországon. In KOLOSÍ TAMÁS – TÓTH ISTVÁN GYÖRGY (szerk.) (2018): *Társadalmi Riport 2018*. Budapest: TÁRKI Zrt.
- WILSON, N. – WRIGHT, M. – SCHOLES, L. (2013): Family business survival and the role of boards. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 37(6), 1369–1389. DOI: <https://doi.org/10.1111/etap.12071>.
- ZELLWEGER, T. M. (2017): *Managing the Family Business – Theory and practice*. Edward Elgar Publishing Inv. ISBN 978 1 78347 070 9.
- ZELLWEGER, T. M. – KAMMERLANDER, N. (2015): Family, Wealth, and Governance: An Agency Account. *Entrepreneurship: Theory and Practice*, 39(6), 1281–1303. DOI: <https://doi.org/10.1111/etap.12182>.
- ZELLWEGER, T. M. – KELLERMANN, F. W. – CHRISMAN, J. J. – CHUA, J. H. (2012): Family control and family firm valuation by family CEOs: The importance of intentions for transgenerational control. *Organization Science*, 23(3), 851–868. DOI: <https://doi.org/10.1287/orsc.1110.0665>.

Letöltések, hozzáférések

- Európai Bizottság (2020): Felhasználói útmutató a kkv-k fogalommeghatározásához. Luxembourg: Az Európai Unió Kiadóhivatala. <https://op.europa.eu/hu/publication-detail/-/publication/756d9260-ee54-11ea-991b-01aa75ed71a1/language-hu/format-PDF/source-265057827> (letöltve: 2021.10.01.).
- European Commission (2015): Final Report of the Expert Group (2009) ‘Overview of Family Business Relevant Issues: Research, Networks, Policy Measures and Existing Studies’ November 2019., Ref. Ares(2015)2102740 – 20/05/2015.
- KMU Forschung Austria, Austrian Institute for SME Research. Overview of Family Business Relevant Issues (2008): Contract No. 30-CE-0164021/00-51, Final Report, Vienna 2008. Ref. Ares(2015)2102781 – 20/05/2015 (The study is conducted on behalf of the European Commission, Enterprise and Industry Directorate-General), 175.
- KSH (2020) Társas vállalkozások száma, URL: https://www.ksh.hu/KSH_Tarsas_vallalkozasok_szama_1990-2010_3_2_1_1i/ https://www.ksh.hu/KSH_Tarsas_vallalkozasok_szama_2010-2014_3_2_1_2i/ https://www.ksh.hu/KSH_Tarsas_vallalkozasok_szama_2014-2019_3_2_1_3i/ (hozzáférés: 2020.10.22).

Jogszabályok

2013. évi V. törvény a Polgári Törvénykönyvről
2014. évi XV. törvény a bizalmi vagyonkezelőkről és tevékenységük szabályairól (Bvktv)
- 87/2014. (III. 20.) Korm. rendelet a bizalmi vagyonkezelő vállalkozások pénzügyi biztosítékainak egyes szabályairól

A MAGYAR NEMZETI BANK PIACFELÜGYELETI ELJÁRÁSA MINT HATÓSÁGI ELJÁRÁS

Sereg Péter¹

ABSZTRAKT

Jelen tanulmány keretei között a Magyar Nemzeti Bank (a továbbiakban: MNB vagy Felügyelet) hatósági eljárásai közül a piacfelügyeleti eljárását szeretném eljárásjogi szempontból elemezni. Eddigi kutatásaim során a piacfelügyelet tudományos feldolgozásával nem, vagy csak rövidebb cikkek erejéig találkoztam, az elmúlt évtized jogalkalmazási gyakorlata pedig időszerűvé tette a téma tudományos megalapozását is. A piacfelügyeleti eljárás során az ügyfél sokszor nem rendelkezik megfelelő ismeretekkel az eljárás mibenlétét illetően, ezt figyelembe véve törekedtem egy olyan munka elkészítésére, amely segítséget nyújthat ezen személyek számára. A következőkben tekintünk át a piacfelügyeleti eljárásra vonatkozó jogszabályokat, az eljárás ügyfelét, tárgyát, menetét, speciális eljárásjogi aktusait, az eljárásban megismerhető adatokat és azok kezelését, az eljárás során megállapítható jogkövetkezményeket, és végül alkossuk meg a piacfelügyeleti eljárás fogalmát.

JEL-kódok: E58, K10

Kulcsszavak: Magyar Nemzeti Bank, jegybank, piacfelügyelet, közigazgatási hatósági eljárás

1. BEVEZETÉS

Általánosságban kijelenthető, hogy az MNB a közigazgatási hatósági eljárásai során a preventív szemléletet érvényesíti, ennek megfelelően a piacfelügyeleti eljárásaiban nem a jogsértések utólagos szankcionálása a cél, hanem a jövőbeni esetleges piacfelügyeleti kockázatok kialakulásának a megakadályozása és a kezelése.² A piacfelügyeleti eljárás egy olyan speciális hatósági eljárás, amely során

¹ Sereg Péter jogász, okleveles közgazdász, pénzügyi szakjogász, PhD-hallgató, az Igazságügyi Minisztérium Közigazgatási Államtitkári Titkárság titkárságvezetője. E-mail: drseregpeter@gmail.com.

² DR. BABAI-BELÁNSZKY TAMÁS – DR. BARNÓCZKI PÉTER – DR. KARDOS GYULA (2017): Piacfelügyeleti és fogyasztóvédelmi eljárások, in LEHMANN KRISTÓF – PALOTAI DÁNIEL – VIRÁG BARNABÁS (szerk.) (2017): *A magyar út – Célzott jegybanki politika*. Budapest: Magyar Nemzeti Bank, 905. (a továbbiakban: Babai-Belánszky-Barnóczki-Kardos, 2017).

az MNB mint hatóság lép fel, ha a pénzügyi piac szereplői bizonyos magatartást tanúsítanak.

A piacfelügyeleti eljárás törvényi szabályait elsősorban a Magyar Nemzeti Bankról szóló 2013. évi CXXXIX. törvény (a továbbiakban: Jegybanktörvény) határozza meg. A piacfelügyeleti eljárás az MNB-nek a mikroprudenciális felügyeleti tevékenységei közé tartozó³, speciális hatósági eljárása, és mint ilyen – a különös szabályoktól az általános felé haladva – vonatkoznak rá a Jegybanktörvény Piacfelügyeleti eljárásról szóló VII. fejezetének 30. alcíme, a hatósági eljárások közös szabályait tartalmazó Jegybanktörvény VI. fejezete és az általános közigazgatási rendtartásról szóló 2016. évi CL. törvény (a továbbiakban: Ákr.) bizonyos rendelkezései is.

Fontosnak tartom megjegyezni, hogy a piacfelügyeleti eljárás eljárásjogi vizsgálata áll jelen munka középpontjában, az eljárás során alkalmazandó anyagi jog vizsgálata annak terjedelme és komplexitása miatt nem képezi tárgyát. Tekintettel arra, hogy a kutatásom alatt nem találkoztam a piacfelügyeleti eljárás fogalmával, így célul tűztem ki, hogy a tanulmány végére egy általános fogalmat tudjak alkotni erre a speciális felügyeleti hatósági eljárásra két okból kifolyólag. Egyrészt, hogy a piacfelügyelettel nem foglalkozó, laikus személyek számára is értelmezhető legyen az eljárás mibenléte és természete, másrészt, hogy a jogász és közgazdász szakemberek számára egyértelműen meghatározhatóvá váljon, hogy milyen jellegű eljárás a piacfelügyeleti eljárás. Ehhez a fogalomismerethez eddig a piacfelügyeleti eljárás törvényi szabályainak részletes tanulmányozására volt szükség.

2. A PIACFELÜGYELETI ELJÁRÁS

2.1. A piacfelügyeleti eljárásra vonatkozó jogszabályok

Ahogy a bevezetőben is említettük, a piacfelügyeleti eljárásra – az általánostól a különös felé haladva – az Ákr., a hatósági eljárások közös szabályait tartalmazó Jegybanktörvény VI. fejezete és a Jegybanktörvény Piacfelügyeleti eljárásról szóló VII. fejezetének 30. alcíme az irányadó eljárásjogi joganyag, amelyek közül az utóbbi teljes egészében a piacfelügyeleti eljárás speciális szabályait tartalmazza. Tekintettel arra, hogy jelen munka célja a piacfelügyeleti eljárás elemzése, az Ákr.-

³ DR. KANDRÁCS CSABA – FENYVESI RÉKA – SEREGDI LÁSZLÓ – VARGA BENCE – SZEGFŰ LÁSZLÓ PÉTER (2018): Bankszabályozás és bankfelügyelés, in FÁBIÁN GERGELY – VIRÁG BARNABÁS (szerk.): *Bankok a történelemben: innovációk és válságok*. Az MNB könyvsorozata. Budapest: Magyar Nemzeti Bank, 749. (a továbbiakban: Kandrács-Fenyvesi-Seregdi-Varga-Szegfű, 2018).

nek mint mögöttes háttérjogszabálynak az ismertetése csak annyiban történik meg, amennyiben a speciális MNB hatósági eljárás bemutatása ezt megkívánja.

Az Ákr. 8. § (1) bekezdésének f) pontja kimondja, hogy az Ákr. „hatálya nem terjed ki a Magyar Nemzeti Banknak a Magyar Nemzeti Bankról szóló 2013. évi CXXXIX. törvény 4. § (2) és (5)-(9) bekezdéseiben, valamint a bizalmi vagyongazdálkodásról és a tevékenységük szabályairól szóló 2014. évi XV. törvényben meghatározott feladatkörével összefüggő hatósági eljárásokra.”⁴ Ennek megfelelően az MNB hatósági eljárásai úgynevezett kivett eljárásoknak minősülnek, amely azt jelenti, hogy ezekre az eljárástípusokra – főszabály szerint, általánosságban és elsődlegesen – nem az Ákr. szabályai alkalmazandóak.⁵ Ez azonban mégsem jelenti az Ákr. teljes mellőzöttségét az ilyen speciális hatósági eljárásokban, ugyanis a különös eljárási jogszabályok ilyenkor rögzítik, hogy mely esetekben lesz a különös szabály mögöttesen alkalmazandó rendelkezése az általános, Ákr.-ben található szabály.⁶

Az Ákr. ezen dogmatikai szabályát követve a Jegybanktvörvény 46. § (1) bekezdése úgy rendelkezik, hogy a Felügyeletnek „törvényben meghatározott hatósági eljárása és ellenőrzése során az e törvényben”, és bizonyos ágazati törvényekben nem szabályozott kérdésekben az Ákr. ezen szakaszának (2) bekezdésében meghatározott rendelkezéseit megfelelően kell alkalmazni. A következő táblázatban találhatóak azok az esetkörök, amelyek esetében az Ákr. szabályait kell megfelelően alkalmazni.

4 HAJAS BARNABÁS (2020): Alapelvek és a törvény hatálya, I. fejezet. In PETRIK FERENC (szerk.) (2020): *A közigazgatási eljárás szabályai I. Az általános közigazgatási rendtartás magyarázata*. 4. kiadás, I. kötet. Budapest: HVG-ORAC Lap és Könyvkiadó Kft., 19. (a továbbiakban: Ákr. kommentár, 2020).

5 Ákr. kommentár, 2020:19–20; lásd még BOROS ANITA (2019): A közigazgatási eljárás és eljárásjog fogalma és rendszere, in BOROS ANITA – DARÁK PÉTER (szerk.) (2020): *Az általános közigazgatási rendtartás szabályai*. Budapest: NKE. https://antk.uni-nke.hu/document/akk-uni-nke-hu/Az%20%C3%A1ltal%C3%A1nos%20k%C3%B6zigazgat%C3%A1si%20rendtart%C3%A1s%20szab%C3%A1lyai_190128.pdf (letöltve: 2022.15.16. (a továbbiakban: Boros, 2019), 8. o.; BALOGH-BÉKÉSI NÓRA (2019): A közigazgatási eljárásjog alapelvei, hatályai, in BOROS ANITA – DARÁK PÉTER (szerk.) (2019): *Az általános közigazgatási rendtartás szabályai*. Budapest: NKE, https://antk.uni-nke.hu/document/akk-uni-nke-hu/Az%20%C3%A1ltal%C3%A1nos%20k%C3%B6zigazgat%C3%A1si%20rendtart%C3%A1s%20szab%C3%A1lyai_190128.pdf (letöltve: 2022. március 16., a továbbiakban: Balogh-Békési, 2019:34–35.).

6 Ákr. kommentár, 2020:19–20; lásd még: BOROS, 2019:8.; BALOGH-BÉKÉSI, 2019:34–35.

1. táblázat

Az Ákr.-nek az MNB hatósági eljárásaiban alkalmazandó szabályai

Az Ákr. szabályait kell megfelelően alkalmazni	
1.	az alapelvek szerepére, a jogszerűség elvére, a hivatalbóliság elvére, a hatékonyság elvére, az ügyfélre vonatkozó alapelvekre, a jóhiszeműség elvére és a bizalmi elvre,
2.	az eljárási képességre és a képviselőre,
2a.	a 15. § (2) bekezdésében meghatározott eljárási kötelezettségre,
3.	a hatáskör és az illetékesség vizsgálatára, a hatásköri és illetékességi vitára,
4.	a megkeresés szabályaira,
5.	az adatkezelésre, az adatok zárt kezelésére,
6.	a kiskorú, a cselekvőképtelen és a cselekvőképességében részlegesen korlátozott nagykorú, valamint a fogyatékossgal élő személy eljárási védelmére,
7.	a támogatóra,
8.	a szakhatóság közreműködésére,
9.	az igazolási kérelemre,
10.	az idézés általános szabályaira, az idézett személy megjelenési kötelezettségére,
11.	a tényállás tisztázására, az ügyfél nyilatkozattételre való felhívására,
12.	a tanúra, a szemlére, a szakértőre, a tolmácsra, a bizonyítékok ügyféllel való ismertetésére,
13.	az eljárási cselekmények rögzítésére, a hatósági tanúra,
14.	a döntés közlésének általános szabályaira, a kézbesítési meghatalmazottra,
15.	a döntés kijavítására, a döntés kiegészítésére,
16.	a hatósági bizonyítványra, igazolványra és nyilvántartásra,
17.	a zár alá vételre és lefoglalásra,
18.	– a fellebbezés és a felügyeleti eljárás kivételével – a jogorvoslatra, az eljárási költségre vonatkozó általános szabályokra,
19.	az eljárási költség viselésére, az eljárási költség előlegezésére, az eljárási költség viseléséről szóló döntésre.

A fenti felsorolásból egyértelműen megállapítható, hogy a jogalkotó azon esetekben hagyta meg mögöttes szabályként az Ákr. rendelkezéseinek alkalmazását az MNB hatósági eljárásaiban, amelyek kellően általánosak ahhoz, hogy alkalmazni lehessen őket. A következőkben tekintsük át a piacfelügyeleti eljárás speciális eljárásjogi jogintézményeit és fogalmait.

2.2. Az ügyfél a piacfelügyeleti eljárásban

A piacfelügyeleti eljárásnak az MNB-n kívüli, másik nélkülözhetetlen szereplője – a többi közigazgatási hatósági eljáráshoz hasonlóan – nem más, mint az ügyfél. A Jegybanktörvény 47. § (1) bekezdése kimondja, hogy „az MNB engedélyezési, ellenőrzési, fogyasztóvédelmi ellenőrzési, piacfelügyeleti eljárásában, felügyeleti ellenőrzése során, továbbá a 45. § f) pontjában meghatározott eljárásban ügyfél az,

- a) akire nézve az MNB jogot vagy kötelezettséget állapíthat meg,
- b) akit az MNB ellenőrzése alá von,
- c) aki engedélyezés iránt az MNB-hez kérelmet nyújt be,
- d) aki fogyasztóként fogyasztóvédelmi ellenőrzési eljárás lefolytatása iránti kérelmet nyújt be, vagy
- e) akire nézve az MNB által vezetett közhiteles hatósági nyilvántartás adatot tartalmaz.”

Természetesen a fenti felsorolás általánosságban határozza meg az ügyfél fogalmát az MNB hatósági eljárásaira vonatkozóan, ennek megfelelően a taxatív felsorolás nem mindegyik pontját lehet értelmezni a piacfelügyeleti eljárás esetében.

Tekintettel arra, hogy a Jegybanktörvény 90. § (1) bekezdése úgy kezdődik, hogy „Az MNB piacfelügyeleti eljárást indít...”, ennek következtében ez az eljárástípus hivatalból indul eljárásnak minősül, amely vagy magánszemélytől származó bejelentés alapján, vagy hatóságtól érkező jelzés következtében, vagy az MNB monitoringtevékenysége közben észlelt szabálytalanságra utaló gyanú esetén kezdődik meg.⁷

Ezt a logikát követve a piacfelügyeleti eljárás ügyfele – talán „az eljárás alá vont természetes vagy jogi személy” kifejezés jobban leírná a piacfelügyeleti eljárás mibenlétét annak legjellemzőbb lezárására tekintettel –, a legtöbb esetben az lehet, akire nézve az MNB jogot vagy kötelezettséget állapíthat meg, illetve akit az MNB az ellenőrzése alá von.⁸

⁷ MNB (2014): *Pénzügyi fogyasztóvédelmi és piacfelügyeleti jelentés*. Budapest: Magyar Nemzeti Bank (a továbbiakban: MNB piacfelügyeleti jelentés), 42.

⁸ Jegybanktörvény 47. § (1) bekezdés a) és b) pontjai

2.3. A piacfelügyeleti eljárás tárgya és menete

A piacfelügyeleti eljárás megindításának eseteit a Jegybanktörvény két szakaszában is rögzítették, először a Felügyeleti feladatokról szóló V. fejezet 42. § g) és l) pontjaiban, majd a Piacfelügyeleti eljárásról szóló 30. alcím 90. § (1) bekezdésében.

A könnyebb áttekinthetőség érdekében az alábbi táblázatban szerepelnek az említett két szakasz rendelkezései, térben egymáshoz igazítva.

2. táblázat

Az MNB piacfelügyeleti eljárás megindításának esetei

Az MNB piacfelügyeleti eljárást indít	
Jegybanktörvény 42. § g) és l) pontjai	Jegybanktörvény 90. § (1) bekezdése
az engedély nélkül vagy bejelentés hiányában végzett tevékenység észlelése esetén;	a) engedély nélkül vagy bejelentés hiányában végzett pénzügyi szolgáltatási, kiegészítő pénzügyi szolgáltatási, tőzsdei, árutőzsdei szolgáltatási, befektetési alapkezelési, központi értéktári, önkéntes kölcsönös biztosító pénztári, magánnyugdíjpénztári, biztosítási, viszontbiztosítási, foglalkoztatói nyugdíj szolgáltatási, befektetési szolgáltatási tevékenység, kiegészítő szolgáltatás, közvetítői (ügynöki) tevékenység gyanúja esetén. ⁹
a bennfentes kereskedelem vagy piacbefolyásolás (a továbbiakban ideértve a 1031/2010/EU bizottsági rendelet 37–42. cikkében írt bennfentes kereskedelmet, illetve piaci manipulációt) gyanúja esetén;	b) bennfentes kereskedelem vagy piacbefolyásolás, valamint bennfentes információ jogosulatlan közzétételének gyanúja esetén,
a bennfentes személyre vonatkozó bejelentési és közzétételi kötelezettségre vonatkozó szabályok ellenőrzése céljából;	c) az 596/2014/EU rendelet szerinti vezetői feladatokat ellátó személyekre és adott esetben az 596/2014/EU rendelet szerinti velük szoros kapcsolatban álló személyekre vonatkozó bejelentési kötelezettségre vonatkozó szabályok ellenőrzése céljából,
ellenőrzi a nyilvánosan működő részvénytársaságban történő befolyásszerzéssel kapcsolatos szabályok és elvek betartását,	d) a vállalatfelvásárlásra vonatkozó szabályok ellenőrzése céljából,
továbbá a 236/2012/EU európai parlamenti és tanácsi rendelet 5-8. cikkében előírt bejelentési és közzétételi kötelezettségre és 12-14. cikkében előírt fedezetlen ügyletek korlátozására vonatkozó szabályok ellenőrzése céljából.	e) a 236/2012/EU európai parlamenti és tanácsi rendelet 5-8. cikkében előírt bejelentési és közzétételi kötelezettségre és 12-14. cikkében előírt fedezetlen ügyletek korlátozására vonatkozó szabályok ellenőrzése céljából [az a)–e) pont a továbbiakban együtt: piacfelügyeleti eljárás].

⁹ A Kúria mint felülvizsgáló bíróság Kfv. 35.642/2016/6. számú ítéletének [35] pontja; lásd még: A Kúria mint felülvizsgáló bíróság Kfv. 35.588/2016/10. számú ítéletének [38] pontja; BH 2019. 281. [33] pont; A Kúria mint felülvizsgáló bíróság Kfv. 35.220/2018/9. számú ítéletének [33] pontja.

Mint látható, az MNB piacfelügyeleti eljárása tevékenység alapú eljárásnak minősül, azaz olyan pénzügyi szolgáltatáshoz, illetve tevékenységhez, befektetési szolgáltatáshoz vagy közvetítői tevékenységhez kapcsolódik, amely bizonyos esetekben a Felügyelet engedélyéhez, más esetekben pedig az MNB felé történő bejelentéshez kötött.¹⁰ A piacfelügyeleti eljárás megindításának alapját részben ezen kötelezettségek MNB-hez történő közléseinek az elmulasztása, részben pedig magának a jogosulatlan tevékenységeknek a végzése jelenti. Ez azzal magyarázható, hogy természetesen egy tőkepiaci visszaélés – például bennfentes kereskedelem – esetében nehezen elképzelhető az MNB irányába történő engedély megkérése vagy bejelentés megtétele. A konkrét tevékenységek vizsgálata nem tárgya a jelen munkának, tekintettel arra, hogy nem a piacfelügyeleti eljárás anyagi jogi, hanem eljárásjogi vetülete áll a vizsgálat fókuszában.

A piacfelügyeleti eljárás és az ellenőrzési eljárás egymáshoz való viszonya tekintetében fontos rögzíteni, hogy „az ellenőrzési eljárás szabályait a Jegybanktv. 27. pontja, míg a piacfelügyeleti eljárásra irányadó rendelkezéseket a 30. alcím rögzíti.”¹¹ A piacfelügyeleti eljárás és az ellenőrzési eljárás relációjában az előbbi annyiban ad szélesebb „mozgásteret” az MNB számára, hogy annak „gyakorlása, valamint az adatszolgáltatás iránti igények nem feltétlenül köthetők egyes hatósági határozatok ellenőrzéséhez, jogszabályok betartásának ellenőrzéséhez vagy egyetlen ügyfélhez.”¹²

A piacfelügyeleti eljárás lefolytatására vonatkozó törvényi szabály lényeges változása történt meg 2018-ban, amikor az ügyintézési határidőre vonatkozó rendelkezés az alábbiak szerint módosult. A Jegybanktv. – jelenleg is hatályos – 90. § (2) bekezdése ugyanis kimondja, hogy „az (1) bekezdés a)-d) pontjában meghatározott piacfelügyeleti eljárásban az ügyintézési határidő az ellenőrzés hivatalból történő megindításának napjától számított

- a) hat hónap a hatósági ellenőrzési eljárás lefolytatására, továbbá
- b) jogszabálysértés megállapítása esetén további három hónap a hatósági eljárás lefolytatására.”

A piacfelügyeleti eljárást ezen rendelkezés alapján két szakaszra lehet osztani: az első szakasz a hatósági ellenőrzési eljárás, a második része pedig – amennyiben a Felügyelet jogszabálysértést állapít meg – a hatósági eljárás. Az előbbi hat, míg az

¹⁰ BABAI-BELÁNSZKY-BARNÓCZKI-KARDOS, 2017:906–907.

¹¹ BH 2017. 248. [24] pont; lásd még: A Kúria mint felülvizsgáló bíróság Kfv. 35.761/2015/8. számú ítéletének [29] pontja

¹² KÁLMÁN JÁNOS (2016): A pénzügyi közvetítőrendszer makroprudenciális szabályozásának és felügyeletének közigazgatási jogi aspektusai – normativitás, szervezet, eszközzrendszer. *Hitelintézet Szemle*, 15(3), 41–42.

utóbbi három hónapig tart, így a piacfelügyeleti eljárásra nyitva álló ügyintézési határidő – az ellenőrzés hivatalból történő megindításának napjától számítva – főszabály szerint összesen kilenc hónap, amelybe bizonyos eljárási cselekmények elvégzésének ideje nem számítanak bele¹³, például a külföldi hatóság megkeresésének időtartama, a szakhatóság eljárásának időtartama vagy a szakértői vélemény elkészítésének időtartama.

2.4. A piacfelügyeleti eljárás speciális eljárásjogi aktusai

Az MNB a piacfelügyeleti eljárása során a teljes bizonyítási eszköztárat felhasználhatja a jogi helyzet tisztázása és az ügyfél tevékenységeinek mielőbbi pontos feltárása érdekében.¹⁴ Jelen tanulmány keretein belül csupán a speciális eljárásjogi cselekmények és jogintézmények bemutatása történik meg. Ilyennek minősül a helyszíni kutatás, az ideiglenes intézkedés, illetve a kézbesítés; utóbbi kettő ugyan nem unikális jellegű, viszont az általános szabályokhoz képest bizonyos mértékben egyedinek mondható.

Ezzel szemben a helyszíni kutatás kizárólag a Jegybanktv. piacfelügyeleti eljárásra vonatkozó 27. pontjában található jogintézmény, erre tekintettel jelen alfejezetben a helyszíni kutatás szabályai képezik a vizsgálat tárgyát. Ennek megfelelően a helyszíni kutatás időbeli, térbeli és módja szerinti elemzésével kapcsolatban az alábbi megállapításokat lehet tenni.

A helyszíni kutatás kiemelt fontosságát és annak a magánéletbe való beavatkozási mélységét jelzi, hogy – bizonyos esetekben – egyrészt csak előzetes bírói engedéllyel történhet¹⁵, másrészt a lefolytatása során a Felügyelet a rendőrség közreműködését is kérheti.¹⁶ Akkor szükséges bírói engedély a helyszíni kutatás elvégzéséhez, ha az a tulajdonos, a birtokos, vagy a helyszínen tartózkodó személy akarata ellenére történik, vagy ha lezárt terület, épület, illetve helyiség felnyitásával jár együtt.¹⁷ Fontos garanciális szabály, hogy ebben az esetben a helyszíni kutatás csak a bírói engedély közlésétől számított tizenöt napon belül fogantatható¹⁸,

¹³ Jegybanktv. 49. § (4) bekezdés

¹⁴ BABAI-BELÁNSZKY-BARNÓCZKI-KARDOS, 2017:909.

¹⁵ Jegybanktv. 90/A. § (3) bekezdés; lásd még: BABAI-BELÁNSZKY-BARNÓCZKI-KARDOS, 2017:909.

¹⁶ Jegybanktv. 90/A. § (1) bekezdés; lásd még: BABAI-BELÁNSZKY-BARNÓCZKI-KARDOS, 2017:909.

¹⁷ Jegybanktv. 90/A. § (1) bekezdés; lásd még: BABAI-BELÁNSZKY-BARNÓCZKI-KARDOS, 2017:909.

¹⁸ Jegybanktv. 90/A. § (5) bekezdés; lásd még: BABAI-BELÁNSZKY-BARNÓCZKI-KARDOS, 2017:908.

amely rendelkezés azt a célt szolgálja, hogy az MNB időben ne korlátlanul élhesen ezzel a lehetőséggel.

Előfordulhat olyan eset is, hogy a bírói engedélyhez kötött helyszíni kutatás során az MNB munkatársai olyan bizonyítási eszközt találnak, amely ugyan nem kapcsolódik a piacfelügyeleti eljárás tárgyához, és a bírói engedély sem terjed ki rá, ugyanakkor az a piacfelügyeleti eljárás megindítására okot adónak minősül. Ebben az esetben az ilyen bizonyítási eszközről is lehet másolatot készíteni, azt le lehet foglalni, vagy éppen zár alá lehet venni.¹⁹ A bírói hatalmi ág ebben az esetben is fontos szerephez jut, ugyanis ekkor utólagos bírói engedélyt kell beszerezni a helyszíni kutatást követő tizenöt napon belül, ennek hiányában a megtalált bizonyítási eszközt bizonyítékként nem lehet felhasználni.²⁰

A helyszíni kutatás időbeli horizontját vizsgálva a Jegybanktvörvény úgy rendelkezik, hogy azt főszabály szerint munkanapokon nyolc és húsz óra között lehet elvégezni, kivéve, ha a kutatás sikeres lefolytatása annak más időben történő megtartását indokolja.²¹ A helyszíni kutatás időben mindig a piacfelügyeleti eljáráshoz kötött, ugyanis a piacfelügyeleti eljárást legkésőbb a helyszíni kutatás megkezdésével egy időben meg kell indítani.²² Ez azt jelenti, hogy a piacfelügyeleti eljáráson kívül, azt megelőzően nem lehet helyszíni kutatást végezni. A jogintézmény céljából adódik, hogy a helyszíni kutatás megkezdésének tényét legkésőbb a helyszínen kell közölni az ügyféllel, illetve – jogi személy ügyfél esetén – az ügyfél alkalmazottjával²³ vagy a jelen lévő érintettel.²⁴ Ennek a szabálynak az az indoka, hogy a hamarabbi közlés a kutatás eredményességét veszélyeztethetné.

Hol lehet helyszíni kutatást végezni? Tulajdonképpen szinte bárhol, ugyanis a Jegybanktvörvény főszabályként rögzíti, hogy helyszíni kutatás – a vizsgálat tárgyát képező esetleges jogsértéssel kapcsolatos bizonyítási eszközök felkutatása céljából – bármely olyan helyen foganatosítható, ahol a tényállás tisztázásához szükséges bizonyíték lelhető fel.²⁵ Ezt a szabályt egészíti ki a Jegybanktvörvény 90/A. § (2) bekezdése, amely kimondja, hogy „az ügyfél lakcímeiként, székhelyeként vagy telephelyeként nem bejelentett és gazdasági tevékenység folytatására

19 Jegybanktvörvény 90/A. § (9) bekezdés

20 Jegybanktvörvény 90/A. § (9) és (10) bekezdés

21 Jegybanktvörvény 90/A. § (8) bekezdés

22 Jegybanktvörvény 90/A. § (6) bekezdés

23 Jegybanktvörvény 90/A. § (6) bekezdés

24 Jegybanktvörvény 90/A. § (7) bekezdés

25 Jegybanktvörvény 90/A. § (1) bekezdés

egyébként általa nem használt magáncélú, illetve magánhasználatú ingatlan, jármű, adathordozó tekintetében”²⁶ is lehetséges helyszíni kutatás tartása.

Ezen utóbb felsorolt helyek vonatkozásában azonban csak akkor lehetséges a helyszíni kutatás végzése, „ha az olyan természetes személy használatában van, aki az eljárás ideje alatt ügyfél, vagy – nem természetes személy esetén – az ügyfél vezető tisztviselője, alkalmazottja, megbízottja vagy – nem természetes személy esetén – az ügyfél felett ténylegesen irányítást gyakorló személy, vagy a vizsgálat tárgyát képező időszakban ilyen volt.”²⁷

A helyszíni kutatás módjával kapcsolatban a Jegybanktvörvény úgy rendelkezik, hogy azt „úgy kell elvégezni, hogy az ne járjon az érintett személy magánéletének aránytalan korlátozásával, és hogy az érintett munkáját, rendeltetésszerű tevékenységét lehetőleg ne akadályozza.”²⁸ A helyszíni kutatás során az érintett jelenléte fontos, de hiánya nem akadályozza az eljárási cselekmény elvégzésének, ugyanis ha nincs ott, és jelenléte nem biztosítható, akkor annak lefolytatása hatósági tanú közreműködésével megoldható²⁹, amely utóbbi esetben az Ákr. rendelkezéseit kell megfelelően alkalmazni.³⁰ Hatósági oldalról azonban szerencsésebb megoldás, ha az érintett van jelen a helyszíni kutatás során, ugyanis „a kutatást végző személy az érintetteket szóban vagy írásban felvilágosítás és magyarázat adására kötelezheti, illetve a helyszínen más módon tájékozódhat.”³¹

A helyszíni kutatás alkalmával a bizonyítási eszközökre – átvizsgált adathordozókra, lefoglalási másolatokra, köztes munkamásolatra, zárt tárolóeszközre stb. – vonatkozó, a Jegybanktvörvény 90/B. § és 90/C. §-aiban található – főleg technikai jellegű – részletes szabályokat nem mutatjuk be. Annyit azonban érdemes kiemelni, hogy 2016 júliusában a hazai közigazgatási hatóságok közül az MNB az elsők között kapta meg a törvényi felhatalmazást a fizikai tükörmásolatok elkészítésére, amely a gyakorlatban annyit jelent, hogy a számítógépekről, okostelefonokról, bármely más adathordozóról lehetősége van olyan másolatok elkészítésére, amelyekre akár a törölt adatok is helyreállíthatóak.³² Erre nem kizárólag a helyszíni kutatás alkalmával, hanem a helyszíni ellenőrzés során is lehetősége van a Felügyeletnek.

26 Jegybanktvörvény 90/A. § (2) bekezdés

27 Jegybanktvörvény 90/A. § (2) bekezdés

28 Jegybanktvörvény 90/A. § (8) bekezdés

29 Jegybanktvörvény 90/A. § (7) bekezdés

30 Jegybanktvörvény 46. § (2) bekezdés 13. pont

31 Jegybanktvörvény 90/A. § (7) bekezdés

32 BABAI-BELÁNSZKY-BARNÓCZKI-KARDOS, 2017:909.

A piacfelügyeleti eljárás speciális szabályai között található a helyszíni kutatás mellett az ideiglenes biztosítási intézkedés, amelynek általános szabályait az Ákr. tartalmazza. Az eljárásjogi kódex úgy fogalmaz, hogy az ideiglenes biztosítási intézkedés akkor alkalmazható, „ha megalapozottan feltehető, hogy az érdemi döntésben elrendelhető kötelezettség teljesítése elmaradásának veszélye áll fenn.”³³ Ezt a generális szabályt tölti meg speciális elemekkel a Jegybanktvörvény hatósági eljárások közös szabályait tartalmazó fejezete és a piacfelügyeleti eljárásra vonatkozó pontjának egyik rendelkezése.

3. táblázat

Az MNB ideiglenes biztosítási intézkedés elrendelésének esetei

Az MNB ideiglenes biztosítási intézkedést rendelhet el, ha	
Jegybanktvörvény 49/D. § (3) bekezdés	Jegybanktvörvény 93. § (4) bekezdése
a) a bírság behajthatóságának biztosítása, vagy	a piacfelügyeleti bírság behajthatóságának biztosítása vagy
b) a felügyelt pénzügyi szervezet vagy az engedély nélkül vagy bejelentés hiányában tevékenységet végző személy vagy szervezet ügyfelei érdekeinek megóvása	az engedély nélkül vagy bejelentés hiányában tevékenységet végző személy vagy szervezet ügyfelei érdekeinek megóvása
ezt indokolja.	

A fenti táblázat alapján látható, hogy az MNB hatósági eljárásai során alkalmazható ideiglenes biztosítási intézkedés és a piacfelügyeleti eljárás során alkalmazható ideiglenes biztosítási intézkedés szabályai szinte teljesen megegyeznek, ugyanakkor természetesen jelen esetben a felügyelt pénzügyi szervezet kikerült a meghatározásból. Az ideiglenes biztosítási intézkedést az MNB önálló jogorvoslattal meg nem támadható végzés formájában hozza meg³⁴, amellyel „pénz vagy pénzügyi eszközök zárolását, vagy egyéb ingó vagy ingatlan eszközök tekintetében elidegenítési vagy terhelési tilalmat rendelhet el.”³⁵

33 Az általános közigazgatási rendtartásról szóló 2016. évi CL. törvény 107. § (4) bekezdése; lásd még: VÉRTESY LÁSZLÓ – BOROS ANITA – PFEIFER-TÓTH TAMARA (2019): A kérelemre induló eljárás. In: BOROS ANITA – DARÁK PÉTER (szerk.) (2019): *Az általános közigazgatási rendtartás szabályai*. Budapest: NKE, 115. o. https://antk.uni-nke.hu/document/akk-uni-nke-hu/Az%20%C3%A1ltal%C3%A1nos%20%C3%B6zigazgat%C3%A1si%20rendtart%C3%A1s%20szab%C3%A1lyai_190128.pdf (letöltve: 2022.03.16.).

34 Jegybanktvörvény 49/D. § (1) bekezdés

35 Jegybanktvörvény 49/D. § (4) bekezdés

Mint ahogy az Ákr.-ben is rögzítette a jogalkotó, az ideiglenes biztosítási intézkedés az érdemi döntés meghozataláig tartó intézkedés; az érdemi döntést követően, annak végrehajtása érdekében az MNB biztosítási intézkedést rendelhet el, amely tartalmát tekintve ugyanazokkal az eszközökkel rendelkezik, mint az ideiglenes biztosítási intézkedés.³⁶ Biztosítási intézkedés szintén elrendelhető a piacfelügyeleti eljárással összefüggésben, az annak során hozott döntés végrehajtása érdekében.³⁷

Mind a biztosítási, mind az ideiglenes biztosítási intézkedésre igaz, hogy a Felügyelet azt közvetlenül közli – a mielőbbi foganatosítás érdekében – az érintett pénzügyi szervezetekkel.³⁸ Természetesen mindkettő alkalmazásának indoka a befektetői érdekek fokozott védelme a piacfelügyeleti eljárás ügyfelének esetleges jogsértő magatartásának megállapítása esetén. Ezen preventív szemléletű intézkedés eredményeképpen létrejött végzést az MNB a honlapján egyrészt annak érdekében teszi közzé – természetesen nem minden esetben, például bankszámla zárolása esetén banktitok miatt –, hogy a lehetséges károsultak minél nagyobb részét elérhessék, másrészt pedig, hogy további személyek ne válhassanak érintetté az ügyfél jogellenes tevékenysége kapcsán.³⁹ Ez az esetek döntő többségében a tevékenység határozathozatalig történő megtiltása szokott lenni.

A Felügyelet a megelőzésre kiemelt figyelmet fordít nemcsak a piacfelügyeleti eljárás során, hanem azon kívül is. Ez az oka az úgynevezett „warning (figyelmeztetési) lista” vezetésének is, amelynek célja a befektetők naprakész tájékoztatása a gyanú szerint engedély nélkül vagy bejelentés hiányában tevékenységet végző személyekről, illetve szervezetekről.⁴⁰

2.5. A piacfelügyeleti eljárásban megismerhető adatok és azok kezelése

Az MNB által a piacfelügyeleti eljárás során megismerhető adatokat több szempont szerint lehet csoportosítani. Különbséget lehet tenni egyrészt a tárolás módja szerinti – elektronikus adathordozón tárolt vagy papíralapú dokumentum-

36 Jegybanktvörvény 49/D. § (4) bekezdés; lásd még: PFEIFER-TÓTH TAMARA – IVÁN DÁNIEL (2019): Az egyes hatósági intézkedések különös szabályai. In: BOROS-DARÁK, i. m. 205. https://antk.uni-nke.hu/document/akk-uni-nke-hu/Az%20%C3%A1ltal%C3%A1nos%20%C3%B6zigazgat%C3%A1si%20rendtart%C3%A1s%20szab%C3%A1lyai_190128.pdf (letöltve: 2022.03.16., a továbbiakban: Pfeifer-Tóth-Iván, 2019),

37 Jegybanktvörvény 93. § (4) bekezdés

38 Jegybanktvörvény 93. § (4) bekezdés

39 BABAI-BELÁNSZKY-BARNÓCZKI-KARDOS, 2017:910.

40 BABAI-BELÁNSZKY-BARNÓCZKI-KARDOS, 2017:910.

kon lévő adat –, másrészt az adathoz köthető személyek szerinti – az ügyfél, a piacfelügyeleti eljárás szempontjából valószínűsíthetően további bizonyítékokkal rendelkező természetes személy –, harmadrészt az adatok forrása szerinti – fizetési számlához, értékpapírszámlához stb. köthető, vagy elektronikus hírközlő eszközökhöz köthető⁴¹ – adatok között.

Ugyanakkor a legfontosabb szempont szerinti bontást – a Jegybanktvény alapján – a piacfelügyeleti eljárás során megismerhető, illetve beszerezhető adatok között az MNB ügyészi engedélyhez kötöttsége alapján lehet elvégezni. Azért nevezhető ez a csoportosítás egyik fő irányának, mert maga a Jegybanktvény Piacfelügyeleti eljárásról szóló 30. alcíme is eszerint helyezte el két külön szakaszban – 90. § (3)–(5) bekezdései és a 91. § – az adatokra vonatkozó rendelkezéseket. A gyakorlatban azonban az MNB az adatkérések előtt szinte minden esetben beszerzi az ügyészi jóváhagyást.

A Jegybanktvény 90. § (3) és (4) bekezdéseiben szabályozott adatok megismeréséhez nem szükséges ügyészi jóváhagyás beszerzése. Ezekben az esetekben a Jegybanktvény „39. § (1) és (2) bekezdésében meghatározott jogszabályok hatálya alá tartozó személy vagy szervezet” az MNB – az ok és a cél megjelölésével megküldött – felhívására köteles az általa kezelt, a piacfelügyeleti eljárás ügyfelével és az üggyel kapcsolatos adatokat megküldeni.⁴² Az együttműködési kötelezettséggel érintettek főleg a hitelintézetek, a pénzügyi vállalkozások, a lakástakarékpénztárak és egyéb, az MNB felügyelete alá tartozó személyek vagy szervezetek.⁴³

De mire is terjed ki ez a kötelezettség? Fontos leszögezni, hogy a piacfelügyeleti eljárásban is érvényesül a büntető eljárásjogból ismert önvádra kötelezés tilalma, amely a gyakorlatban azt jelenti, hogy a „gyanított jogsértő” az esetleges jogsértést beismerő nyilatkozatot nem köteles megtenni.⁴⁴ Ugyanakkor a törvényben meghatározott alanyi kör köteles az „iratot, elektronikus módon rögzített adatot, jelet, rögzített telefonbeszélgetést bemutatni, egyéb tájékoztatást adni, valamint azon személyes adatot átadni, amelyet külön törvény alapján az MNB kezelni jogosult.”⁴⁵ Az adatok megismerhetőségével kapcsolatban a Felügyelet a piacfelügyeleti eljárása során többletjogosultsággal is rendelkezik, ugyanis az elektronikusan vezetett ingatlan-nyilvántartásból történő lekérdezése tekintetében az

41 BABAI-BELÁNSZKY–BARNÓCZKI–KARDOS, 2017:908.

42 Jegybanktvény 90. § (3) bekezdés; lásd még: BABAI-BELÁNSZKY–BARNÓCZKI–KARDOS, 2017:909.

43 Jegybanktvény 39. § (1) és (2) bekezdés

44 BABAI-BELÁNSZKY–BARNÓCZKI–KARDOS, 2017:909.

45 Jegybanktvény 90. § (3) bekezdés a), b) és c) pontjai

ingatlan-nyilvántartásról szóló 1997. évi CXLI. törvény 70. § (1) bekezdése nem alkalmazható, amely jogosultság azonban csak a piacfelügyeleti ellenőrzéshez szükséges mértékben gyakorolható.⁴⁶

Az idézett jogszabályhely olyan korlátozást tartalmaz, amelynek értelmében „a természetes személyazonosító adatok, illetőleg a személyi azonosító nem használható fel abból a célból, hogy annak alapján a lekérdező a tulajdonos valamennyi ingatlanát az ingatlan-nyilvántartásból megállapítsa vagy arról adatszolgáltatást teljesítsen.”⁴⁷ A Jegybanktvény alapján azonban a Felügyeletnek a piacfelügyeleti eljárásában lehetősége van arra, hogy a személyazonosító adatok alapján a tulajdonos valamennyi ingatlanjára rálátása legyen, amelynek a jogkövetkezmények és a későbbi – esetleges – büntetőeljárás szempontjából van jelentősége.

A megismert – ügyészi jóváhagyáshoz nem kötött – személyes adatok kezelhetősége vonatkozásában a Jegybanktvény szigorú szabályokat tartalmaz. A Felügyelet személyes adatokat a piacfelügyeleti eljárás hatósági ellenőrzési szakaszában – ha az MNB az ellenőrzés alapján hatósági eljárást nem indított, illetve büntetőeljárást nem kezdeményezett – annak lezárásáig, a hatósági eljárási szakaszában pedig az intézkedést előíró határozat végrehajtásáig vagy a végrehajthatóság elévüléséig, illetve a piacfelügyeleti eljárással kapcsolatos bírósági eljárás esetében annak jogerős befejezéséig kezelheti.⁴⁸

Az ügyészi jóváhagyáshoz kötött adatokra vonatkozó szabályokat a Jegybanktvény 91. §-a tartalmazza. Joggal értelmezhető úgy, hogy ez a piacfelügyeleti eljárásnak ismét a büntetőjogi vetületét erősítő rendelkezése, hiszen nem gyakori a hazai jogrendszerben, hogy az itt szabályozott adatokhoz közigazgatási hatóságok az eljárásaik alkalmával hozzáférhessenek.

46 Jegybanktvény 90. § (4) bekezdés

47 Az ingatlan-nyilvántartásról szóló 1997. évi CXLI. törvény 70. § (1) bekezdése

48 Jegybanktvény 90. § (5) bekezdés

4. táblázat

A piacfelügyeleti eljárásban az ügyészi jóváhagyás alapján megismerhető adatok⁴⁹

Az MNB a piacfelügyeleti eljárása során jogosult feladatának ellátása érdekében az eljárása alá vont ügyfélre vonatkozó, illetve az ügyfél rendelkezési joga alá eső

a) az értékpapír-, ügyfél- és fizetésiszámla-forgalommal, a terhelendő és a jóváírandó számla számával, tulajdonosával, a terhelés, a jóváírás jogcímével és az átutalás pénzforgalmi azonosító kódjával kapcsolatos,

b) az elektronikus hírközlésről szóló törvényben meghatározott – az ügyfél tulajdonában lévő vagy az ügyfél által használt – előfizetői állomás számával vagy egyéb azonosítójával, a hívó és hívott előfizetői számokkal, valamint a hívás és egyéb szolgáltatás dátumával és kezdő időpontjával kapcsolatos, továbbá az előfizető családi és utónevére, születési nevére, lakóhelyére, tartózkodási helyére vonatkozó, valamint

c) az eljárás alá vont ügyfél fizetési számlája és értékpapír-számlája forgalma alapján megismert, a piacfelügyeleti eljárás szempontjából valószínűsíthetően további bizonyítékokkal rendelkező természetes személy beazonosításához szükséges

adatok
megismerésére
és kezelésére.

A fenti adatok megismerhetőségének igénylésekor a Felügyeletnek nagyon figyelmesnek kell lennie, ugyanis a Jegybanktörvény szigorú feltételekhez köti az ügyészi jóváhagyás megadását, amely feltételek nemteljesülése esetén az ügyészség a jóváhagyást megtagadja.⁵⁰ Ezeket az indokokat az MNB minden esetben köteles valószínűsíteni, amely annak ellenére, hogy nem túl egzakt jogalkotói fogalom, mégis nyújt bizonyos támpontot az igénylés során. Ilyen indoknak minősül, hogy az adat a tényállás tisztázása érdekében, illetve az eljárás tárgyát képező cselekménnyel összefüggő lényeges, egyéb tények megismeréséhez feltétlenül szükséges.⁵¹

Az ilyen típusú adatok kezelésére is eltérő szabályok vonatkoznak a Jegybanktörvény 90. § (5) bekezdésében foglaltakhoz képest, ugyanis itt a hatósági ellenőrzés lezárásától, a hatósági eljárás megindítása esetén a határozat vagy az eljárást megszüntető végzés véglegessé válásától, illetve a piacfelügyeleti eljárással kap-

⁴⁹ Jegybanktörvény 91. § (1) bekezdés

⁵⁰ Jegybanktörvény 91. § (4) bekezdés

⁵¹ Jegybanktörvény 91. § (2) bekezdés

csolatban indult bármely bírósági eljárás jogerős befejezésétől számított öt évig kezelheti azokat a Felügyelet.⁵²

2.6. A piacfelügyeleti eljárás során megállapítható jogkövetkezmények

Az MNB 2014-es piacfelügyeleti jelentésében úgy fogalmaz, hogy „a piacfelügyeleti eljárásoknál cél az egységes, kiszámítható és következetes piacfelügyeleti intézkedés- és szankciópolitika.”⁵³ Ennek megfelelően a Felügyelet által alkalmazható jogkövetkezmények köre úgy lett meghatározva, hogy az „a pénz- és tőkepiac valamennyi szereplője számára garantálja a piaci devianciákat előidéző tevékenységekkel szemben a kellő visszatartó hatást, illetve a piaci visszaélések hatékony felderítését.”⁵⁴

A piacfelügyeleti eljárás lefolytatásának eredményeképpen megállapítható jogkövetkezmények körét a Jegybanktörvény vonatkozó szakasza két részre bontja aszerint, hogy annak a megállapítása engedély nélkül vagy bejelentés hiányában végzett tevékenység alapján történt. Ez a felosztás már a Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete működésének ideje alatt is létezett, a szabályozás ezen szempont vonatkozásában 2013 óta nem változott.⁵⁵ A könnyebb áttekinthetőség érdekében az alábbi ábra tartalmazza a fenti bontásnak megfelelően az alkalmazható jogkövetkezményeket.

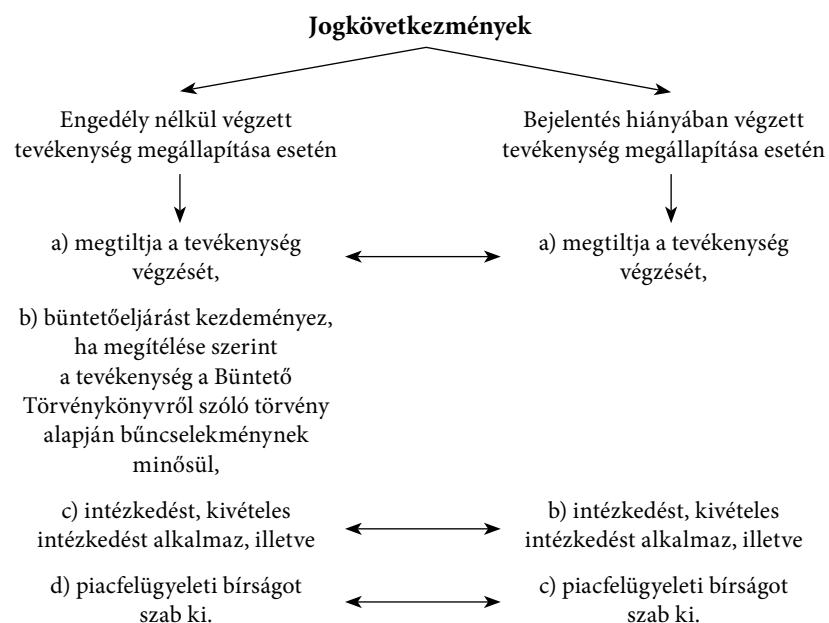
⁵² Jegybanktörvény 91. § (6) bekezdés

⁵³ MNB piacfelügyeleti jelentés, 42. o.

⁵⁴ MNB piacfelügyeleti jelentés, 42. o.

⁵⁵ SEREGDI LÁSZLÓ (2013): A PSZÁF jelenlegi helyzete, szerepe, a várható, illetve indokolt változások. In: PROF. DR. LENTNER CSABA (szerk.) (2013): *Bankmenedzsment, bankszabályozás, pénzügyi fogyasztóvédelem*. Budapest: Nemzeti Közszolgálati és Tankönyv Kiadó, 414. (a továbbiakban: SEREGDI, 2013).

1. ábra

A piacfelügyeleti eljárása során megállapítható jogkövetkezmények⁵⁶

Ahogy látható – három jogkövetkezmény ugyanaz –, egyedül a büntetőeljárás kezdeményezésében van különbség, amelyet kizárólag az engedély nélkül végzett tevékenység megállapítása esetén alkalmaz az MNB, és ezt is csak abban az esetben, ha a Felügyelet megítélése szerint az ügyfél által végzett tevékenység a Büntetőtörvénykönyvről szóló 2012. évi C. törvény alapján bűncselekménynek minősül.⁵⁷

A piacfelügyeleti eljárás során az MNB az uniós jogszabályokból származó kötelezettségek betartását is vizsgálja. Ennek megfelelően, ha a 236/2012/EU európai parlamenti és tanácsi irányelv 5–8. cikkében előírt bejelentési és közzétételi kötelezettség megsértését észleli, akkor az ezt elmulasztó személyt vagy szervezetet a közzététel pótlására kötelezi.⁵⁸ Ugyanígy, hogy ha az előbbi uniós jogforrás 12–14. cikkében előírt fedezetlen ügyletek korlátozására vonatkozó szabályok megsértését állapítja meg a Felügyelet, akkor az ezt megsértő személyt vagy szervezetet

⁵⁶ Jegybanktv. 93. § (1) és (2) bekezdés; lásd még: SEREGDI, 2013:414.

⁵⁷ Jegybanktv. 93. § (1) bekezdés; lásd még: SEREGDI, 2013:414

⁵⁸ Jegybanktv. 93. § (3) bekezdés a) pont

az ezen feltételeknek való megfelelésre szólítja fel.⁵⁹ Közös szabály, hogy az MNB az előbbi jogkövetkezmények mellett mindkét esetben piacfelügyeleti bírságot szab ki.⁶⁰

A későbbi hasonló tevékenységek végzésével szemben a legnagyobb visszatartó erővel – a büntetőeljárás kezdeményezése és lefolytatása mellett – talán a piacfelügyeleti bírság kiszabása rendelkezik (annak felső határait figyelembe véve) a piacfelügyeleti eljárásban. Fontos kiemelni, hogy az engedély nélkül vagy bejelentés hiányában végzett tevékenységek megállapítása esetén a Jegybanktv. 93. § (1) bekezdés d) pontja és a 93. § (2) bekezdés c) pontja alapján az MNB-nek a piacfelügyeleti bírság mint alkalmazandó jogkövetkezmény vonatkozásában nincs mérlegelési lehetősége.⁶¹

Az előbbi megállapítást a Kúria mint felülvizsgáló bíróság is kimondta 2018-ban, ugyanakkor a piacfelügyeleti bírság konkrét összegei vonatkozásában már nyitva áll az MNB számára a mérlegelés lehetősége – természetesen a jogellenes tevékenység mértékéhez és súlyához igazítva – az alsó és felső határok között, amelyeket a Jegybanktv. 93. § (5) és (5a) bekezdései határoznak meg. Az alábbi táblázat tartalmazza a megállapított jogsértésekhez kapcsolódóan a kiszabható bírságok összegét. Látható, hogy meglehetősen széles skála áll az MNB rendelkezésére a piacfelügyeleti bírságok vonatkozásában, ugyanis annak alsó határa száz-ezer, felső határa pedig akár 4,67 milliárd forint is lehet a különböző jogsértések megállapítása esetén.

⁵⁹ Jegybanktv. 93. § (3) bekezdés b) pont

⁶⁰ Jegybanktv. 93. § (3) bekezdés c) pont

⁶¹ BH 2019. 281. [43] pont; lásd még: A Kúria mint felülvizsgáló bíróság Kfv. 35.220/2018/9. számú ítéletének [43] pontja.

5. táblázat

Az MNB piacfelügyeleti eljárása során kiszabható piacfelügyeleti bírságok⁶²

A piacfelügyeleti eljárás során kiszabható piacfelügyeleti bírságok	
Megállapított jogsértés	Kiszabható bírság összege
az engedély nélkül vagy bejelentés hiányában végzett tevékenység esetén	százezer forinttól kettőmilliárd forintig terjedhet
a vállalatfelvásárlásra vonatkozó szabályok megsértése esetén	százezer forinttól kettőmilliárd forintig terjedhet
a tőkepiacról szóló 2001. évi CXX. törvény (a továbbiakban: Tpt.) 405. § (3) és (4) bekezdésében meghatározottak megsértése esetén	a Tpt. 405. § (3) és (4) bekezdésében rögzített összegig, amely általánosságban kettőmilliárd forintig, bizonyos esetekben 4,67 milliárd forintig terjedhet
a 236/2012/EU európai parlamenti és tanácsi rendelet 5-8. cikkében előírt bejelentési és közzétételi kötelezettség, valamint a 12-14. cikkében előírt fedezetlen ügyletkötési korlátozások megsértése esetén	százezer forinttól kettőmilliárd forintig terjedhet
Nem természetes személy ügyfél esetén az ügyfél piacfelügyeleti bírsággal sújtott tevékenységében érdemben közreműködő természetes személlyel szemben	a kiszabható piacfelügyeleti bírság összege – a 93. § (5) bekezdés alkalmazásán felül – százezer forinttól százmillió forintig terjedhet.

A legérdekesebb – és ezáltal kiemelésre érdemes – része a táblázatnak az utolsó sora, amely a jogi személy polgári jogi felelősségének áttörését valósítja meg azáltal, hogy a piacfelügyeleti eljárás során a jogi személy tevékenységében érdemben közreműködő személlyel szemben is ki lehet szabni piacfelügyeleti bírságot. A 2015 júliusától alkalmazandó szabály beiktatását a Jegybanktvörvénybe az indokolta, hogy a természetes személyek nagyon gyakran a jogi személyek korlátozott felelőssége mögé bújva, azt felhasználva végeztek szándékosan jogellenes pénzügyi tevékenységeket.⁶³

A piacfelügyeleti eljárás során a jogi személy ügyfél ellen indított eljárás alkalmával az „érdemben közreműködő természetes személlyel” szemben a Felügyeletnek nem volt lehetősége fellépni. Erre jelent megoldást a fenti szabály, amely alapján az ilyen természetes személyekkel szemben is lehetőség van piacfelügyeleti bírság kiszabására, amennyiben „a jogsértő tevékenység kialakításában és működ-

⁶² Jegybanktvörvény 93. § (5) és (5a) bekezdés

⁶³ BABAI-BELÁNSZKY-BARNÓCZKI-KARDOS, 2017:911.

tetésében – a pusztán részvételen túlmutató – kezdeményező, irányító, szervező funkciót töltött be, és az ő szabályszegése nélkül a jogsértő tevékenység nem, vagy csak nagyságrendileg szűkebb körben valósult volna meg.”⁶⁴ Az ebben az esetben kiszabható piacfelügyeleti bírság meglehetősen magas a természetes személlyel szemben, annak összege százazertől százmillió forintig terjedhet.⁶⁵

Végezetül az MNB engedély nélkül vagy bejelentés hiányában végzett tevékenység miatt piacfelügyeleti bírság kiszabása, jogsértő magatartás további folytatása megtiltásának elrendelése vagy jogsértő állapot megszüntetésének elrendelése esetében jogkövetkezményként alkalmazhatja a honlapján való közzétételt, amennyiben „arra az engedély nélkül vagy bejelentés hiányában tevékenységet végző személy vagy szervezet ügyfelei jogi vagy gazdasági érdekeinek, vagy a közérdeknek a védelme miatt szükség van.”⁶⁶

Ebben az esetben – a közzétételt követő egy évig – nyilvánosan elérhetővé válik a jogsértést megállapító határozat száma és tárgya, a jogsértő természetes személy családi neve, utóneve és lakcíme, a jogsértő jogi személy vagy jogi személyiséggel nem rendelkező szervezet neve és székhelye, valamint a határozat rendelkező része.⁶⁷ A közzététel egy igen fontos preventív célú jogkövetkezmény, amelynek alkalmazása által csökkenthető a jövőbeli jogsértések elkövetésének a száma mellett a károsultak – vagy sok esetben sértettek – száma is.

3. BEFEJEZÉS: A PIACFELÜGYELETI ELJÁRÁS FOGALMA

A *Bevezetőben* található célkitűzésnek megfelelően az MNB piacfelügyeleti eljárásának fogalmi elemei az alábbiak szerint határozhatóak meg.

A piacfelügyeleti eljárás rendszerbeli elhelyezésével kapcsolatban azt a megállapítást lehet tenni, hogy az egy olyan speciális közigazgatási hatósági eljárásnak minősül, amely az MNB-nek a pénzügyi közvetítő rendszert felügyelő alapfeladatából fakadó, mikroprudenciális felügyeleti tevékenységei közé tartozik. A hatósági eljárási jellegből fakadóan a piacfelügyeleti eljárásban szereplő, eljárás alá vont személy vagy szervezet az ügyfél.

Tekintettel arra, hogy a piacfelügyeleti eljárás közigazgatási hatósági eljárásnak minősül, így vonatkozik rá az Ákr. Ugyanakkor az Ákr. alapján az MNB hatósági eljárási ügynevezett kivett eljárásoknak minősülnek, amely azt jelenti, hogy

⁶⁴ BABAI-BELÁNSZKY-BARNÓCZKI-KARDOS, 2017:911.

⁶⁵ Jegybanktvörvény 93. § (5a) bekezdés

⁶⁶ Jegybanktvörvény 94. § (1) bekezdés

⁶⁷ Jegybanktvörvény 94. § (1) és (2) bekezdés

ezekre az eljárásokra elsődlegesen nem az Ákr. szabályai alkalmazandóak. Ez mégsem jelenti az Ákr. teljes mellőzöttségét, hiszen a Jegybanktörvény rögzíti, hogy a különös szabály mögöttesen alkalmazandó rendelkezése mikor lesz az általános, Ákr.-ben található szabály.

A Jegybanktörvény rendelkezéseiből fakadóan a piacfelügyeleti eljárás hivatalból induló eljárásnak minősül, ami azt jelenti, hogy azt az MNB hatósági jogkörében eljárva indítja meg. Figyelemmel arra, hogy tőkepiaci visszaélések és a jogosulatlan tevékenységek végzése miatt indult piacfelügyeleti eljárás olyan pénzügyi szolgáltatáshoz, illetve tevékenységhez, befektetési szolgáltatáshoz vagy közvetítői tevékenységhez kapcsolódik, amely bizonyos esetekben a Felügyelet engedélyéhez, más esetekben pedig az MNB felé történő bejelentéshez kötött, ennek megfelelően az tevékenység alapú eljárásnak minősül.

A piacfelügyeleti eljárást két szakaszra lehet osztani: az első szakasz a hatósági ellenőrzési eljárás, a második része pedig – amennyiben a Felügyelet jogszabálysértést állapít meg – a hatósági eljárás. A teljes piacfelügyeleti eljárásra igaz, hogy az MNB a preventív szemléletet érvényesíti, ennek megfelelően a piacfelügyeleti eljárásaiban nem a jogsértések utólagos szankcionálása a cél, hanem a jövőbeni esetleges piacfelügyeleti kockázatok kialakulásának a megakadályozása és a kezelése.

A piacfelügyeleti eljárás során az MNB-nek szoros az együttműködése a nyomozó hatóságokkal, úgymint a rendőrséggel és az ügyészséggel, de a bíróságnak is fontos szerepe van az eljárás alatt beszerzett bizonyítási eszközök vonatkozásában. Összességében elmondható, hogy a piacfelügyeleti eljárás egy komplex, mégis hatékony, gyors és szakzerű megoldást jelentő hatósági eljárás a tőkepiaci visszaélések, az engedély nélkül vagy bejelentés hiányában végzett pénzügyi tevékenységek végzésének gyanúja esetén.

A fentiek alapján a piacfelügyeleti eljárás fogalmát a következők szerint lehet meghatározni:

„A piacfelügyeleti eljárás a Magyar Nemzeti Bank olyan speciális, preventív szemléletű, hivatalból induló közigazgatási hatósági eljárása, amely során a pénzügyi közvetítő rendszer felügyeleti alapfeladatából fakadó hatósági ellenőrzést és hatósági eljárást folytat le engedély nélkül vagy bejelentés hiányában végzett pénzügyi tevékenységek, illetve befektetési szolgáltatások vagy tőkepiaci visszaélések észlelésének gyanúja esetén.”

HIVATKOZÁSOK

A Kúria mint felülvizsgáló bíróság Kfv. 35.220/2018/9. számú ítélete

A Kúria mint felülvizsgáló bíróság Kfv. 35.588/2016/10. számú ítélete

A Kúria mint felülvizsgáló bíróság Kfv. 35.642/2016/6. számú ítélete

A Kúria mint felülvizsgáló bíróság Kfv. 35.761/2015/8. számú ítélete

DR. BABAI-BELÁNSZKY TAMÁS – DR. BARNÓCZKI PÉTER – DR. KARDOS GYULA: Piacfelügyeleti és fogyasztóvédelmi eljárások. In: LEHMANN KRISTÓF – PALOTAI DÁNIEL – VIRÁG BARNABÁS (szerk.) (2017): *A magyar út – Célzott jegybanki politika*. Budapest: Magyar Nemzeti Bank.

BALOGH-BÉKÉSI NÓRA (2019): A közigazgatási eljárásjog alapelvei, hatályai. In: BOROS ANITA – DARÁK PÉTER (szerk.) (2019): *Az általános közigazgatási rendtartás szabályai*. Budapest: NKE, https://antk.uni-nke.hu/document/akk-uni-nke-hu/Az%20%C3%A1ltal%C3%A1nos%20k%C3%B6zigazgat%C3%A1si%20rendtart%C3%A1s%20szab%C3%A1lyai_190128.pdf (letöltve: 2022.03.16.).

BH 2017. 248.

BH 2019. 281.

BOROS ANITA – DARÁK PÉTER (szerk.) (2019): *Az általános közigazgatási rendtartás szabályai*. Budapest: NKE, https://antk.uni-nke.hu/document/akk-uni-nke-hu/Az%20%C3%A1ltal%C3%A1nos%20k%C3%B6zigazgat%C3%A1si%20rendtart%C3%A1s%20szab%C3%A1lyai_190128.pdf (letöltve: 2022.03.16.).

HAJAS BARNABÁS (2020): Alapelvek és a törvény hatálya, I. fejezet. In: PETRIK FERENC (szerk.) (2020): *A közigazgatási eljárás szabályai I. Az általános közigazgatási rendtartás magyarázata*. 4. kiadás, I. kötet. Budapest: HVG-ORAC Lap és Könyvkiadó Kft.

KÁLMÁN JÁNOS: A pénzügyi közvetítőrendszer makroprudenciális szabályozásának és felügyeletének közigazgatási jogi aspektusai – normativitás, szervezet, eszközrendszer. *Hitelintézet* Szemle, 15(3), 41–42.

DR. KANDRÁCS CSABA – FENYVESI RÉKA – SEREGDI LÁSZLÓ – VARGA BENCE – SZEGFŰ LÁSZLÓ PÉTER (2018): Bankszabályozás és bankfelügyelés. In: FÁBIÁN GERGELY – VIRÁG BARNABÁS (szerk.) (2018): *Bankok a történelemben: innovációk és válságok*. Az MNB könyvsorozata. Budapest: Magyar Nemzeti Bank.

MNB (2014): Pénzügyi fogyasztóvédelmi és piacfelügyeleti jelentés. Budapest: Magyar Nemzeti Bank.

PFEIFER-TÓTH TAMARA – IVÁN DÁNIEL: Az egyes hatósági intézkedések különös szabályai. In: BOROS ANITA – DARÁK PÉTER (szerk.) (2019): *Az általános közigazgatási rendtartás szabályai*. Budapest: NKE, https://antk.uni-nke.hu/document/akk-uni-nke-hu/Az%20%C3%A1ltal%C3%A1nos%20k%C3%B6zigazgat%C3%A1si%20rendtart%C3%A1s%20szab%C3%A1lyai_190128.pdf (letöltve: 2022.03.16.).

SEREGDI LÁSZLÓ (2013): A PSZÁF jelenlegi helyzete, szerepe, a várható, illetve indokolt változások. In: PROF. DR. LENTNER CSABA (szerk.) (2013): *Bankmenedzsment, bankszabályozás, pénzügyi fogyasztóvédelem*. Budapest: Nemzeti Közszerkesztési és Tankönyv Kiadó.

VÉRTESY LÁSZLÓ – BOROS ANITA – PFEIFER-TÓTH TAMARA: A kérelemre induló eljárás. In: BOROS ANITA – DARÁK PÉTER (szerk.) (2019): *Az általános közigazgatási rendtartás szabályai*. Budapest: NKE, https://antk.uni-nke.hu/document/akk-uni-nke-hu/Az%20%C3%A1ltal%C3%A1nos%20k%C3%B6zigazgat%C3%A1si%20rendtart%C3%A1s%20szab%C3%A1lyai_190128.pdf (letöltve: 2022.03.16.).

A HITELINTÉZETEK ÁLTAL VÉGEZHETŐ KISZERVEZÉSI TEVÉKENYSÉG ÉS A SZEMÉLYES ADATOK VÉDELME NEK ÖSSZEFÜGGÉSEI

Lisák Judit^a

ABSZTRAKT

A hitelintézetek működése során egyre kiemeltebb jelentőséget kap a kiszervezés jogintézménye, amelynek keretében a hitelintézetek egyes tevékenységeiket pénzügyi, méretgazdaságossági vagy egyéb okokból, például új technológiákhoz való hozzáférés iránti igényük miatt nem önállóan, saját szervezeti kereteik között láttnak el, hanem ehhez egy külső szolgáltató közreműködését veszik igénybe.² Hogy megfeleljenek a prudenciális elvárásoknak, a hitelintézeteknek számos jogszabályi és felügyeleti elvárásnak kell eleget tenniük abban az esetben is, ha valamely tevékenységükhöz harmadik fél közreműködését kívánják igénybe venni. Amennyiben azonban az irányadó szabályozói előírások nincsenek egymással összhangban akár csak a fogalmak tekintetében is, az a hitelintézetek számára gyakorlati problémát okozhat, amely így tevékenységük hatékonyságát indokolatlanul csökkentheti.

A hitelintézetekről és a pénzügyi vállalkozásokról szóló 2013. évi CCXXXVII. törvény (a továbbiakban: Hpt. vagy hitelintézeti törvény) az értelmező rendelkezései között meghatározza a kiszervezés fogalmát, amely szerint kiszervezésről akkor beszélünk, „ha a pénzügyi intézmény a pénzügyi vagy kiegészítő pénzügyi szolgáltatási tevékenységéhez kapcsolódó vagy jogszabály által végezni rendelt olyan tevékenységét, amelynek során adatkezelés, adatfeldolgozás vagy adattárolás valósul meg, nem önállóan végzi, hanem annak folyamatos vagy rendszeres elvégzésére tőle szervezetenként független személlyel köt szerződést.” (Hpt. 6. § (1) bek. 58. pont). A kiszervezés definíciójában szereplő, egyes tényállási elemek értelmezésével kapcsolatban azonban kérdésként merülhet fel, hogy milyen jogszabály alkalmazandó az „adatkezelés, adatfeldolgozás, adattárolás” fogalmak meghatározásához. Használhatók-e ehhez az adatvédelmi jogszabályok háttérszabályként? A hatályos adatvédelmi jogszabályok figyelembevétele esetén, ezekkel összhangban, a jogalkalmazók számára is egyértelműen definiálja-e a jogalkotó a hitel-

¹ Lisák Judit adatvédelmi tisztviselő. E-mail: lisak.judit@otpjb.hu.

² MNB (2020): A Magyar Nemzeti Bank 7/2020. (VI.3.) számú ajánlása a külső szolgáltatók igénybeviteléről, 1. o. (Forrás: <https://www.mnb.hu/letoltes/7-2020-kulso-szolgaltato-igenybevetele.pdf>; letöltve: 2022.07.19.)

intézeti törvény fogalmát? Az alábbiakban ezen kérdéseket fogom közelebbről megvizsgálni.

JEL-kódok: G2, K23

Kulcsszavak: kiszervezés, adatvédelem, személyes adatok kezelése, hitelintézetek

1. AZ ADATVÉDELMI JOGSZABÁLYOK ALKALMAZHATÓSÁGA

A kiszervezés fenti meghatározásában szereplő „adatkezelés, adatfeldolgozás, adattárolás” fogalmakat a hitelintézeti törvény nem definiálja. Szükségszerűen adódik tehát a kérdés, hogy ezen, valamint az ehhez kapcsolódó további fogalmak (pl. érintettek) értelmezéséhez milyen jogszabályt lehet segítségül hívni.

Talán a legkézenfekvőbb megoldásnak tűnik a hatályos adatvédelmi jogszabályok, elsődlegesen a természetes személyeknek a személyes adatok kezelése tekintetében történő védelméről és az ilyen adatok szabad áramlásáról, valamint a 95/46/EK irányelv hatályon kívül helyezéséről szóló, az Európai Parlament és a Tanács (EU) 2016/679 rendelete (a továbbiakban: GDPR vagy általános adatvédelmi rendelet vagy Rendelet), valamint az információs önrendelkezési jogról és információszabadságról szóló 2011. évi CXII. törvény (a továbbiakban: Infotv.) egyes rendelkezéseinek alkalmazása. Figyelembe kell venni azonban, hogy az általános adatvédelmi rendelet csak személyes adatok kezelésével kapcsolatban tartalmaz előírásokat, tehát nem vonatkozik más adatok (pl. jogi személyek adatai, személyes adatnak nem minősülő üzleti titkok, egyéb védett adatok stb.) kezelésére. Az általános adatvédelmi rendelet alkalmazásának elfogadása tehát egyúttal azt is jelentené, hogy leszűkítjük a vizsgálandó adatok körét személyes adatokra.

A kérdés megválaszolásához a hitelintézeti törvényhez írt kommentárt, valamint a Magyar Nemzeti Bank (a továbbiakban: MNB vagy Felügyelet) jogszabályokkal kapcsolatban kiadott, orientáló jogértelmezéseket tartalmazó állásfoglalásait lehet segítségül hívni.³ A Hpt. kiszervezéshez írt magyarázata szerint, mivel a hitelintézeti törvény az adatkezeléssel kapcsolatos fogalmakat nem határozza meg,

3 PSZÁF/MNB állásfoglalás: A PSZÁF szabályozói feladatköréből adódóan a pénzügyi szervezetek részére a vonatkozó jogszabályokkal kapcsolatban orientáló jogértelmezéseket, azaz állásfoglalásokat adott ki, amely tevékenységet 2013. október 1. óta az MNB lát el. Az állásfoglalások célja a Felügyelet álláspontjának ismertetése egy adott jogszabályi rendelkezés értelmezésével kapcsolatban, annak érdekében, hogy az állásfoglalást kérő személy a Felügyelet – nem kötelező erejű – állásfoglalása ismeretében kialakíthassa saját jogi álláspontját. (Forrás: <https://www.mnb.hu/felugyelet/szabalyozas/allasfoglalasok>; letöltve: 2022.07.19.)

így a kommentár megírásakor hatályos adatvédelmi jogszabályt, az Infotv.-t kell irányadónak tekinteni.⁴

A felügyeleti állásfoglalások nem teljesen konzekvensek, azonban jellemzően szintén az aktuálisan hatályos adatvédelmi jogszabályok alkalmazását tartották, tartják követendőnek. A hitelintézetekről és a pénzügyi vállalkozásokról szóló 1996. évi CXII. törvénnyel (a továbbiakban: régi Hpt.) kapcsolatban a hitelintézetek számára akkor állásfoglalások kiadására jogosult Pénzügyi Szervezetek Állami Felügyelete (a továbbiakban: PSZÁF) egyes állásfoglalásaiban rögzítette a kiszervezés fogalmának értelmezése szempontjából a személyes adatok védelméről és a közérdekű adatok nyilvánosságáról szóló 1992. évi LXIII. törvény (a továbbiakban: Avtv.) mint az adatkezelésre és adatvédelemre vonatkozó, akkor legmagasabb szintű jogszabály alkalmazásának célszerűségét.^{5,6,7} A későbbiekben az MNB a hatályos hitelintézeti törvénnyel kapcsolatban, egyedi ügyekben kiadott állásfoglalásaiban szintén többször arra a következtetésre jutott, hogy az adatkezelés fogalmának meghatározásához az akkor hatályos Infotv.-t kell alkalmazni.^{8,9}

Található azonban a fentiekkel ellentétes jogi következtetés is az MNB állásfoglalásai között. Az MNB az egyik egyedi ügyben a korábbiakban hivatkozott állásfoglalásokkal ellentétesen azt rögzítette, hogy „a kiszervezés megítélése során az MNB – a Hpt.-ben való definiálás hiányában – az adatvédelmi előírásokat, illetve egyes definíciókat csak az adatkezelés mibenléte és technológiája tekintetében hívja segítségül, függetlenül attól, hogy az Infotv. hatálya csak a természetes személyek adatainak védelmére terjed ki.”¹⁰ Megítélésem szerint felmerül, hogy az MNB

4 GÁLFALVI–KOVÁCS–PALASIKNÉ KIRSCHNER–SEREGDI (2016): *Kommentár a hitelintézetekről és a pénzügyi vállalkozásokról szóló 2013. évi CCXXXVII. törvényhez* (Kommentár a Hpt. 68. §-ához). Budapest: Wolters Kluwer.

5 PSZÁF (é. n.): *Hogyan értelmezendők a kiszervezés új, 2003. január 1-től hatályba lépő szabályai?* (Forrás: <http://alk.mnb.hu/data/cms2103227/penz113.pdf>; letöltve: 2022.07.19.)

6 PSZÁF (é. n.): *A bankitok átadása a külföldre történő kiszervezés során* (Forrás: https://alk.mnb.hu/data/cms2329697/allasfogl_penzpiac_111227.pdf; letöltve: 2022.07.19.)

7 PSZÁF (é. n.): *Mely tevékenység típusok minősülnek kiszervezett tevékenységnek?* (Forrás: <http://alk.mnb.hu/data/cms2103240/penz126.pdf>; letöltve: 2022.07.19.)

8 MNB (2017): *A Bszt. és a Hpt. kiszervezésre vonatkozó rendelkezéseinek értelmezése* (Forrás: [http://alk.mnb.hu/data/cms2454413/tmpF6FC.tmp\(14851343\).pdf](http://alk.mnb.hu/data/cms2454413/tmpF6FC.tmp(14851343).pdf); letöltve: 2022.07.19.)

9 MNB (2016a): *Állásfoglalás a hitelintézetekről és pénzügyi vállalkozásokról szóló 2013. évi CCXXXVII. törvény (Hpt.) 68. § (4) és (10) bekezdésében foglalt kiszervezéssel kapcsolatos egyes kérdések vonatkozásában* (Forrás: [https://alk.mnb.hu/data/cms2447027/tmp2C8A.tmp\(13566306\).pdf](https://alk.mnb.hu/data/cms2447027/tmp2C8A.tmp(13566306).pdf); letöltve: 2022.07.19.)

10 MNB (2019): *A kérelmező (Bank) állásfoglalás iránti kérelmében (Beadvány) a hitelintézetekről és a pénzügyi vállalkozásokról szóló 2013. évi CCXXXVII. törvény (Hpt.) 68. §-ának értelmezése kapcsán fordult az MNB-hez* (Forrás: [https://alk.mnb.hu/data/cms2464305/tmp7AD3.tmp\(17613425\).pdf](https://alk.mnb.hu/data/cms2464305/tmp7AD3.tmp(17613425).pdf); letöltve: 2022.07.19.)

ezen egyedi ügyben hozott megállapítása nem teljes mértékben áll összhangban a Hpt.-ben, valamint az Infotv.-ben és GDPR-ban foglalt előírásokkal, illetve az MNB egyéb állásfoglalásaival. Az idézett megállapítás helytállóságával kapcsolatos esetleges kételyeket pedig tovább erősíti, hogy az MNB az állásfoglalás IV. pontjában – az Infotv. 2. § (2) bekezdésében foglalt rendelkezéseket látszólag figyelmen kívül hagyva – a tényállás vizsgálata szempontjából releváns jogszabályi rendelkezésként hivatkozza az Infotv. 3. § 10. pontjában meghatározott adatkezelés fogalmát, amelyre azonban az Infotv. helyett a GDPR rendelkezéseit kell alkalmazni.

A fentiekre tekintettel összességében a kiszervezés definíciójának értelmezése kapcsán háttérszabályként álláspontom szerint a mindenkor hatályos adatvédelmi jogszabályok alkalmazhatók és alkalmazandók.

2. A KISZERVEZÉS FOGALMÁNAK MEGÍTÉLÉSE A GDPR TÜKRÉBEN

Az előzőekben ismertettem, hogy miért tartom az adatvédelmi jogszabályokat alkalmazandónak a kiszervezés definíciójának értelmezése során. A továbbiakban azt fogom megvizsgálni, hogy a kiszervezés fogalmában megjelenő egyes, adatvédelmi jogi szempontból releváns tényállási elemek milyen mértékben egyeztethetők össze a hatályos adatvédelmi jogszabályokkal; itt fontosnak tartom a vonatkozó jogszabályi környezet alakulásának rövid bemutatását is.

2.1. A kiszervezés jogintézményének megjelenése a hazai jogszabályokban

A pénzügyi intézmények vonatkozásában a kiszervezés jogintézménye a régi Hpt.-ben először 2001. január 1-jén jelent meg, amikor egy törvénymódosítással bekerült a jogszabály értelmező rendelkezései közé a kiszervezés fogalma (régii Hpt. 2. melléklet III. fejezet 41. pont), valamint önálló szakaszban szabályozásra kerültek a Felügyelet részére történő bejelentéssel, a kiszervezési szerződés tartalmi elemeivel és egyéb feltételekkel kapcsolatos elvárások (régii Hpt. 13/A. §). A kiszervezés definíciója ekkor úgy szólt, hogy *„kiszervezés: ha hitelintézet a szolgáltatáshoz kapcsolódó ügyviteli tevékenységet nem önállóan végzi, hanem annak elvégzésével tőle szervezetileg független, önálló gazdasági társaságot bíz meg.”* Kezdetben tehát a kiszervezés ügyviteli tevékenységek ellátására vonatkozott, a kiszervezést végző kizárólag egy független gazdasági társaság lehetett, és a definíció adatvédelmi rendelkezéseket nem tartalmazott.

A régi Hpt. 13/A.§-ának 2003. január 1-jétől hatályos módosítása azonban már úgy fogalmazott, hogy „a hitelintézet pénzügyi, illetve kiegészítő pénzügyi szolgáltatási tevékenységéhez kapcsolódó, illetve jogszabály által végezni rendelt olyan tevékenységét, amelynek során adatkezelés, adatfeldolgozás vagy adattárolás valósul meg, az adatvédelmi előírások betartása mellett kiszervezheti.” Módosították tehát a kiszervezhető tevékenységek körét, amely így már nem kizárólag ügyviteli tevékenységekre vonatkozhatott, hanem pénzügyi és kiegészítő pénzügyi szolgáltatási tevékenységhez kapcsolódó, vagy jogszabály által végezni rendelt tevékenységekre is.

Megjelent továbbá a fogalomban az a feltétel, hogy a tevékenység ellátása során adatkezelésnek, adatfeldolgozásnak vagy adattárolásnak kell megvalósulnia, illetve egyértelműen rögzítették azt a követelményt, hogy az ilyen jellegű tevékenység kizárólag „az adatvédelmi előírások betartása mellett” szervezhető ki. A törvénymódosítás indokolása a kiszervezés kapcsán a következő volt: „A törvény újraszabályozza a kiszervezésre vonatkozó – gyakorlatban eddig alkalmazhatatlan – rendelkezéseket. Ennek megfelelően a kiszervezés csak olyan tevékenységre értelmezhető, amelynek során adatkezelés, adatfeldolgozás vagy adattárolás valósul meg, és ezen tevékenységet folyamatosan vagy rendszeresen végzik.”¹¹ Az adatkezelés, adatfeldolgozás és adattárolás fogalmak azonban már a régi Hpt.-ben sem voltak definiálva, a gyakorlatban a korábban hivatkozott PSZÁF-állásfoglalások szerint az akkor hatályos Avtv. fogalmait volt célszerű alkalmazni.¹²

A hitelintézetek általi kiszervezések adatvédelmi szempontú vizsgálatának jelentősége és a jogszabályok közötti összhang hiánya már a jogintézmény megjelenését követő rövid időn belül megmutatkozott. 2004-ben az adatvédelmi biztos hivatalból kezdeményezett vizsgálatot annak megállapítására, hogy – egyéb jogszabályok mellett – a 2003-ban módosított, régi Hpt. kiszervezésre vonatkozó rendelkezései nem egyeztethetők össze az adatvédelmi jogszabályok előírásaival. Az adatvédelmi biztos – többek között – abban látta a problémát, hogy „az

11 Egyes pénz- és tőkepiaci tárgyú törvények módosításáról szóló 2002. évi LXIV. törvény indoklása a 10. §-hoz.

12 Érdekességként megemlítendő, hogy az Európai Bankhatóság 2019. február 25. napján közzétett EBA/GL/2019/02 sz. kiszervezésről szóló iránymutatásában (amelyet az MNB a külső szolgáltatók igénybevételeéről szóló 7/2020. sz. (VI.3.) számú ajánlásának kidolgozása során figyelembe vett) a kiszervezés fogalma szintén nem tartalmaz adatkezelésre vonatkozó feltételt, ennélfogva az egy jóval tágabb körre értelmezhető: „egy intézmény, pénzforgalmi intézmény vagy elektronikuspénz-kibocsátó intézmény és egy szolgáltató közötti bármilyen formájú megállapodás, amelynek alapján az adott szolgáltató egy olyan folyamatot végez, szolgáltatást nyújt vagy tevékenységet lát el, amelyet máskülönben az intézmények, pénzforgalmi intézmények és elektronikuspénz-kibocsátó intézmények látnának el.” Az MNB ettől függetlenül ajánlásában a kiszervezés tekintetében a hatályos ágazati jogszabályok szerinti fogalmat veszi alapul.

adatfeldolgozás az Avtv. értelmében eleve olyan tevékenység, amelyet az adatkezelő mással végeztet, ezért az adatfeldolgozás kiszervezése az Avtv. szabályai alapján nem értelmezhető.” Kiemelte továbbá, hogy a Hpt. nem biztosíthat lehetőséget arra, hogy magát az adatfeldolgozást szervezze ki az adatkezelő hitelintézet, tekintettel arra, hogy az ellentétben állna az Avtv. fent ismertetett azon rendelkezésével, amely kimondja, hogy az adatfeldolgozó tevékenységének ellátása során más adatfeldolgozót nem vehet igénybe (Avtv. 4/A. § (2) bek.).¹³

A hatályos hitelintézeti törvény – a régi Hpt.-hez hasonlóan – az értelmező rendelkezések között meghatározza a kiszervezés definícióját: *„kiszervezés: ha a pénzügyi intézmény a pénzügyi vagy kiegészítő pénzügyi szolgáltatási tevékenységéhez kapcsolódó vagy jogszabály által végezni rendelt olyan tevékenységét, amelynek során adatkezelés, adatfeldolgozás vagy adattárolás valósul meg, nem önállóan végzi, hanem annak folyamatos vagy rendszeres elvégzésére tőle szervezetileg független személlyel köt szerződést”* (Hpt. 6.§ (1) bek. 58. pont). A törvény kiszervezésre vonatkozó, külön alcímében pedig akként rendelkezik, hogy *„a hitelintézet pénzügyi és kiegészítő pénzügyi szolgáltatási tevékenységéhez kapcsolódó, illetve jogszabály által végezni rendelt olyan tevékenységét, amelynek során adatkezelés, adatfeldolgozás vagy adattárolás valósul meg, az adatvédelmi előírások betartása mellett kiszervezheti”* (Hpt. 68. § (1) bek.). Látható, hogy a régi Hpt.-ben lévő azon konjunktív tényállási elemek, amelyek meghatározzák, hogy mikor beszélhetünk kiszervezésről, a jelenleg hatályos definícióban is megtalálhatók: pénzügyi vagy kiegészítő pénzügyi szolgáltatási tevékenységhez való kapcsolódás, vagy a tevékenység végzésének valamely jogszabály által történtő elrendelése; adatkezelés, adatfeldolgozás vagy adattárolás megvalósulása; a tevékenység elvégzésének folyamatossága vagy rendszeressége, szervezetileg független személy közreműködése.

2.2. Az adatkezelés, adatfeldolgozás, adattárolás kritériuma

Az általános adatvédelmi rendelet 2018. május 25-től kezdődő hatályossá válásával egyidejűleg a személyes adatok védelmére irányadó jogszabályok Magyarországon akként változtak, hogy a továbbiakban a személyes adatok kezelésére főszabályként az uniós Rendeletben foglalt előírások váltak kötelezően alkalmazandóvá, a Rendelet hatálya alá tartozó személyesadat-kezelésekre vonatkozóan pedig a Rendeletet az Infotv. 2. § (2) bekezdésében felsorolt kiegészítésekkel kell

¹³ ABI (2005): *Az adatvédelmi biztos beszámolója I. 2004.* Budapest: Adatvédelmi Biztos Irodája, 111–112. (Forrás: <https://www.naih.hu/files/Adatvedelmi-biztos-beszamolaja-2004.PDF>; letöltve: 2022.07.19.)

alkalmazni. Az Infotv. mellett továbbá jelenleg is számos ágazati jogszabály tartalmaz előírásokat a személyes adatok kezelésére vonatkozóan.

A GDPR alkalmazandóvá válásával az adatfeldolgozó és adatfeldolgozás fogalma is átalakult a korábbiakhoz képest. Az Avtv.-ben az adatfeldolgozást az adatkezelés egy formájának meghatározásaként csupán az adatkezelés fogalmában említették (Avtv. 2. § 4. pont), az adatfeldolgozó személyére pedig az adatkezelő meghatározásánál szerepelt utalás: *„adatkezelő a 4. pontban meghatározott tevékenységet végző vagy mással végeztető szerv vagy személy”* (Avtv. 2. § 7. pont). A jogalkotó csak a későbbi törvénymódosításokban határolta el egyértelműen az adatkezelő és az adatfeldolgozó személyét, valamint az adatkezelés és az adatfeldolgozás fogalmát, mely utóbbi továbbra is az adatkezelés egy módját jelentette, és elsősorban technikai feladatok elvégzésére irányult.

Ezt követően az Infotv. elsőként hatályba lépett szövegváltozata szerint az adatfeldolgozás az adatkezelési műveletekhez kapcsolódó technikai feladatok elvégzését jelentette, függetlenül a műveletek végrehajtásához alkalmazott módszertől és eszköztől, valamint az alkalmazás helyétől, feltéve egyúttal, hogy a technikai feladatot az adatokon végezték (Infotv. 3. § 17. pont). Az akkori jogszabály szerint tehát az adatfeldolgozás kifejezetten az adatkezeléshez kapcsolódó, technikai jellegű, ugyanakkor technológiasemleges feladatokat és műveleteket jelentette.

2018. május 25-étől az adatkezelő és az adatfeldolgozó, valamint az adatkezelés fogalmára az általános adatvédelmi rendelet alkalmazandó. A GDPR szerint *„adatfeldolgozó: az a természetes vagy jogi személy, közhatalmi szerv, ügynökség vagy bármely egyéb szerv, amely az adatkezelő nevében személyes adatokat kezel”* (GDPR 4. cikk 8. pont). Az adatfeldolgozás definíciója viszont nem a Rendeletben, hanem 2018. július 26-tól – az Infotv. 2. § (2) bekezdése alapján – az Infotv. 3. § 17. pontjában található meg: *„adatfeldolgozás az adatkezelő megbízásából vagy rendelkezése alapján eljáró adatfeldolgozó által végzett adatkezelési műveletek összessége”*.

A GDPR és az Infotv. ezen rendelkezéseinek együttes értelmezése alapján rögzíthető, hogy az adatfeldolgozás mint művelet egyet jelent az adatkezeléssel mint művelettel, vagyis az adatfeldolgozó ugyanúgy adatkezelést végez, csak más személy megbízása alapján. Az adattárolásra vonatkozóan egyik jogszabály sem tartalmaz definíciót, az az adatkezelés egy nevesített műveletének minősül. A kiszervezés definíciójában nem egyértelmű tehát, hogy az adatkezelés mellett miért szükséges az adatfeldolgozás és az adattárolás műveletét külön nevesíteni.

Egyes adatkezelési műveletek felsorolása a hitelintézeti törvény szövegében könnyen azt a következményt vonhatja maga után, hogy esetleg szükségtelenül leszűkíti a kiszervezéssel kapcsolatos, lehetséges adatkezelési műveleteket azáltal, hogy az egyéb műveleteket (pl. gyűjtés, rögzítés, továbbítás stb.) ezzel a megfogal-

mazással kizárja. Ez a következmény ebben az esetben azonban azért nem jöhet szóba, mert a kiszervezés fogalma tartalmazza az adatkezelés gyűjtőfogalmát is, amelybe minden művelet beleértendő. Mindemellett nem egyértelmű ugyanakkor, hogy a műveletek közül miért szükséges az adatfeldolgozás és adattárolás külön nevesítése az adatkezelés mellett. Meglátásom szerint érdemes a kiszervezés fogalmából az adatfeldolgozás és az adattárolás műveleteket kivenni annak érdekében, hogy a hitelintézeti törvény ezen része összhangba kerüljön a jelenleg hatályos adatvédelmi jogszabályokkal.

2.3. Az érintettek meghatározása

A GDPR tartalmazza az „érintett” fogalmát is, amely szerint az érintett az azonosított vagy azonosítható természetes személy (GDPR 4. cikk 1. pont). Érintett tehát bármely olyan természetes személy lehet, aki személyes adata alapján azonosított vagy azonosítható. Hitelintézetek által történő adatkezelések tekintetében érintett jellemzően a hitelintézet ügyfele (aki a hitelintézettől pénzügyi szolgáltatást vesz igénybe, vagy ebből a célból kapcsolatba lép a hitelintézettel (Hpt. 160. § (2) bek.), például az adós, adóstárs, zálogkötelezett stb.), munkavállalója, vezető tisztségviselője, vagy szerződött partnereinek képviselői, kapcsolattartói. A hitelintézeti törvény a fenti definícióban az érintettek meghatározása körében szűkítést nem tartalmaz, így a kiszervezés fogalmában szereplő adatkezelés, adatfeldolgozás vagy adattárolás elvileg bármely természetes személy személyes adataira vonatkozhat.

Ezzel némileg ellentétesen fogalmaz a hitelintézeti törvényhez írt kommentár, amely szerint az adatkezelésnek kifejezetten ügyfelek egyedi adataira kell vonatkoznia, egyébként kiszervezésről nem beszélhetünk.¹⁴ Ekként vélekedett korábban a PSZÁF is az egyik állásfoglalásában, amelyben ugyancsak szűkítően értelmezte az érintett fogalmát, amikor egy adott tevékenység (számítógépes rendszergazdai tevékenység) megítélése során arra a következtetésre jutott, hogy „*abban az esetben minősül kiszervezett tevékenységnek, ha annak során a rendszergazda tényle-*

14 GÁLFALVI–KOVÁCS–PALASIKNÉ KIRSCHNER–SEREGDI (2016): *Kommentár a hitelintézetekről és a pénzügyi vállalkozásokról szóló 2013. évi CCXXXVII. törvényhez* (Kommentár a Hpt. 68. §-ához): „*Ha tehát a hitelintézet ügyfelének adatait kezelik, feldolgozzák vagy tárolják a mással történő tevékenységvégső során, akkor a kiszervezésnek e fogalmi eleme is megvalósul. Ha a tevékenység során egyedi ügyfeladatok nem jutnak a tevékenységvégső birtokába, akkor kiszervezésről nem beszélhetünk.*” Budapest: Wolters Kluwer.

gesen az Adatvédelmi tv. szerinti személyes adatnak minősülő ügyfeladat birtokába juthat”.¹⁵

Az MNB ezzel egyezően az adatkezelés, adatfeldolgozás, adattárolás műveleteket szintén következetesen kizárólag az ügyfelek adataira vonatkozóan tartja értelmezhetőnek, vagyis nem vonatkoztatja egyéb természetes személyek (munkavállalók, vezető tisztségviselők, természetes személy üzleti partnerek) személyes adataira.^{16,17} Egyik 2019-ben, tehát a GDPR alkalmazandóvá válását követően kiadott véleményében kifejezetten úgy foglal állást, hogy „...a Hpt. 68.§ (1) bekezdése szerinti kiszervezésnek kell tekinteni minden olyan pénzügyi szolgáltatáshoz kapcsolódó vagy jogszabály által végezni rendelt tevékenységet, amely a banki ügyfelek adatainak kezelésével, feldolgozásával vagy azok tárolásával jár...”, illetve rögzíti, hogy „az MNB kiszervezett tevékenységnek tekint minden olyan ténylegesen adatkezeléssel, adatfeldolgozással vagy adattárolással járó tevékenységet, amely banki ügyfeladatot, azaz banktitoknak minősülő adatot érint”.^{18,19}

Megítélésem szerint az MNB álláspontja érthető, és igazodik a törvény kiszervezéssel kapcsolatos előírásainak feltételezhető céljához, ugyanis a jogszabály feltehetőleg azért ír elő a kiszervezésre vonatkozóan szigorú szabályokat a hitelintézetek és kiszervezési tevékenységet végzők számára, hogy az ügyfelek személyes adatai (figyelemmel arra, hogy ezen személyes adatok jellemzően érzékeny, pénzügyi adatoknak minősülnek) az általános szabályokhoz képest még nagyobb védelemben részesüljenek. Amennyiben azonban a feltételezés helyes, úgy in-

15 PSZÁF: Mely tevékenység típusok minősülnek kiszervezett tevékenységnek? (Forrás: <http://alk.mnb.hu/data/cms2103240/penz126.pdf>; letöltve: 2022.07.19.)

16 MNB (2017): A Bszt. és a Hpt. kiszervezésre vonatkozó rendelkezéseinek értelmezése (Forrás: [http://alk.mnb.hu/data/cms2454413/tmpF6FC.tmp\(14851343\).pdf](http://alk.mnb.hu/data/cms2454413/tmpF6FC.tmp(14851343).pdf); letöltve: 2022.07.19.)

17 MNB (2016b): Állásfoglalás a bankbiztonsági tevékenységnek a hitelintézetekről és pénzügyi vállalkozásokról szóló 2013. évi CCXXXVII. törvény (Hpt.) szerinti kiszervezéssel kapcsolatos egyes kérdései vonatkozásában (Forrás: [http://alk.mnb.hu/data/cms2453653/tmp9A4F.tmp\(14510620\).pdf](http://alk.mnb.hu/data/cms2453653/tmp9A4F.tmp(14510620).pdf); letöltve: 2022.07.19.)

18 MNB (2019): A kérelmező (Bank) állásfoglalás iránti kérelmében (Beadvány) a hitelintézetekről és a pénzügyi vállalkozásokról szóló 2013. évi CCXXXVII. törvény (Hpt.) 68. §-ának értelmezése kapcsán fordult az MNB-hez (Forrás: [http://alk.mnb.hu/data/cms2464305/tmp7AD3.tmp\(17613425\).pdf](http://alk.mnb.hu/data/cms2464305/tmp7AD3.tmp(17613425).pdf); letöltve: 2022.07.19.)

19 Az MNB hivatkozott állásfoglalásával kapcsolatban érdemes rámutatni arra is: az MNB véleménye szerint a kiszervezésben az ügyfeladatok szempontjából lényegtelen, hogy jogi személy vagy természetes személy ügyfélről van szó, amely ugyan illeszkedik a banktitok szabályai közt meghatározott ügyfélfogalomhoz, azonban az adatvédelmi jogszabályokhoz már kevésbé, különös tekintettel arra, hogy az adatkezelés fogalmára az MNB által nem vitatottan a GDPR rendelkezéseit kell alkalmazni (ahogyan a PSZÁF is hasonlóan vélekedett az Avtv. alkalmazását illetően a fentiekben leírtak szerint).

dokoltnak tűnik a kiszervezés fogalmában egyértelműen megjeleníteni, hogy az adatkezelés a kiszervezés tekintetében kizárólag ügyfelek adataira vonatkozik.²⁰

A hitelintézeti törvény és a GDPR közötti fenti diszkrépancia a gyakorlatban leginkább a kiszervezési tevékenység megkezdésekor, vagyis az adott megállapodás kiszervezésnek (közvetítői vagy egyéb szerződésnek) minősítésekor okozhat nehézséget. A jogszabályi környezet alapján nem feltétlenül egyértelmű ugyanis, hogy az olyan tevékenységek, amelyek ügyfelek adatait nem, de például munkavállalók vagy egyéb természetes személyek adatait érintik, kiszervezésnek minősülnek-e. A minősítés jelentősége nem csupán azért fontos, mert ez egyúttal meghatározza a hitelintézet és a külső szolgáltató számára a tevékenységgel kapcsolatos feladatok pontos körét, hanem a jogviszony nem megfelelő kategorizálása a hitelintézet számára esetlegesen felügyeleti bírságot vagy egyéb szankciót, így pénzügyi, illetve reputációs veszteséget jelenthet.

2.4. A tevékenységvégzés folyamatossága vagy rendszeressége

A kiszervezés fogalmában adatvédelmi szempontból érdekes konjunktív tényállási elem a tevékenység végzésének folyamatos vagy rendszeres volta is, amelyből egyúttal következik, hogy feladatok külső szolgáltató által történő egyszeri vagy alkalmoszerű ellátása nem minősül kiszervezésnek. Ennek oka feltehetőleg az, hogy kiszervezés esetén rendkívül szigorú szabályokat kell betartani, amely egy egyedi esetben történő szolgáltatásnyújtás során feltehetőleg aránytalan terhet jelentene a hitelintézet és a külső szolgáltató számára, ezáltal esetleg akadályozva azt, hogy a hitelintézet az adott tevékenységet magasabb színvonalon, költséghatékonyabban vagy fejlettebb technológiával lássa el.

Ezzel kapcsolatban azonban felmerülhet kérdésként, hogy a folyamatosság vagy rendszeresség feltételét nem indokoltabb-e az adatkezeléssel kapcsolatban elvárni. Előfordulhat ugyanis, hogy a tevékenységvégzés során adatkezelés csak alkalmoszerűen valósul meg, és nem folyamatosan vagy rendszeresen, ami kockázatarányossági szempontból nem feltétlenül indokolja a kiszervezésre vonatkozó, szigorúbb kötelezettségek betartását. Meglátásom szerint ezen kérdések a gyakorlatban dilemmát okozhatnak a hitelintézet számára, ha a Hpt. rendelkezéseit a jogszabály lehetséges objektív céljait is vizsgálva kívánja értelmezni az adott tevékenység megítélése során.

²⁰ Megjegyzendő, hogy az ügyfél fogalmát a Hpt. nem határozza meg az értelmező rendelkezések között, az a törvényben a banktitokra vonatkozó rendelkezéseknél jelenik meg (Hpt. 160. § (2) bekezdés).

3. ÖSSZEFOGLALÁS

A fentiekben megvizsgáltam a kiszervezés fogalmában az adatvédelmi szempontból releváns tényállási elemeket, és ennek során az alábbi következtetéseket tudtam levonni. A kiszervezés egyik lényegi eleme – szinte már a jogintézmény megjelenésétől fogva – a kiszervezett tevékenység ellátása során megvalósuló adatkezelés (valamint adatfeldolgozás és adattárolás), amelyre az adatvédelemmel és adatkezeléssel kapcsolatos legmagasabb szintű jogszabályok, nevezetesen az általános adatvédelmi rendelet és az Infotv. egyes rendelkezéseit tekinthetjük irányadónak. Az adatkezeléssel kapcsolatos, hatályos jogszabályok egyértelműen és jól körülhatárolhatóan meghatározzák a személyes adat, az érintett, az adatkezelés és az adatfeldolgozás fogalmait.

A kiszervezésnek a Hpt.-ben szereplő definíciója azonban álláspontom szerint több szempontból sem illeszkedik ezen adatvédelmi fogalmakhoz, így nem világos, hogy a jogalkotó az adatkezelés mellett miért nevesíti külön az adatfeldolgozás és az adattárolás műveletét, továbbá nem egyértelmű, hogy az adatkezelés minden érintettre vonatkozik-e, vagy csak kifejezetten a természetes személy ügyfelekre, valamint vitatható, hogy az adatkezelésnek elengedhetetlen feltétele-e a folyamatosság, illetve rendszeresség, vagy eseti adatkezelésekre is érdemes-e vonatkoztatni. A fenti kérdések megítélésem szerint nem csupán elméleti, hanem gyakorlati problémákat is okozhatnak a jogalkalmazók számára.

A hitelintézetek a pénzügyi szektor részeként rendkívül fontos szerepet töltenek be a gazdaságban. Folyamatos és gazdasági szereplők szempontjából biztonságos működésük ezért olyan alapvető állami és társadalmi érdek, amelynek a biztosításához szükségeszerű a szektor szabályozottsága. Mindemellett ugyanakkor elengedhetetlen a jogot alkalmazó hitelintézetek és az általuk esetleges megbízni kívánt külső szolgáltatók számára, hogy a tevékenységükre vonatkozó jogszabályok átláthatók, alkalmazhatók és betarthatók legyenek. Tekintettel arra, hogy a jogszabályok közötti összhang hiánya a hitelintézetek működésének hatékonyságát csökkentheti, és a jogalkalmazók számára bizonytalanságot okozhat, indokoltnak tűnik a hatályos hitelintézeti törvény felülvizsgálata és a kiszervezés fogalmának szükség szerinti módosítása az átlátható és betartható követelmények biztosítása és az egységes joggyakorlat kialakulása érdekében.

HIVATKOZÁSOK

Jogszabályok

- A hitelintézetekről és a pénzügyi vállalkozásokról szóló 2013. évi CCXXXVII. törvény (Hpt.)
- A hitelintézetekről és a pénzügyi vállalkozásokról szóló 1996. évi CXII. törvény (Hpt.)
- A személyes adatok védelméről és a közérdekű adatok nyilvánosságáról szóló 1992. évi LXIII. törvény (Avtv.)
- A természetes személyeknek a személyes adatok kezelése tekintetében történő védelméről és az ilyen adatok szabad áramlásáról, valamint a 95/46/EK irányelv hatályon kívül helyezéséről szóló az Európai Parlament és a Tanács (EU) 2016/679 rendelet (GDPR)
- ABI (2015): Az adatvédelmi biztos beszámolója 2004. Budapest: Adatvédelmi Biztos Irodája, 111-112. o. (Forrás: <https://www.naih.hu/files/Adatvedelmi-biztos-beszamolaja-2004.PDF>; letöltés dátuma: 2022.07.19.)
- Az információs önrendelkezési jogról és információs szabadságról szóló 2011. évi CXII. törvény (Infotv.)
- Egyes pénz- és tőkepiaci tárgyú törvények módosításáról szóló 2002. évi LXIV. törvény

Dokumentumok

- EBA (2019): Iránymutatás a kiszervezésről, EBA/GL/2019/02, 2019. február 25. (Forrás: https://www.eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/2761380/71c44093-b908-4532-b464-1ef8818458e/EBA%20revised%20Guidelines%20on%20outsourcing_HU.pdf?retry=1; letöltés dátuma: 2022.07.19.)
- GÁLFALVI GÉZA – KOVÁCS ERIKA – PALASIKNÉ KIRSCHNER DÓRA – SEREGDI LÁSZLÓ (2016): *Kommentár a hitelintézetekről és a pénzügyi vállalkozásokról szóló 2013. évi CCXXXVII. törvényhez* (Kommentár a Hpt. 68. §-ához). Budapest: Wolters Kluwer.
- MNB (2016a): Állásfoglalás a hitelintézetekről és pénzügyi vállalkozásokról szóló 2013. évi CCXXXVII. törvény (Hpt.) 68. § (4) és (10) bekezdésében foglalt kiszervezéssel kapcsolatos egyes kérdések vonatkozásában (Forrás: [https://alk.mnb.hu/data/cms2447027/tmp2C8A.tmp\(13566306\).pdf](https://alk.mnb.hu/data/cms2447027/tmp2C8A.tmp(13566306).pdf); letöltés dátuma: 2022.07.19.)
- MNB (2016b): Állásfoglalás a bankbiztonsági tevékenységnek a hitelintézetekről és pénzügyi vállalkozásokról szóló 2013. évi CCXXXVII. törvény (Hpt.) szerinti kiszervezéssel kapcsolatos egyes kérdései vonatkozásában (Forrás: [http://alk.mnb.hu/data/cms2453653/tmp9A4F.tmp\(14510620\).pdf](http://alk.mnb.hu/data/cms2453653/tmp9A4F.tmp(14510620).pdf); letöltés dátuma: 2022.07.19.)
- MNB (2017): A Bszt. és a Hpt. kiszervezésre vonatkozó rendelkezéseinek értelmezése (Forrás: [http://alk.mnb.hu/data/cms2454413/tmpF6FC.tmp\(14851343\).pdf](http://alk.mnb.hu/data/cms2454413/tmpF6FC.tmp(14851343).pdf); letöltés dátuma: 2022.07.19.)
- MNB (2019): A kérelmező (Bank) állásfoglalás iránti kérelemében (Beadvány) a hitelintézetekről és a pénzügyi vállalkozásokról szóló 2013. évi CCXXXVII. törvény (Hpt.) 68. §-ának értelmezése kapcsán fordult az MNB-hez (Forrás: [https://alk.mnb.hu/data/cms2464305/tmp7AD3.tmp\(17613425\).pdf](https://alk.mnb.hu/data/cms2464305/tmp7AD3.tmp(17613425).pdf); letöltés dátuma: 2022.07.19.)
- MNB (2020): A Magyar Nemzeti Bank 7/2020. (VI.3.) számú ajánlása a külső szolgáltatók igénybeveteléről, 1. o. (Forrás: <https://www.mnb.hu/letoltes/7-2020-kulso-szolgáltato-igenybevetele.pdf>; letöltés dátuma: 2022.07.19.)
- PSZÁF: A bankitok átadása a külföldre történő kiszervezés során (Forrás: https://alk.mnb.hu/data/cms2329697/allasfogl_penzpiac_111227.pdf; letöltés dátuma: 2022.07.19.)
- PSZÁF: Hogyan értelmezendők a kiszervezés új, 2003. január 1-től hatályba lépő szabályai? (Forrás: <http://alk.mnb.hu/data/cms2103227/penz113.pdf>; letöltés dátuma: 2022.07.19.)
- PSZÁF: Mely tevékenység típusok minősülnek kiszervezett tevékenységnek? (Forrás: <http://alk.mnb.hu/data/cms2103240/penz126.pdf>; letöltés dátuma: 2022.07.19.)

IRÁNYTŰ AZ EURÓPAI GAZDASÁGI INTEGRÁCIÓ MEGÉRTÉSÉHEZ

Halmi Péter

Európai gazdasági integráció

Budapest, 2020

Dialóg Campus Kiadó



Abban az esetben, ha a hazai olvasó kezébe az európai integráció kérdéseit feszegető, új könyv kerül, akkor a szerző kiléte nem sokáig marad kérdéses. Halmi Péter ugyanis több évtizedes nemzetközi gazdaságtant, makroökonómiát és összehasonlító gazdaságtant, valamint agrár-közgazdaságtant érintő kutatómunkájának eredményeként az utóbbi években számos kötetet és folyóiratcikket¹ jelentetett meg e témakörrel. Talán nem túlzó az az állítás, hogy az Európai Unió gazdasági dimenzióit az elsők között az ő tollából ismerhettük meg.

Halmi Péter egyébiránt jelenleg a Budapesti Műszaki Egyetem (BME) Közgazdasági Tanszékének és a Nemzeti Közszolgálati Egyetem (NKE) Államtudományi és Nemzetközi Tanulmányok Kar Közpénzügyi Tanszékének az egyetemi tanára. 2016 óta az MTA levelező, majd 2022 óta rendes tagja. A leginkább az európai gazdasági integrációhoz kapcsolódó munkásságát számos díjjal ismerték el: a többi között megkapta a Széchenyi-díjat, az Akadémiai Díjat, a Jean Monnet-professzor címet, valamint az MTA előterjesztése alapján Magyar Érdemrend Lovagkereszt kitüntetésben is részesült.

Mindennek tükrében nem meglepő, hogy az olvasóközönség mindig kimondott érdeklődéssel veszi kezébe a szerző új könyvét/könyveit. A 2020-as évben az európai integrációt, az európai közös politikákat alkalmazott gazdaságtani megközelítésben bemutató könyve *Európai gazdasági integráció* címmel jelent meg a Dialóg Campus Kiadó gondozásában.

A könyv tizenegy hosszabb fejezetre tagolódik. A fejezetek, ahogyan a bevezető részben is olvasható, olyan kérdések köré csoportosulnak, mint a gazdasági integráció elméleti alapjai, a közös kereskedelempolitika, a versenypolitika, az Európai Unió közös költségvetése, a közös agrárpolitika, a regionális politika, a

¹ A szerző néhány, a kötet közvetlen előzményét képező, ugyancsak átfogó kérdéseket tárgyaló műve pl. HALMAI (2013; 2014; 2017; 2019c stb.).

Gazdasági és Monetáris Unió, a gazdaságpolitikai koordináció, fiskális politika, stabilitási paktum, a Gazdasági és Monetáris Unió jövője, az európai növekedési potenciál eróziója és az európai növekedési paktumok.² Az olvasó hamar átfogó képet kaphat a gazdasági integráció kérdésköréről. A mű egyrészt a témakör tekintetében releváns kategóriákra koncentrál, amelyek pontos megértése az eligazodás alapfeltétele. Ám a mozaik egyidejűleg szigorú logikával felépített rendszert közvetít. Az egyes elemek feszes rendszerben illeszkednek. A kötet révén az olvasó következetesen felépített, komplex képet kap az európai gazdasági integráció rendszeréről.

Az első fejezet a *gazdasági integráció elméleti alapjait* járja körül, a szerző külön kiemeli az európai konstrukciót, a globális és regionális integrációt, a kutató sajátos kategóriarendszerében a mély-, a mag- és a differenciált integráció³ rendszereit, a belső piacot, a vámunió hatásait, a gazdasági integráció hatásainak mérését, illetve a piacméretet és méretgazdaságosságot.⁴

A gazdasági integráció európai konstrukcióját olyan fogalmak meghatározásával tekinti át, mint például a preferenciális vámövezet, a szabadkereskedelmi övezet, a vámunió, a közös piac, a politikai unió. Ezen fogalmak meghatározásával az olvasó sokkal közelebb kerül az adott téma megértéséhez. Ezt követően a globalizációs folyamatok és a globális integráció szoros összefüggéseit magyarázza el, amelyek alatt például az egykor széttagolt piacokat érti. A *belső piac* részt az 1958-ban megkötött Római Szerződéssel vezeti be, amely kiemelkedő jelentőséggel bír a tagállamok közötti kereskedelmi akadályok eltörlésében. A folytatásban a közös piacról, a belső piacról, a négy alapszabadságról, az európai integráció szimbólumáról, a belső piac erősítésével kapcsolatos súlyponti területekről, valamint a pénzügyi szolgáltatásokról értekezik.⁵ A recenzens a mélyebb összefüggések feltárásán túl kimondott érdemnek gondolja az alapfogalmak feszes tisztázását. Ugyanis egyre gyakoribb, hogy a gazdasági újságírásban, de még a tudományos igényű munkákban is elmarad a megértést szolgáló és gyakran átalakuló fogalmak pontos definíciója. Azok hiányában pedig gyakran könnyen zavar támadhat a gondolatmenetben. (A könyvben a legfontosabb terminusokra az *Áttekintendő fogalmak egysége* hívja fel a figyelmet.)

A következő alfejezetben belül „a vámunió nem tekinthető a szabadkereskedelem irányába tett lépésnek” című állítás logikáját magyarázza el. A gazdasági integráció hatásait három fő mérési csoportba sorolja, a reziduális modellbe, az ökonometriai modellbe és a számszerűsítő általános egyensúlyi modellbe,

2 HALMAI, 2020a:11–13.

3 E témakörökről l. részletesen HALMAI (2019c, 2020g).

4 HALMAI, 2020a:13–46.

5 HALMAI, 2020a:13–31.

ezen csoportokat részletesen le is írja. A piacméretet és a méretgazdaságosságot ábrákon keresztül mutatja be. Példaként említhetők a versenyképességi és a fedezetipont-görbék, valamint a jóléti hatásokat bemutató illusztrációk.⁶

A második fejezet a *közös kereskedelempolitikát* mutatja be. Olyan kérdéseket jár körbe, mint például azt, miért szükséges a közös kereskedelempolitika, melyek a nemzetközi kereskedelem jellemző adatai a az Európai Unió vonatkozásában, milyen alapelvei, céljai és eszközei vannak a közös kereskedelempolitikának, melyek a típusai a kereskedelmi kapcsolatoknak, hogyan növekedett a szabadkereskedelmi megállapodások szerepe, mi a dezintegráció és a kereskedelempolitika közötti összefüggés.⁷

Az alfejezeteken belül kiemelhetők a *közös kereskedelempolitika eszközei*, amelyeket egyrészt táblázatba foglal, másrészt pedig részletesen is bemutat. A szabadkereskedelmi megállapodásokat ugyancsak részletesen kidolgozva ismerteti, ugyanis az előbbieken említett megállapodásokat országonként felsorolva, kiváloán szemlélteti.⁸ A mű mélyreható módon, külön kitér a brexit problémakörére.⁹

A harmadik fejezet, amely rövidebb része a könyvnek, a *versenypolitikáról* szól. A közösségi versenypolitika létrehozásának céljait, az állami támogatásokat, a vállalkozásokra vonatkozó szabályokat, illetve az államra vonatkozó uniós versenyjogi szabályokat írja le.¹⁰ A fejezet érdekessége, hogy a versenykorlátozó megállapodásokat, a magatartások tilalmait, a gazdasági erőfölénnyel történő visszaélés tilalmait, valamint a vállalkozások összefonódásának ellenőrzését is magában foglalja.¹¹

A negyedik fejezet az *Európai Unió közös költségvetéséről* szól, amelyben a szerző kiemeli az Európai Unió költségvetésének fő sajátosságait, a közös költségvetés alapelveit, változásait, a közös költségvetés és az európai polgárok kapcsolódását, a költségvetés szerkezetét, a többéves pénzügyi tervek rendszerét, Magyarország és a közös költségvetés sajátosságait, illetve a közös költségvetés jövőjét.¹²

Különleges figyelmet fordít a közös költségvetés alapelveinek magyarázatára, például az externalitás elvét, az oszthatatlanság elvét, a kohézió elvét, a szubsidiaritás elvét és az adicionalitás elvét részletesen leírja. A közös költségvetés vál-

6 HALMAI, 2020a:31–46.

7 HALMAI, 2020a:49–76.

8 HALMAI, 2020a:49–76.

9 A szerző több művében elemezte a brexit problémakörét (l. HALMAI, 2018b; 2020b; 2020c; 2020e).

10 HALMAI, 2020a:79–88.

11 HALMAI, 2020a:79–88.

12 HALMAI, 2020a:91–115.

tozásait időrendi sorrendben foglalja össze, kezdve az 1960-as évektől egészen a 2010-es évekig.¹³

Az ötödik fejezet a *közös agrárpolitikát* foglalja magában. Halmai Péter kitér többek között a közös agrárpolitika (KAP) céljaira, szabályozási területeire, változásaira, reformjaira, szerződéses alapjaira, a közös piacszervezetekre, a közvetlen támogatásokra, az integrált vidékfejlesztésre, a 2020 utáni rendszerre, valamint a közös agrárpolitika jövőjére.¹⁴

A közös agrárpolitika változásain és reformjain belül az 1958. évi stresai konferencia sarokpontjait mutatja be, majd a KAP reformja körüli tényezőket ismerteti, és végül a 2013 utáni rendszer főbb alapelveit vázolja fel. Az első és a második pillér leírását követően a 2020 utáni rendszerre fekteti a hangsúlyt, ahol a főbb prioritásokat ismerteti, valamint ábrák révén körvonalazza a közvetlen támogatások 2020 utáni rendszerét. A fejezet végén kitekint a közös agrárpolitika jövőjére és a radikális reform lehetőségeire, s felvillantja a renacionalizáció elméleti lehetőségét.¹⁵

A hatodik fejezet a *regionális politikát* járja körül. A regionális fejlettségbeli különbségeket, a konvergencia, a divergencia¹⁶, az integráció, a specializáció fogalmait, a gazdasági tevékenység elhelyezkedésének elméleti hátterét tárja fel, illetve a kohéziós politika 2014 és 2020 között működő rendszerét mutatja be.¹⁷ Mindez Magyarországon örökzöld témának számít, és a recenzens véleménye szerint még jó ideig az is marad. Érdeemes tehát elmerülni ennek a fejezetnek a fő mondanivalójában is. A fejezet különlegessége, hogy kiváló ábrákon és térképeken keresztül mutatja be a regionális politika sajátosságait. Az előbbieken említett fogalmi meghatározásokon túl az európai integráció lokációs hatásait és a regionális munkanélküliséget összefüggéseit is áttekinti. A fejezet végén az Európa 2020 stratégiáját is bemutatja.¹⁸

A hetedik fejezet, amely az egyik leghosszabb része a könyvnek, a *Gazdasági és Monetáris Unió* (GMU) rejtelseibe nyújt betekintést. Először is a Gazdasági és Monetáris Unió kiépítésével kezd, majd az optimális valutaövezetek elméleteit és feltételeit határozza meg. Ezután a maastrichti rendszer alapvető sajátosságait, az

13 HALMAI, 2020a:91–115.

14 HALMAI, 2020a:117–142. A témakört legutóbb átfogó módon tárgyalta: HALMAI (2020h).

15 HALMAI, 2020a:117–142.

16 A konvergencia problémaköréről l. pl. HALMAI–VÁSÁRY (2010a; 2012), HALMAI (2009; 2019a; 2019b; 2021b).

17 HALMAI, 2020a:145–176.

18 HALMAI, 2020a:145–176.

eurórendszer felépítését, működését és tapasztalatait, végül a mennyiségi lazításokat írja le.¹⁹

A Gazdasági és Monetáris Unió kiépítését történelmi keretbe foglalja, kezdve az 1969-es hágai csúcstalálkozótól egészen az 1989 decemberében megrendezett, strasbourgi Európai Tanács kormányközi konferenciáig. Az optimális valutaövezetek elméletein belül a lehetetlen hármasságot, a reálárfolyamot és a vásárlóerőparitást is elemzi. Az eurórendszer ismertetésére nagy hangsúlyt fektet, olyannyira, hogy elsősorban az Európai Központi Bank (EKB) és az euróövezet nemzeti bankjainak fő sajátosságait mutatja be, majd a Taylor-szabályt és az egységes monetáris politikát ismerteti. A fejezet utolsó részében az euró bevezetésének kezdeti tapasztalatait és nehézségeit ismerteti, példaként említhető a 2000-es évek elején megjelenő olajsokk vagy a 2001. szeptember 11-i terrortámadás utáni időszak.²⁰

A nyolcadik fejezet a *gazdaságpolitikai koordinációról, a fiskális politikáról és a stabilitási paktumról* szól. Az alfejezetek között olvashatjuk az átfogó gazdaságpolitikai iránymutatásokat, a fiskális politikát a monetáris unióban, a fiskális politikai externáliákat, a fiskális politikát az euróövezetben, a Stabilitási, Koordinációs és a Növekedési Szerződést, a stabilitási paktum ellentmondásait, valamint makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére irányuló eljárásokat.²¹

A fejezet olvasása során mélyebb rálátást kaphatunk olyan fontos kérdésekre, mint például a monetáris unióhoz csatlakozó államnak milyen tényezőket kell feladnia, mit jelent a diszkrecionális fiskális politika, milyen problémákhoz vezethet a fiskális fegyelem hiánya az euróövezetben, milyen célokat tartalmaz a 2011-ben aláírt Euró Plusz Paktum, és mi a makrogazdasági egyensúlyhiány kezelésére irányuló eljárás központi eleme.²²

A kilencedik fejezet a *Gazdasági és Monetáris Unió rendszerével és jövőjével* foglalkozik. Alapos ismertetésről van szó, amely megmutatja a Gazdasági és Monetáris Unió szerkezeti problémáit, definiálja a többsebességű Európát, valamint leírja a legutóbbi pénzügyi és gazdasági válság kezelését, illetve a GMU reformjait.²³

A kilencedik fejezet valójában a hetedik fejezet gondolatait viszi tovább, például az *euró bevezetése és a konvergencia* dimenziói körüli tényezőket mutatja be. Az alfejezeteken belül a következő kifejezéseket is részletesen meghatározza: a valutaunió, a fiskális szuverenitás és a fegyelem, a tagállami szintű bankfelügye-

19 HALMAI, 2020a:177–215.

20 HALMAI, 2020a:177–215.

21 HALMAI, 2020a:217–234.

22 HALMAI, 2020a:217–234.

23 HALMAI, 2020a:235–266. A GMU-reform témakörét behatóan tárgyalta a következő művekben: HALMAI (2013; 2017; 2018c; 2019c; 2020a; d; e; 2021a; c; 2022).

let, a korlátozott gazdaságpolitikai koordináció, illetve az optimális valutaövezet endogenitásának feltételezése. Ezt követően megismerkedhetünk a folyó fizetési mérleg egyensúlytalanságaival és a Gazdasági és Monetáris Unió jelenlegi eszköztárával, illetve perspektivikus reformjának lehetőségeivel.²⁴

A tizedik fejezet az *európai növekedési potenciál eróziójáról* szól. Kitér többek között a termelékenység alakulására, az idősödő társadalomra, az európai növekedési potenciál kifulladására, valamint a legutóbbi pénzügyi és gazdasági válság tanulságaira.²⁵ A fejezet elején a termelékenység dinamikáját magyarázó fő tényezőket hosszasan bemutatja, példaként említhető a ledolgozott munkaórák számának alakulása és a teljes tényezőtermelékenység alakulása. Ezután a potenciális növekedési ütem mérséklődésének fő okaival is találkozhatunk, ahol többek között szó esik a foglalkoztatás növelésének korlátozott lehetőségeiről, valamint a teljes tényezőtermelékenység dinamikájának kifulladásáról. A fejezet utolsó részeiben megismerkedhetünk a 2008-ban kezdődött pénzügyi és gazdasági válságból való kilábalás körülményeivel, illetve a krízis utáni helyzettel.²⁶

Az utolsó fejezet az *európai növekedési programokkal* foglalkozik. Az alfejezetek címei között olvashatjuk a lisszaboni stratégiát, a szerkezeti reformok hatásait, a makrogazdasági hatásokat, valamint az Európa 2020 stratégiát. Az utóbbiról a könyv előző fejezeteiben már volt szó, azonban e helyen azokat részletesebben taglalja. Ennek köszönhetően kitér a stratégiában leírt célokra, prioritásokra, az innovációra épülő gazdaságra, illetve az inkluzív növekedésre.²⁷

A könyv fejezetei sok irányból exponálják a gazdasági integráció elméleti alapjait, a közös kereskedelempolitikát, a versenypolitikát, az Európai Unió közös költségvetését, a közös agrárpolitikát, a regionális politikát, a Gazdasági és Monetáris Uniót, a gazdaságpolitikai koordinációt, a Gazdasági és Monetáris Unió jövőjét, az európai potenciál erózióját, valamint az európai növekedési programokat. A mű számos példán keresztül mutatja be a gazdasági integráció különböző történeti korszakait, azon belül elsősorban a gazdasági integráció szorosabbá válásának folyamatára helyezi a hangsúlyt. A kiváló ábrák, táblázatok, térképek és diagramok folyamatosan segítik az olvasót a könyv mélyebb megértésében. A kötet biztonsággal ajánlható az európai gazdasági integráció folyamatai iránt érdeklődő szakembereknek és kutatóknak. Ráadásul stílusát, gondolati mélységét

24 HALMAI, 2020a:235–266.

25 HALMAI, 2020a:269–283. A kötet növekedéseméleti előzményeiről; illetve az integráció növekedési hatásairól l. ELEKES – HALMAI (2013a; b; 2019); HALMAI (2011; 2014; 2015a; b; 2018a); HALMAI–VÁSÁRY (2010b; 2011).

26 HALMAI, 2020a:269–283.

27 HALMAI, 2020a:285–303. A kötetben leírtak jól felhasználhatók az újabb EU-növekedési programok elemzése során is.

és mondanivalóját tekintve EU-s gazdasági alap- és mesterkurzusok nélkülözhetetlen kötelező irodalmaként is ajánlhatjuk. A recenzens szerint kimondottan öröndetes, hogy a tudományos kézikönyv egyúttal gazdagítani kívánja a hazai tankönyvpiac ma már egyre inkább beszűkülő bázisát, és egyszerre tárgyal elemi fontosságú kérdéseket közérthető, de egyben komoly szakmaisággal. A könyv nem hiányozhat az igényes integrációkutatók könyvtárából és a magukra valamit is adó könyvtárak és egyetemek polcairól.

Pásztor Szabolcs – Tamás Szintia

HIVATKOZÁSOK

- ELEKES, ANDREA – HALMAI, PÉTER (2013a): Growth Model of the New Member States: Challenges and Prospects. *Intereconomics – Review of European Economic Policy*, 48(2), 124–130.
- ELEKES ANDREA – HALMAI PÉTER (2013b): Az új tagállamok növekedési modellje: Kihívások és kilátások. *Külgazdaság* 57(7–8), 32–66.
- ELEKES, ANDREA – HALMAI, PÉTER (2019): How to overcome the crisis of the European growth potential? The role of the government. *European Journal of Comparative Economics*, 16(2), 313–334.
- HALMAI PÉTER (2009): Felzárkózás és konvergencia az Európai Unióban. *Statistikai Szemle*, 87(1), 41–62.
- HALMAI PÉTER(2011): Válság és potenciális növekedés az Európai Unióban. *Közgazdasági Szemle*, 58(12), 1059–1081.
- HALMAI PÉTER(2013): Európai integráció és szuverenitás. A gazdasági kormányzás új dimenziói. *Magyar Tudomány*, 174(4), 411–421.
- HALMAI PÉTER (2014): *Krízis és növekedés az Európai Unióban. Európai modell, strukturális reformok*. Budapest: Akadémiai Kiadó.
- HALMAI PÉTER (2015a): Az európai növekedési potenciál eróziója és válsága. *Közgazdasági Szemle*, 62(4), 379–414.
- HALMAI PÉTER (2015b) Strukturális reformok és növekedési potenciál az Európai Unióban. *Pénzügyi Szemle*, 60(4), 510–525.
- HALMAI PÉTER (2017): Új geometria: „teljes” gazdasági és monetáris unió? A gazdasági kormányzás új dimenziói az Európai Unióban. *Magyar Tudomány*, 178(1), 6–17.
- HALMAI PÉTER (2018a): Az európai növekedési modell kifulladásá. *Közgazdasági Szemle*, 65(2), 122–160.
- HALMAI PÉTER (2018b): A Brexit lehetséges gazdasági hatásai. Gazdaságtani alapok, módszertani lehetőségek. *Európai Tükör*, XXI(2), 7–32.
- HALMAI PÉTER (2018c): Európai reformok: Többsebességű Európa? Differenciált gazdasági integráció versus átfogó reform. *Európai Tükör*, 21(3), 21–44.
- HALMAI PÉTER (2019a): Konvergencia és felzárkózás az euróövezetben. *Közgazdasági Szemle*, 66(6), 687–712.
- HALMAI PÉTER (2019b): Felzárkózás és konvergencia az európai integráció rendszerében. In: KOVÁCS LAJOS PÉTER (szerk.) (2019): *Európa közel-távol*. Budapest: Éghajlat Könyvkiadó, 189–230.

- HALMAI PÉTER (2019c): Bevezetés: tagállami integrációs modellek, 15–27; Differenciált integráció: gazdasági integrációs modellek, 67–142. In: HALMAI PÉTER (szerk.) (2019): *Tagállami integrációs modellek. A gazdasági kormányzás új dimenziói az Európai Unióban*. Budapest: Dialóg Campus.
- HALMAI PÉTER (2020a): *Európai gazdasági integráció*. Budapest: Dialóg Campus.
- HALMAI, PÉTER (2020b): A brexit gazdaságtana, 85–212. In: HALMAI PÉTER (szerk.) (2020f): *A BREXIT forgatókönyvei és hatásai*. Budapest: Nordex Nonprofit Kft. – Dialóg Campus Kiadó.
- HALMAI PÉTER (2020c) A dezintegráció gazdaságtana. A brexit esete. *Közgazdasági Szemle*, 67(9), 837–877.
- HALMAI PÉTER (2020d): GMU 2.0: felelősség versus szolidaritás? *Külgazdaság*, 64(9–10), 3–34.
- HALMAI PÉTER (2020e) A populizmus ára: a Brexit adó. *Magyar Tudomány*, 181(12), 1621–1635.
- HALMAI PÉTER (szerk.) (2020f): *A BREXIT forgatókönyvei és hatásai*. Budapest: Nordex Nonprofit Kft. – Dialóg Campus Kiadó.
- HALMAI PÉTER (2020g): *Mélyintegráció. A Gazdasági és Monetáris Unió ökonómiaja*. Budapest: Akadémiai Kiadó.
- HALMAI PÉTER (2020h): A Közös Agrárpolitika rendszere, 11–48., A Közös Agrárpolitika reformja, 49–104. In: HALMAI P. (szerk.) (2020): *A Közös Agrárpolitika rendszere*. Budapest: Dialóg Campus.
- HALMAI PÉTER (2021a): Központban a reziliencia. A Gazdasági és Monetáris Unió mélyülésének egyes tényezői. *Pénzügyi Szemle*, 66(1), 7–31.
- HALMAI PÉTER (2021b): Körkérdés: Konvergencia versus divergencia? Kríziskezelés és kilábalás az Európai Unióban. *Külgazdaság*, 65(1–2), 45–48.
- HALMAI PÉTER (2021c): Bevezető gondolatok, 7–21; GMU 2.0? Teljes GMU felé, 21–62; A Gazdasági és Monetáris Unió rendszerének egyes sajátosságai, 197–288. o. In: HALMAI, PÉTER (szerk.) (2021): *A Gazdasági és Monetáris Unió jövője. Európai perspektívák*. Budapest: Ludovika Egyetemi Kiadó
- HALMAI, PETER(2022) Responsibility Versus Solidarity? Key Issues for the EMU. *Romanian Journal of European Affairs*, 22(1) June, 85–103.
- HALMAI, PÉTER – VÁSÁRY, VIKTÓRIA (2010a): Real convergence in the new Member States of the European Union (Shorter and longer term prospects). *European Journal of Comparative Economics*, 7(1), 229–253.
- HALMAI, PÉTER – VÁSÁRY, VIKTÓRIA (2010b): Growth Crisis in the EU: Challenges and Prospects. *Intereconomics – Review of European Economic Policy*, 45(5), 329–336.
- HALMAI, PÉTER – VÁSÁRY, VIKTÓRIA (2011): Crisis and economic growth in the EU: Medium and long-term trends. *Acta Oeconomica*, 61(4), 465–485.
- HALMAI, PÉTER – VÁSÁRY, VIKTÓRIA (2012): Convergence crisis: economic crisis and convergence in the European Union. *International Economics and Economic Policy*, 9(3), 297–322.

BANKSZÖVETSÉGEK A VÁLTOZÓ VILÁGBAN

Sladjana Sredojevic – Milan Brkovic

Banking Associations

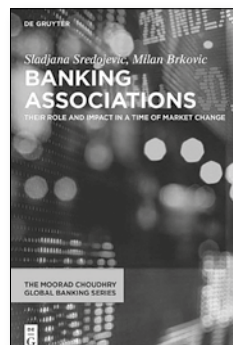
Their Role and Impact in a Time of Market Change

The Moorad Choudhry

Global Banking Series

Berlin/Boston, 2022

Walter de Gruyter GmbH



A gazdaságpolitikai és gazdasági kérdések tárgyalásakor a bankszektor mint a minden más ágazat működésére ható terület kiemelt, gyakran különválasztott figyelmet kap. Ez logikus, hiszen ez az egyetlen ágazat, amely a gazdasági változások tükröképét mutatja, ugyanis amikor jól megy a gazdaságnak, akkor jól megy a bankszektornak – és ez fordítva is igaz. A hatásmechanizmusban viszont a bankszektor elsődlegességét láthatjuk, hiszen ahol a bankszektor aktív szerepet tud vállalni a gazdasági, ma már egyre inkább a fenntartható gazdasági növekedésben, ott dinamikusabb a gazdasági fejlődés, szorosabbak a külkereskedelmi kapcsolatok és nő az ország tökevonzó képessége.

A bankszektor gazdasági szerepvállalását, fejlődését, szabályozási környezetét, kormányzati kapcsolatát, érdekképviselését nagy hatékonysággal a közös érdekképviselői szervük, a saját bankszövetségük fogja össze (Alapszabály, 2022). Éppen ezért izgalmas olvasmány az idén megjelent „Banking Associations – Their Role and Impact in a Time of Market Change” [Bankszövetségek – Szerepük és hatásuk a piaci változások idején] című szakkönyv.

A könyvet Sladjana Sredojevic és Milan Brkovic, a Szerb Bankszövetség (Association of Serbian Banks) szakemberei írták, mind elektronikus, mind nyomtatott változatban elérhető.

A szerzők a lehető legteljesebb áttekintéssel dolgozták fel a világ bankszövetségeinek, szám szerint hetvennek a történetét, irányítási struktúráját, fő céljait, speciális tevékenységeit. Ebbe a körbe beletartozik minden európai és a világ más térségeiben működő, meghatározó bankszövetség, valamint a földrészek/régiók bankszövetségeit összefogó, nemzetközi bankföderációk vizsgálata is.

A könyv három fő fejezetre tagolódik: (i) a bankszövetségek története, szervezete, tulajdonosai, általános céljai és feladatai; (ii) a bankszövetségek tulajdonosai, a

tevékenységek és prioritások átalakulása, gazdasági hatásai; (iii) az egyes bankszövetségek bemutatása, valamint az általános tevékenységükön túlmutató szerepvállalások összefoglalása.

A könyvajánló írójaként szubjektív módon most kiemelem a bankszövetségek alapításának adatait. Az első bankszövetségek a 19. század második felében jelentek meg, az American Bankers Associationt 1875-ben Saratoga Springsben (N.Y.) alapították meg, a Canadian Bankers Associationt pedig 1891-ben – az akkori gazdasági központban –, Montrealban. Európában a bankszövetségek megalapítása a 20. század első éveiben kezdődött, így Németországban 1901-ben, Magyarországon 1903-ban, míg pl. Svájcban (ne feledjük, hogy még az első világháború előtt vagyunk!) 1912-ben.

Magyarországon a Pénzintézetek Országos Egyesülése (POE) volt az első bankszövetség jellegű érdekképviselő, amelyet számos további követett. Ezek közül kiemelkedett az 1919-ben alapított Takarékpénztárak és Bankok Egyesülete (TÉBE). „Ezek (szerk.: POE és TÉBE) voltak a 20. század első felében a legfontosabb érdekvédelmi szervezetei a banki közönségnek” (Müller, 2014:10).

Az első világháborút újabb bankszövetség-alapítási hullám követte egyrészt az egykori Osztrák-Magyar Monarchiából létrejött, új országokban (például Jugoszláviában 1921-ben), másrészt egyes korábban lemaradt országokban – például Olaszországban (1919) vagy Görögországban (1928). A következő hullám az 1929–1933-as nagy gazdasági világválságot (Great Depression) követte (például Egyiptom, 1936; Luxemburg, 1939). A következő nagy hullám pedig Közép-Európában a rendszerváltozás utáni időszak volt, amikor is a II. világháborút követő években felszámolt bankszövetségek helyett újak alakultak, a térségben elsőként 1989-ben Magyarországon.

A másik kiemelt, egyben ugyancsak komolyabb érdeklődést keltő terület a szerzők által készített kérdőívekhez kapcsolódik. Az egyik izgalmas kérdés, hogy a nemzeti bankszövetségek és a bankszövetségi aktivitások társadalmi szinten eléggé ismertek-e. Erre a kérdésre maguk a bankszövetségek kétharmados többséggel nemmel válaszoltak.

A másik fontos kérdés előre tekint. Mik lesznek a bankszövetségek meghatározó feladatai a jövőben? Kétharmados támogatottságot szerzett a tagság erősebb érdekképviselője, 50 százalékos támogatottságot az erősebb médiajelenlét, és egyharmados támogatottságot kapott a banki ügyfélkört fókuszba helyező aktivitás.

Sladjana Sredojevic és Milan Brkovic a szerb bankszövetség megalapításának 100 éves évfordulójára készítette el könyvét. Ebben alaposan körüljárták a bankszövetségek történetét, funkcióit és időben változó hangsúlyú feladataikat. A könyv hiánypótló, hiszen eddig csak egyes nemzeti bankszövetségek mutatták be a saját

történetüket. Globális szintű összefoglalás, fejlődéstörténeti és aktivitási összehasonlítás eddig nem született. A szerzők ennek a nagy feladatnak – az észszerű terjedelmi korlátok között – magas szinten eleget tettek. A könyv közérdeklődésre is számot tarthat, hiszen az egyes nemzeti bankszövetségek aktivitását beilleszti a globális pénzügyi rendszerbe. Tanulságos olvasmány szektorunk minden szereplője számára, továbbá bátran ajánlható mindenkinek, aki fontos társadalmi és gazdasági összefüggések iránt érdeklődik. A mind szorosabb, kiterjedtebb szerb–magyar kapcsolatok ismeretében pedig örömmel veszek részt e könyv népszerűsítésében.

Kovács Levente

HIVATKOZÁSOK

- Alapszabály (2022): A Magyar Bankszövetség Alapszabálya, https://www.bankszovetseg.hu/Public/Alapdokumentumok/HATALYOS_alapszabaly_magyar_2022.pdf.
- MÜLLER J. – KOVÁCS T. – KOVÁCS L. (2014): *A Magyar Bankszövetség története*. Budapest: Tarsoly, ISBN 978-963-9570-57-3. <https://bankszovetseg.hu/Content/Publikaciok/A-Magyar-Banksz%c3%b6vets%c3%a9g-t%c3%b6rt%c3%a9nete.pdf>
- SREDOJEVIC, S. – BRKOVIC, M. (2022): *Banking Associations – Their Role and Impact in a Time of Market Change*. Berlin/Boston: Walter de Gruyter GmbH, ISBN 978-3-11-069221-1. <https://www.degruyter.com/document/doi/10.1515/9783110692402/html>.